

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/078 – 12 mars 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Un air de fête.....	2
☞ BCE : non, il ne s'agit pas d'une « bonne » repentification de la courbe des taux.....	3
☞ France : nette progression de la production manufacturière en janvier.....	4
☞ Zone euro : la demande intérieure freine la croissance du PIB au T4 2020.....	4
☞ Zone euro : la production industrielle rebondit en janvier.....	5
☞ Allemagne : l'inéluctable ascension des Verts !.....	6
☞ Italie : le pays se prépare à la troisième vague.....	7
☞ Espagne : nouveau soutien public aux entreprises.....	8
☞ Pays-Bas : la stratégie de la continuité avant tout !.....	8
☞ Grèce : le PIB à la hausse au T4.....	9
☞ États-Unis : un plan de sauvetage au-delà des attentes.....	10
☞ Le chiffre de la semaine.....	13
☞ Chine : ce qu'il faut retenir des « deux sessions ».....	14
☞ Arabie saoudite : sortie de récession poussive, mais attendue au deuxième trimestre.....	16
☞ Arabie saoudite : pour se financer, le gouvernement utilise maintenant le PIF qui s'endette.....	16
☞ Pologne : une résilience globale qui cache de réelles fragilités.....	17
☞ Mexique : pressions sur les prix de l'énergie (mais pas seulement).....	19
☞ Nigéria & Afrique du Sud : ce que révèle le quatrième trimestre sur la reprise.....	20
☞ D'Obama à Biden : revoilà donc le « pivot vers l'Asie » ?.....	22
☞ L'OMC cherche à se réinventer.....	23
☞ News géo-économiques.....	24

## Un air de fête...

... a soufflé sur les marchés cette semaine, avec une conjonction particulièrement propice de statistiques et, surtout, de décisions de politique économique. Une combinaison tellement favorable qu'elle s'est traduite simultanément par un effritement modeste des taux longs « *ultra core* » (conduisant, couplé à l'ancrage des taux courts à un niveau extrêmement faible, à un léger aplatissement de la courbe), une remontée des marchés actions, un repli des primes de risque sur les marchés du crédit (*corporate* et émergents).

Du côté des statistiques : favorables mais « juste ce qu'il faut », raisonnablement tempérées, pas de nature à affoler les marchés en les conduisant à anticiper un durcissement prématuré de la politique monétaire, en particulier américaine.

À cet égard, on citera notamment l'emploi aux États-Unis et, bien que moins décisive, la production industrielle en zone euro. En février, le taux de chômage américain s'est marginalement replié à 6,2%. Si, grâce à la récupération des secteurs auparavant sinistrés, l'amélioration est substantielle au regard du plus haut à 14,8% atteint en avril dernier, elle est encore loin d'être parvenue à son terme : taux de chômage encore bien supérieur à son niveau pré-crise (3,5%), repli favorisé par une baisse du taux de participation à 61,4%, augmentation des licenciements « définitifs » et du chômage de longue durée. Bref, 40% des emplois détruits au début de la crise sanitaire n'ont pas encore été récupérés et les chiffres indiquent de larges capacités inutilisées en dépit de la reprise.

On évoquera aussi la production industrielle de la zone euro qui progresse en janvier (de 0,8%) et s'affiche même en hausse par rapport à janvier 2020. Une embellie que confortent les enquêtes dans le secteur manufacturier de février qui signalent la plus forte expansion de l'activité depuis quatre mois, portée par les demandes domestique et externe. Cette expansion est particulièrement

soutenue en Allemagne et en Italie, permettant de compenser la contraction dans les services et d'oublier que l'Italie se prépare à entrer dans une troisième vague épidémique accélérée par l'arrivée des variants, augurant d'une nouvelle phase de restrictions après la réouverture progressive observée début janvier.

Mais, quand bien même les chiffres auraient été effroyables, ils auraient été éclipsés par l'adoption de l'*American Rescue Plan* et d'une BCE plus accommodante qu'anticipé.

Après le vote du Sénat puis de la Chambre des Représentants, le Congrès a adopté le plan de soutien de 1 900 milliards de dollars (soit environ 9% du PIB) largement axé sur les ménages. Un plan massif que le président J. Biden aura ainsi officiellement signé avant la date butoir du 14 mars, date à laquelle les allocations de chômage « améliorées », résultant de la relance de décembre, devaient expirer (cf. « [États-Unis : un plan de sauvetage au-delà des attentes](#) »). Par ailleurs, estimant infondé le resserrement des conditions financières, la BCE (cf. « [BCE : non, il ne s'agit pas d'une « bonne » repentification de la courbe des taux](#) ») va accélérer le rythme de ses achats au titre du Programme d'Achats d'Urgence lié à la Pandémie (PEPP) au cours du prochain trimestre. Les prévisions (élaborées avant l'adoption du plan américain) de croissance et d'inflation ont été peu revues : croissance à 4%, contre 3,9% en 2021 (4,1% en 2022, contre 4,2% auparavant, puis 2,1% en 2023, inchangée) et inflation revue à la hausse à court terme en raison des prix de l'énergie et d'autres facteurs temporaires (1,5%, puis 1,2% en 2021 et 2022 contre, respectivement, 1% et 1,1% précédemment pour une prévision inchangée pour 2023 à 1,4%). L'engagement en faveur de taux d'intérêt faibles (et de *spreads* resserrés) compatibles avec des trajectoires de reprise modérée et d'inflation encore faible est explicitement pris.

## Editorial

### BCE : non, il ne s'agit pas d'une « bonne » repentification de la courbe des taux

La réponse aux récentes tensions sur les taux n'était pas chose aisée pour la BCE.

Il fallait déjà distinguer deux thèmes : celui du *reflation trade*, lui-même porteur du suivant, le *reflation tantrum*. Le premier était une réponse à la révision à la hausse des anticipations de croissance et d'inflation aux États-Unis, justifiée par le lancement de la campagne de vaccination et le Plan de relance américain. Le second incarnait le risque d'une réappréciation de la politique monétaire vers une orientation moins accommodante. Le *reflation trade* a conduit à une remontée des rendements nominaux, à une remontée des cours des actions et à une compression des primes de risque, cette dernière ayant mitigé l'impact sur le durcissement des conditions financières. Le *reflation tantrum* s'est matérialisé par une hausse de l'aversion au risque, un écartement des *spreads* et un aplatissement de la courbe sans risque, faisant planer le danger d'un resserrement des conditions financières.

Il fallait ensuite trouver un consensus au sein du Conseil des gouverneurs pour décider si cette remontée des taux était justifiée par les meilleures perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro ou excessive et injustifiée. Dans le premier cas, la remontée des taux d'intérêt se serait couplée d'une remontée de l'inflation, laissant inchangés les taux réels. En revanche, l'absence d'une remontée durable de l'inflation aurait engendré une remontée des taux réels nuisible à l'activité.

Un consensus au sein du Conseil des gouverneurs semble avoir été atteint sur le fait que le *sell-off* récent ne soit ni justifié ni nécessaire car, simplement, non motivé par de bons fondamentaux. Il indique aussi sa faible tolérance à la perception de la part des marchés d'un repositionnement moins accommodant de la politique monétaire

La BCE signale donc que le scénario de *reflation* n'est pas aussi pertinent pour la zone euro que pour les États-Unis et, si elle révisé temporairement à la hausse son scénario d'inflation (en 2021 et 2022), celui-ci est inchangé à moyen terme (1,4% en 2023). Son scénario a, en effet, aussi peu changé par rapport à décembre et ne justifie pas une reconfiguration structurelle des anticipations d'inflation.

C'est ainsi que sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du PEPP sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir, par rapport aux premiers mois de l'année. Dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation, la BCE procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe du PEPP au cours de l'horizon fixé (mars 2022), cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. Si, en revanche, il s'avérait nécessaire d'augmenter davantage les achats, un recalibrage de l'enveloppe aujourd'hui de 1 850 milliards d'euros serait possible.

La BCE souligne donc son objectif : éviter tout effet négatif sur la confiance et tout phénomène d'éviction de la demande qui pourrait être engendré par une évolution défavorable des conditions financières ; éviter que l'excès d'optimisme des marchés ne dépasse la réalité de l'état actuel de l'activité. Par cette décision, elle compte donc faire face aux deux principales menaces pour l'efficacité de la politique monétaire : des frictions dans l'intermédiation financière pouvant entraver la transmission de l'impulsion monétaire et l'absence de guidage des anticipations pouvant alimenter l'incertitude sur sa capacité à ramener l'activité et l'inflation sur une trajectoire de croissance.

Le message se veut donc clair pour le marché : ne testez pas la BCE sur le *reflation trade*. Un angle mort existe néanmoins dans ce guidage des anticipations : les prévisions de la BCE n'intègrent pas l'impact sur la croissance et l'inflation du Plan de relance américain (voté après la réalisation de l'exercice par la BCE), contrairement aux anticipations des marchés auxquelles la BCE entend répondre. Il peut en résulter une sorte d'« incohérence inter-temporelle » ; tracer la route en regardant dans le rétroviseur pourrait ne pas convaincre parfaitement les marchés.

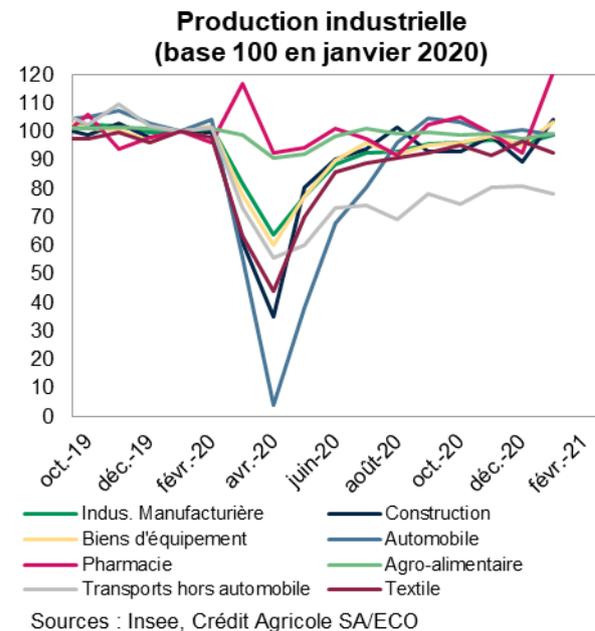
## Zone euro

### France : nette progression de la production manufacturière en janvier

Après s'être contractée de 1,4% en décembre, la production manufacturière repart vivement à la hausse en janvier (+3,3%). La hausse concerne la plupart des secteurs et est particulièrement forte dans les secteurs des biens d'équipement, la pharmacie et la cokéfaction raffinage. La production de matériels de transport connaît, en revanche, une nouvelle contraction au mois de janvier.

Au total, la production manufacturière se rapproche des niveaux d'avant-crise et n'est inférieure que de 2,6% à son niveau de février 2020. Le niveau d'activité d'avant crise est d'ailleurs dépassé dans de nombreux secteurs mais le niveau de janvier reste inférieur de 16% dans la production de matériels de transport qui peine à redémarrer. En particulier, la production de matériels de transport hors automobile reste en retrait. L'aéronautique qui représente une part importante de ce secteur subit, en effet, pleinement l'arrêt des voyages internationaux et de nombreux reports et annulations de contrats ont eu lieu. En outre, si certains pays commencent à organiser la levée des barrières sanitaires suite aux campagnes de vaccination, la reprise de l'activité ne sera pas

synchronisée au niveau international ce qui ajoute à l'incertitude pour le secteur.



**Notre opinion** – Alors que l'activité dans les services reste nettement contrainte par les restrictions sanitaires, l'industrie poursuit son redressement. Certains secteurs retrouvent même leurs niveaux d'avant-crise, c'est notamment le cas de la production de biens d'équipement, ce qui confirme une nouvelle fois la bonne tenue de l'investissement.

Hors industrie, le dynamisme de l'activité dans la construction va également dans le sens d'un investissement dynamique, puisque l'activité dans le secteur est 4,4% supérieure à son niveau de février dernier (dernier mois avant le début de la crise sanitaire et le premier confinement). Ceci semble également confirmer la solidité de la demande depuis la sortie du deuxième confinement, à la fois au niveau domestique, nous avons d'ailleurs pu observer une surconsommation de biens en décembre 2020, avant une stabilisation aux niveaux d'avant-crise en janvier, mais aussi à l'international.

En effet, malgré les confinements dans plusieurs pays au quatrième trimestre 2020, les exportations ont continué à se redresser. Elles restent toutefois 10% inférieures à leur niveau d'avant-crise. En outre, la structure des exportations françaises est plutôt défavorable à un retour rapide aux niveaux d'avant-crise. D'importants secteurs exportateurs comme le tourisme, mais aussi l'industrie aéronautique risquent de connaître une sortie de crise lente et difficile, la production de matériels de transport hors automobile est d'ailleurs encore 23% inférieure à celle de février 2020.

### Zone euro : la demande intérieure freine la croissance du PIB au T4 2020

La dernière estimation de la croissance au quatrième trimestre 2020 pour la zone euro a confirmé un repli du PIB de 0,7% sur le trimestre (après une forte croissance de 12,5% au T3), qui creuse de nouveau l'écart au niveau d'avant-crise à 4,9%, une performance peu flatteuse par rapport au PIB américain qui n'est plus que 2,4% inférieur au niveau de fin 2019. La croissance de la zone en moyenne annuelle en 2020 est de -6,6%.

Le repli dans la zone euro est le résultat d'une croissance positive en Allemagne (+0,3%), en Espagne (+0,4%) et d'un recul de l'activité en France (-1,4%), en Italie (-1,9%), et aux Pays-Bas (-0,1%).

La demande domestique a de nouveau freiné la croissance, amputant de 1,2 point la dynamique du PIB, sous l'effet d'un recul de la consommation des ménages (-3% sur le trimestre) que ni la progression de l'investissement (+1,6%) ni celle de la consommation publique (+0,4%) n'ont pu compenser.

La baisse de la consommation a été commune à toutes les grandes économies de la zone à l'exception de l'Espagne, mais elle a été plus marquée en France (-5,6% après un rebond extrêmement marqué au T3) qu'en Allemagne (-3%) et en Italie (-2,7%).

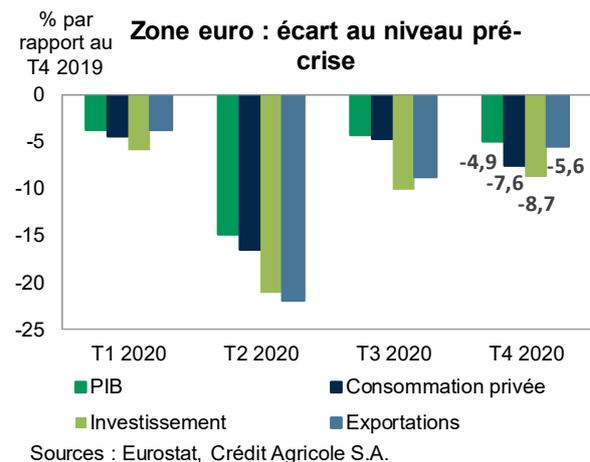
La croissance de l'investissement est restée positive dans la zone euro (+1,6% après +13,9%) et a davantage réduit l'écart au niveau d'avant-crise (-8,7%), qui demeure toutefois élevé. Des dynamiques différentes se dessinent entre pays : celle d'un investissement tiré par la composante de la construction, notamment en logement, en France et en Allemagne, qui compense le repli de l'investissement productif et une dynamique tirée par un investissement productif soutenu en Italie, qui compense le repli dans la construction. En revanche, en Espagne ce sont les deux composantes de l'investissement qui reculent.

La moindre baisse des stocks par rapport au trimestre précédent, où elle avait été massive, a apporté une contribution positive à la croissance du PIB de la zone (+0,6 point). Cette contribution a été particulièrement élevée en Allemagne, soutenant la croissance à hauteur de 1,4 point.

Contrairement au trimestre précédent, les échanges extérieurs n'ont pas apporté de soutien à la croissance au T4 2020, du fait d'un ralentissement

plus marqué des exportations (+3,5%) que des importations (+4,1%). La dynamique des exportations a été particulièrement soutenue en France (+5,8%) et en Allemagne (+4,5%), plus modeste en Italie (+1,3%) et négative en Espagne (-1,4%).

Le repli de l'activité s'est doublé d'une remontée de l'emploi (+0,3%), mais les heures travaillées se sont repliées (-1,6%) davantage que l'activité et leur écart par rapport à la période pré-crise reste plus négatif que celui du PIB (-5,6%). Si aucun des pays de la zone euro n'a retrouvé le niveau d'emploi d'avant la crise, c'est en Espagne que le retard est le plus important (-4,2%).



**Notre opinion** – Ces diverses évolutions dépendent à la fois de la dureté et de la temporalité des mesures de confinement sur le trimestre. Au début du deuxième confinement, les contraintes à la mobilité et les fermetures d'activité ont été les plus restrictives en France et en Italie, dans une moindre mesure en Espagne et bien moins en Allemagne et aux Pays-Bas. Mais dès décembre, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie ont davantage restreint les activités, suivies à un niveau moins important par l'Espagne, alors que la France relâchait ses contraintes.

La consommation des ménages se retrouve donc encore inférieure de 7,6% au niveau pré-crise dans la zone euro. L'écart par rapport au niveau pré-crise est inférieur à la moyenne de la zone euro en France (-7%) et en Allemagne (-6,9%), il est supérieur en Italie (-9,9%) et en Espagne (-8,3%).

Les dynamiques différenciées de l'investissement laissent l'écart au niveau d'avant la crise à -1,2% à peine en Italie, -2,7% en Allemagne, -4,7% en France, tandis qu'en Espagne il est très élevé et encore bien supérieur à la moyenne de la zone euro (-11%).

La demande étrangère adressée à la zone euro est encore inférieure de 5,6% au niveau pré-crise, cet écart étant plus réduit pour l'Allemagne (-5,1%) que pour la France (-9,8%) et l'Italie (-8,1%), voire pour l'Espagne (-20,6%).

En fin d'année 2020, la récupération du PIB n'est donc que partielle et tirée principalement par la demande extérieure, tandis que le retard de l'investissement et de la consommation est encore important. Des dynamiques différenciées se dessinent néanmoins entre pays : une récupération tirée par l'investissement en Italie et en Allemagne, cette dernière pouvant s'appuyer sur une meilleure reprise de la demande étrangère ; un retard plus marqué de la consommation en Italie et en Espagne.

 **Zone euro : la production industrielle rebondit en janvier**

La production industrielle dans la zone euro a marqué un rebond de +0,8% en janvier, après le modeste repli de décembre (-0,1%) et elle s'affiche en hausse par rapport à janvier 2020. Ce rebond est soutenu par le redressement très rapide de la

production en France après deux mois de recul (+3,4%) par le maintien d'une dynamique positive en Italie (+1%). Tous les pays de la zone euro ont affiché une croissance positive à l'exception notable de l'Allemagne (-0,4%), de l'Espagne (-0,7%) et du

Portugal (-1,3%). Le premier trimestre 2021 débute donc bien, avec un acquis de croissance de +1,5% sur le trimestre précédent.

Avec ce rebond, la production industrielle retrouve son niveau de janvier 2020, avant la crise de la Covid, en France, tandis qu'elle reste encore en deçà de ce niveau dans la plupart des pays de la zone. L'écart de ce niveau est plus important pour l'Allemagne (-3,1%) et le Portugal (-6,5%) que pour l'Italie (-2,4%), l'Espagne (-2,1%) ou les Pays-Bas (-1,8%).

La croissance de l'activité est diffuse entre les différents secteurs et signale que même les

producteurs de biens de consommation ont davantage produit en janvier, notamment les producteurs de biens de consommation durables (+0,8%), mais aussi les producteurs de biens de consommation non durables (+0,6%) qui avaient fait les frais d'une baisse de leur activité au quatrième trimestre 2020. Leur production est néanmoins encore inférieure (-3,9%) au niveau de janvier 2020, alors que l'ensemble des autres secteurs a dépassé ce niveau. Le dynamisme du cycle manufacturier mondial continue de tirer la production de biens d'investissement (0,4%) et de biens intermédiaires (0,3%).

**☑ Notre opinion** – La croissance du PIB de l'année 2021 peut s'appuyer sur un acquis positif de 2,2%, mais les perspectives de croissance du T1 s'assombrissent en fin de trimestre, avec la remontée des contaminations, le rythme lent de vaccination et la diffusion des variants. En janvier, les restrictions à la circulation et à l'activité demeuraient très sévères en Allemagne, aux Pays-Bas et en Italie, où néanmoins un certain relâchement était opéré, de même qu'en Espagne où les mesures étaient moins restrictives depuis le début de la deuxième vague. La France se trouvait dans une situation de moindres contraintes. Si cette hiérarchie entre pays s'est maintenue en février, en mars, l'Allemagne et les Pays-Bas commencent à alléger les contraintes, tandis que l'Italie et la France les durcissent davantage, ce qui place la France parmi les pays aux contraintes les plus strictes. L'Espagne, en revanche, n'a que peu modifié la sévérité des mesures en place.

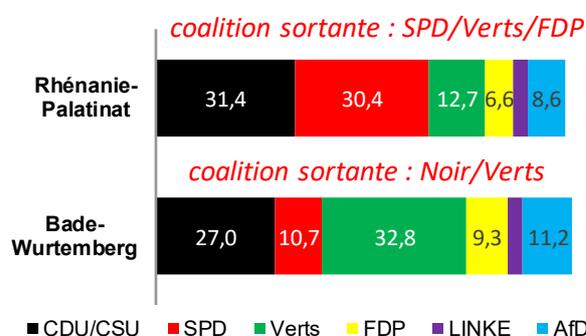
Nous ne disposons encore que de peu de données couvrant le premier trimestre 2021 pour savoir combien l'intensification des restrictions a déprimé l'activité. La chute des ventes au détail de janvier (-5,9% sur le mois) est perturbée par des facteurs temporaires (report des soldes en France et Italie, rehaussement du taux de la TVA en Allemagne) qui interviennent après un rebond important en décembre dans certains pays. La production industrielle a maintenu une croissance positive en janvier et si elle s'est repliée en Allemagne les commandes allemandes étaient encore en hausse (+1,4%) en janvier, dépassant le niveau pré-crise.

Les enquêtes dans le secteur manufacturier en février signalent la plus forte expansion de l'activité depuis quatre mois, portée à la fois par la demande intérieure et la demande étrangère. Cette expansion est particulièrement soutenue en Allemagne et en Italie, permettant de compenser la contraction dans les services. La dualité entre les deux secteurs s'accroît donc, poussant l'activité globale à la baisse en France et en Espagne. Sans nouvelle dégradation en mars, l'activité pourrait néanmoins être plus positive au premier trimestre 2021 qu'au quatrième trimestre 2020.

**👉 Allemagne : l'inéluctable ascension des Verts !**

Les élections régionales allemandes attendues ce 14 mars en Bade-Wurtemberg et en Rhénanie-Palatinat pourraient à nouveau secouer la grande coalition au pouvoir. Les restrictions sanitaires imposées dans le pays pour circonscrire l'épidémie ont alimenté les récriminations envers les conservateurs et les sociaux-démocrates au pouvoir, à qui l'on reproche la lenteur de la distribution des aides aux entreprises et une campagne vaccinale jugée trop timide. L'exaspération est grandissante au sein des organisations patronales de branches qui réclament davantage de visibilité sur l'assouplissement des contraintes sanitaires qui pèsent encore lourdement sur les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration, par exemple.

**Intentions de votes aux régionales du 14 mars 2021**



Sources : Landeswahlleiter, Crédit Agricole S.A.

Ces élections régionales pourraient donc venir à nouveau sanctionner la grande coalition dans les urnes. En Bade-Wurtemberg, la coalition actuellement au pouvoir, composée des Verts et des conservateurs de l'union CDU-CSU, devrait toutefois se maintenir en place au regard des récents sondages. Les Verts renforceraient même leur position de leader de la coalition avec quelques sièges de plus comparativement à 2016, tandis que la CDU enregistrerait un score globalement équivalent. Le SPD ne réussirait pas à se redresser et perdrait

encore quelques sièges au Parlement régional. En Rhénanie-Palatinat, la coalition sortante composée du SPD, des Verts et du FDP pourrait également se maintenir au pouvoir. Même si les sociaux-démocrates devraient arriver en tête, ils perdraient près de 6 points de pourcentage par rapport aux dernières élections, tandis que les Verts prendraient une deuxième place plus confortable avec quelques sièges supplémentaires au Parlement. De leur côté, les libéraux du FDP restent crédités d'un même nombre de votes par rapport à 2016.

**✓ Notre opinion** – *Dans ces deux élections régionales, les coalitions en place ne sont pas nécessairement remises en cause au regard des derniers sondages disponibles. Cependant, les partenaires sociaux-démocrates et les conservateurs perdent de leur attrait au profit des Verts qui s'imposent plus largement comme des partenaires de coalition crédibles un peu partout dans le pays. Le délitement du SPD ces dernières années et la progression des Verts au niveau régional plaident pour l'émergence d'une coalition Noirs/Verts de plus en plus réaliste lors des prochaines élections législatives fédérales du 26 septembre.*

### **Italie : le pays se prépare à la troisième vague**

La coloration de la péninsule devrait tendre vers le rouge à partir de lundi. À peine le nouveau décret d'urgence sanitaire entré en vigueur début mars, le gouvernement réfléchit à un nouveau dispositif pour répondre à la forte progression des variants. Le nombre de nouvelles contaminations plafonne autour de 20 000 cas depuis le début du mois de mars, indiquant une nette accélération de la courbe des nouvelles contaminations, entraînant un regain de tensions sur les structures hospitalières. Afin de mieux appréhender cette nouvelle accélération de l'épidémie, le passage en zone rouge devrait s'activer automatiquement dans les régions et provinces où les infections hebdomadaires dépassent 250 cas pour 100 000 habitants. Ainsi la Lombardie, le Piémont et le Frioul-Vénétie devrait rejoindre la Campanie, Molise et Basilicate déjà en zone rouge. L'Émilie-Romagne et les Marches pourrait aussi être confinés, tandis que la situation se tend également dans le Latium et la Vénétie.

La piste d'un confinement national est encore écartée, mais de nouvelles mesures devraient venir compléter le dispositif existant et des dispositions nationales pourraient voir le jour d'ici le 15 mars. Deux fronts s'opposent au sein du gouvernement. Le PD, M5S et Leu seraient pour une politique plus restrictive, tandis que FI, la Ligue et IV souhaiteraient des mesures généralisées, sans pénaliser davantage les restaurants et les commerces dans les régions avec un taux de circulation plus faible. Parmi les pistes évoquées un avancement du couvre-feu de 22 heures à 20 heures, le passage en zone orange, voire en zone rouge le week-end, qui impliquerait en outre la fermeture des restaurants et des bars, ainsi que celle des commerces pour les régions restées en zone jaune. La réouverture des

cinémas et des théâtres prévue pour le 27 mars risque également d'être remise en question, alors même que l'exécutif semble préparer la population à un nouveau verrouillage anticipé pendant les fêtes de Pâques (3, 4 et 5 avril), à l'image de ce qui a été fait pendant les fêtes de fin d'année.

Pour faire face à ce nouveau resserrement des restrictions, le gouvernement devrait prolonger des mesures de soutien avec un nouveau décret en préparation nommé *Sostegno* qui devrait prendre la relève des précédents décrets *Ristori*. Le texte de 26 articles devrait en grande partie reconduire les mesures mises en place en 2020, avec quelques changements dont le refinancement du revenu de citoyenneté à hauteur d'un milliard, le renouvellement du bonus baby-sitter de 600 euros, ainsi que le prolongement du congé payé pour les parents pour permettre à ces derniers de faire face à la fermeture des écoles. Sur le volet de l'emploi, l'interdiction de licenciement sera prolongée jusqu'au 30 juin 2021. L'enveloppe du dispositif de chômage partiel serait également augmentée. Les subventions pour pallier les pertes de chiffre d'affaires seraient également reconduites, mais le mode d'attribution sera modifié. Les entreprises disposant d'un numéro de TVA pourront, en effet, recevoir une subvention allant jusqu'à 150 000 euros, si leur chiffre d'affaires sur la période janvier-février 2021 est inférieur de 33% à celui des mêmes mois de 2019. Elles ne s'appuieront plus sur la classification sectorielle *Ateco*. Les échéances fiscales pour la période du 8 mars 2020 au 30 avril 2021 seront également temporairement suspendues pour les entreprises, mais devraient reprendre à partir de juin 2021. Enfin un nouveau fonds de 2,1 milliards d'euros a été alloué à de nouvelles commandes de vaccins.

**✓ Notre opinion** – *L'Italie se prépare à entrer dans une troisième vague épidémique accélérée par l'arrivée des variants. Une nouvelle phase de restrictions devrait mettre un terme à la réouverture progressive observée début janvier. Cette nouvelle fermeture ne sera pas sans conséquence sur la croissance du premier trimestre, qui devrait de nouveau être amputé par la baisse d'activité attendue en avril et mars. Les entreprises devraient, notamment dans l'industrie, poursuivre leur activité, mais la fermeture des réseaux de distribution pénalisera de nouveau la consommation*

### Espagne : nouveau soutien public aux entreprises

Le nouveau programme d'aide aux entreprises, d'une valeur totale de 11 milliards d'euros, sera voté aujourd'hui au Parlement espagnol. Il comprendra 7 milliards sous forme d'aides directes et 3 milliards d'euros pour financer la restructuration volontaire de la dette des prêts garantis par l'État accordés par les banques aux entreprises touchées par la pandémie. Le milliard d'euros restant sera déployé sous forme d'injections de capitaux dans les entreprises de taille moyenne.

Les autorités régionales devront se conformer aux critères nationaux pour distribuer l'aide, qui sera utilisée pour couvrir des coûts fixes, tels que le loyer ou les fournitures. Pour y être éligibles, les entreprises doivent prouver à l'administration fiscale espagnole que leurs revenus ont diminué depuis le début de la pandémie. Les banques détermineront quelles entreprises sont éligibles à la restructuration

de la dette. Jusqu'à présent, le soutien gouvernemental aux entreprises se présentait sous la forme d'un plan national de suspension des paiements et d'un paquet de 140 000 millions d'euros de prêts de l'agence nationale de crédit ICO, dont 80% étaient garantis par l'État. L'objectif de ces politiques était de pallier à la carence de liquidités des entreprises pendant une année de fermetures et de restrictions.

Cependant, des institutions économiques, telles que la Banque d'Espagne, ont appelé à des mesures pour renforcer la solvabilité et éviter une éventuelle vague de faillites, après que de nombreuses entreprises se sont endettées. Le programme d'aide prolongera également un moratoire sur le dépôt de bilan. Le gouvernement espagnol espère que le paquet serve de pont jusqu'à l'arrivée des fonds européens, que l'Espagne espère commencer à recevoir début juillet.

**✓ Notre opinion** – *Depuis le début de la crise, le gouvernement espagnol a essentiellement privilégié deux mesures. D'une part, l'Institut de crédit officiel espagnol (ICO) a débloqué 120 milliards d'euros de prêts, garantis par l'État à hauteur de 90 milliards d'euros. Plus de 600 000 entreprises y ont eu recours, essentiellement les petites et les indépendants qui, avec deux ans de carence, disposent de huit ans pour les rembourser. D'autre part, les dispositifs de chômage partiel et d'exonérations de cotisations sociales ont absorbé près de 40 milliards d'euros.*

*Le 18 février, les organisations patronales du commerce, de la restauration et de l'hôtellerie se sont unies pour demander une injection de 12,5 milliards d'euros. Elles ont chiffré les pertes actuelles à 82 milliards d'euros et recensé 148 000 fermetures d'entreprises. L'exécutif, qui s'est caractérisé jusqu'à présent par des aides indirectes importantes, mais peu d'injections directes dans le tissu productif, prépare un plan de 11 milliards d'euros supplémentaires pour aider les entreprises, notamment celles du secteur touristique, particulièrement fragilisées par l'absence de visiteurs.*

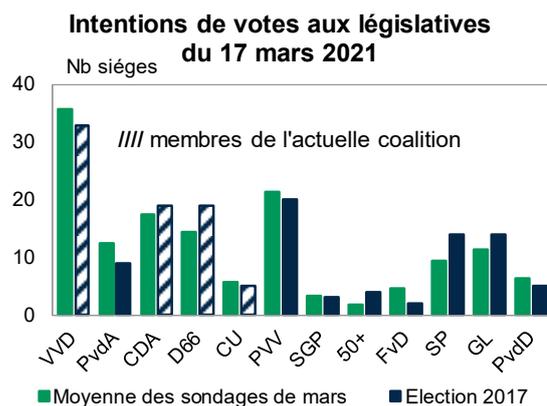
### Pays-Bas : la stratégie de la continuité avant tout !

Les Néerlandais renouvelleront les membres de la chambre basse du Parlement au cours d'élections se déroulant du 15 au 17 mars pour cause de pandémie. Ces élections donneront lieu à la formation d'un nouvel exécutif après la chute du gouvernement Rutte III le 15 janvier dernier, en raison d'un scandale sur des fraudes présumées aux allocations familiales qui se sont finalement révélées infondées. Les derniers sondages disponibles donnent la coalition sortante regroupant quatre formations de centre-droit (VVD, CDA, D66, CU) très légèrement en dessous de la majorité parlementaire avec 73 sièges, contre 75 nécessaires. Cette éventualité pousse à réviser les alliances actuelles au détriment

des partis minoritaires (CU, l'Union chrétienne et D66, démocrates 66).

Le paysage politique néerlandais est traditionnellement fragmenté et les coalitions gouvernementales sont généralement plus opportunistes qu'idéologiques, rassemblant ainsi diverses sensibilités politiques. Le parti populaire pour la liberté et la démocratie (VVD), dirigé par Mark Rutte, demeure le premier parti du pays et grand favori des sondages (36 sièges) et ses partenaires de coalition conservent globalement le même niveau d'intentions de vote que leurs résultats aux dernières élections de 2017. Les partis d'extrême-droite PVV et Fvd ne progressent que très marginalement dans les sondages et peuvent difficilement espérer une

alliance avec d'autres partis traditionnels, en raison de récents scandales entachant leurs partis et des rivalités internes qui les minent. De son côté, le parti travailliste PvdA, mouvement de centre-gauche, est remonté dans les sondages (12 sièges) et apparaît comme un allié potentiel pour la future coalition. Sa participation à une coalition gouvernementale n'a pas été rare par le passé et pourrait être le gage d'une plus grande prise en compte de la politique sociale dans le pays, après les déboires des accusations aux allocations familiales qui ont renversé le dernier gouvernement.



Sources : Wikipedia, Crédit Agricole S.A.

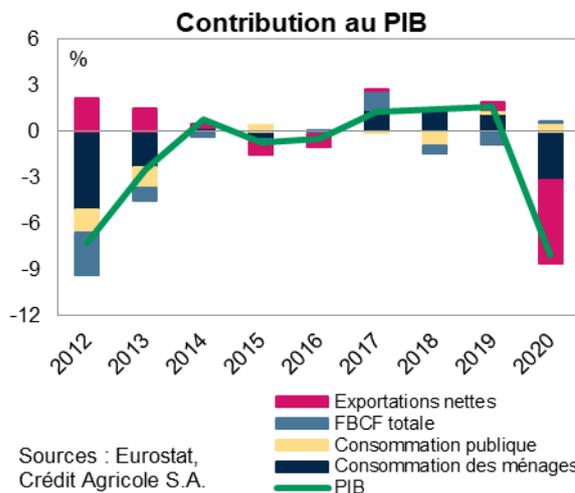
**Notre opinion** – Ces nouvelles élections ne devraient pas changer fondamentalement la formation du futur gouvernement néerlandais qui devrait de nouveau être dirigé par Mark Rutte, le leader des conservateurs du VVD et intégrerait vraisemblablement l'Appel chrétien-démocrate (CDA) et les Démocrates 66 (D66). Toutefois, l'éventuelle adhésion du partenaire de centre-gauche, le PvdA, devrait pousser pour un volet de politique sociale plus prononcé, intégrant par exemple une revalorisation du salaire minimum. Le programme libéral de baisse des impôts des sociétés et le recul de l'âge de départ à la retraite ne seraient pas remis en cause par cette alliance avec le PvdA, qui demeurerait un partenaire minoritaire dans la prochaine coalition, et seuls quelques aménagements seraient envisagés en matière de politique familiale.

**Grèce : le PIB à la hausse au T4**

Le PIB grec s'est montré résilient au dernier trimestre de l'année 2020 et a progressé de 2,7% par rapport au T3. Sur un an, le recul s'affiche à 7,9%. La demande a été portée par les échanges internationaux : les exportations ont augmenté de 31,8% par rapport au T3 (dont +4,9% pour les biens et +10,3% pour les services), tandis que les importations ont diminué de 3,6%. La demande domestique a contribué négativement à la croissance, en raison de la chute de la consommation (-1,4%) qui n'a pas pu être rattrapée par la progression de l'investissement (+1%).

En glissement annuel, la consommation recule de 2,2%, les exportations de 13,4% et les importations de 9,5%, tandis que l'investissement affiche une progression modérée, de 1,6%. Le gouvernement grec a suivi l'un des programmes de confinement les plus stricts : il a débuté en novembre de l'année dernière et se poursuivra jusqu'en avril 2021. La Banque de Grèce prévoit une croissance de 4,2% cette année, tandis que la Commission européenne

est moins optimiste avec une croissance de 3,5%. Soutenu par la reprise des flux touristiques et le démarrage de l'activité d'investissement financée par les fonds de relance de l'UE, le rebond de l'activité devrait commencer au deuxième trimestre.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La flexibilité fiscale accordée au gouvernement grec par l'UE a fourni des marges budgétaires qui soutiendront encore l'économie en 2021. Les mesures budgétaires récemment étendues, comprennent l'augmentation des dépenses publiques, des reports de paiement des impôts et des contributions sociales et d'autres mesures de liquidité et de garantie. Le coût total de ces mesures devrait être d'environ 27 milliards d'euros. Les fonds provenant entre 2021 et 2026 de la NGEU contribueront largement à financer ces mesures et s'élèveront à quelque 32 milliards d'euros (19,3 milliards d'euros de subventions et 12,7 milliards d'euros de prêts).

## États-Unis

### États-Unis : un plan de sauvetage au-delà des attentes

Le plan de relance économique de Joe Biden, baptisé « plan de sauvetage américain » (*the American Rescue Plan* ou ARP) a été adopté par le Congrès, mercredi 10 mars et sera signé par le président en fin de semaine. Il comprend des aides totalisant 1 900 milliards de dollars, soit environ 9% du PIB.

Les ménages, en particulier ceux à faible revenu, sont les grands bénéficiaires de ce plan, avec des aides totalisant plus de 900 Mds \$, soit près de la moitié de ce plan. Ce dernier prévoit, en effet, une multitude de mesures de soutien, parmi lesquelles des aides immédiates sous la forme de versements directs de 1 400 dollars par personne pour les personnes gagnant moins de 75 000 dollars par an et les couples mariés dont les revenus ne dépassent pas 150 000 dollars, le prolongement (jusqu'au 6 septembre) du supplément d'allocation chômage de 300 dollars par semaine qui devait expirer le 14 mars, des crédits d'impôt substantiels liés aux enfants, des aides pour la santé, pour le paiement des loyers/crédits immobiliers, des aides alimentaires, etc. Une version antérieure du plan du gouvernement prévoyait une hausse du salaire fédéral minimal, mais elle n'a finalement pas pu être incluse dans le projet de loi final.

Parmi les mesures-phare du plan figure également un soutien financier considérable (350 Mds \$) aux collectivités intra-fédérales qui a pour objectif de prendre en charge les dépenses supplémentaires et la perte de recettes fiscales occasionnées par la crise.

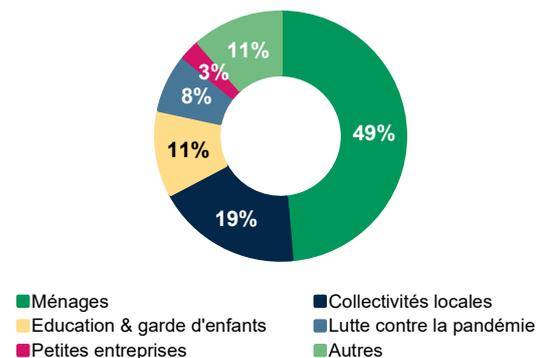
Le plan prévoit également des aides de près de 210 Mds \$ au secteur de l'éducation pour accélérer la reprise de l'activité scolaire avec des fonds distribués aux crèches, aux établissements d'enseignement primaire et secondaire et aux universités.

Le plan consacre plus de 140 Mds \$ à la lutte contre la pandémie, avec des fonds visant à améliorer la prise en charge des situations d'urgence de l'épidémie, à renforcer la campagne de dépistage et à accélérer la campagne de vaccination. À ce titre, Joe Biden a annoncé avoir pour objectif d'administrer 100 millions de doses au cours des cent premiers jours de son mandat).

En revanche, contrairement aux précédents plans de soutien, l'aide aux entreprises est plus limitée et plus ciblée. Après une première tranche d'aide aux restaurateurs de 15 Mds \$ adoptée en décembre 2020, l'État fédéral complète son soutien au secteur par une nouvelle tranche de crédits de 25 Mds \$. Le plan prévoit des prêts garantis aux très petites entreprises, y compris des prêts-subventions aux organisations à but non lucratif et à certaines entreprises de médias. Le secteur des transports se voit

octroyer une aide spécifique sous forme de subventions et de prêts auprès de l'État fédéral (notamment pour venir en aide aux entreprises du transport aérien).

**Plan de sauvetage américain : répartition des aides**



Sources : CRFB, US Congress, Crédit Agricole S.A.

Le montant du plan final a dépassé de loin les anticipations de marché, y compris les nôtres (1 000 Mds \$). Au lendemain des élections dans l'État de Géorgie, la majorité étroite du parti démocrate au Sénat laissait présager une marge de manœuvre trop étroite, susceptible de compromettre le passage de l'intégralité du plan. Finalement, l'utilisation de la procédure de réconciliation budgétaire (pour laquelle une majorité simple est requise au Sénat) a permis de voter le plan, sans avoir besoin du soutien de la part du parti républicain (mais cela n'a en revanche pas permis d'intégrer la hausse du salaire minimum fédéral).

Selon les estimations du CBO du 5 mars, l'impact sur le déficit sera concentré sur l'année 2021 avec des dépenses estimées à 1 100 Mds \$ cette année, 476 Mds \$ l'année prochaine et 115 Mds \$ en 2023, le reste étant réparti sur les huit années jusqu'en 2031.

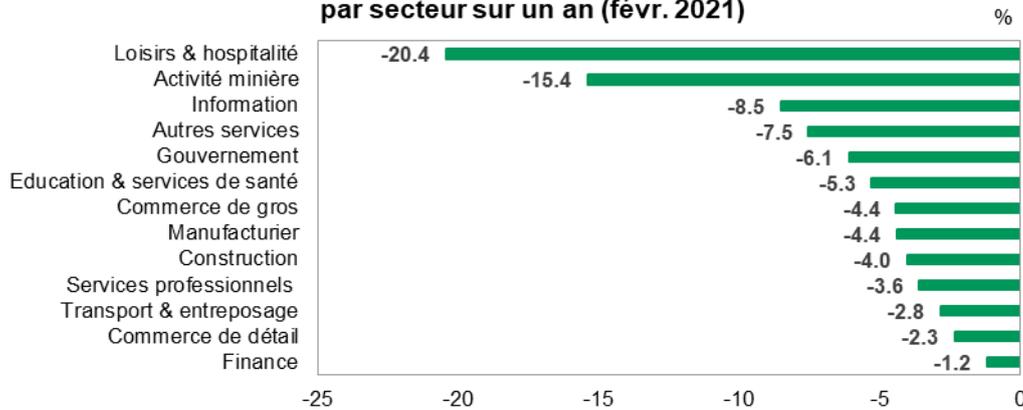
Il s'agit du troisième programme américain de dépenses majeures pour lutter contre les effets de la pandémie, après *The Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act* (CARES Act) de 2 200 Mds \$ de Donald Trump, le plus vaste plan de soutien dans l'histoire du pays, et le plan de décembre de 900 Mds \$. Ainsi, depuis le début de la pandémie, le gouvernement américain a pris des mesures totalisant 5 000 milliards de dollars.

Le vote par le Congrès vient après la publication le 12 mars dernier de chiffres de l'emploi meilleurs que prévu pour le mois de février. Les créations nettes d'emplois dans les secteurs non-agricoles se sont élevées à 379 000, dépassant largement les 200 000 anticipées par le consensus. En dépit des températures glaciales ayant provoqué une baisse

de l'emploi dans la construction, le secteur privé a créé 475 000 emplois nets grâce à un net rebond des embauches dans le secteur des loisirs et de l'hospitalité. Le taux de chômage s'est replié à 6,2% après 6,3%. S'il a fortement diminué depuis le plus haut à 14,8% atteint en avril dernier, le taux de chômage reste bien supérieur à son niveau d'avant-

crise de 3,5% et son recul a été favorisé par une baisse de près de 2 points de pourcentage du taux de participation à 61,4% depuis le début de la crise. L'écart dans l'emploi total non-agricole par rapport à son niveau de pré-crise reste significatif à 9,5 millions, après 9,9 en janvier.

**Etats-Unis : variation de l'emploi par secteur sur un an (févr. 2021)**



Source : BLS, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – Comme son nom l'indique, ce « plan de sauvetage » vise avant tout à subvenir aux besoins à court terme de l'économie, avec un stimulus qui se concentre essentiellement sur l'année en cours et l'année prochaine mais dans une moindre mesure. À ce stade, un « vrai » plan de relance de moyen/long terme semble encore faire défaut. Les entreprises ne sont pas au cœur du programme. Elles reçoivent une aide ciblée et plus limitée que dans les précédents textes budgétaires. Nous ne serions pas surpris si un autre plan, plus orienté vers des dépenses en infrastructure, voyait le jour cette année, mais plus tard.

Le plan de Joe Biden répond avant tout aux priorités du gouvernement démocrate en termes de justice sociale. Les principaux bénéficiaires sont les ménages les plus durement frappés par la crise et les familles à faible revenu. Ces aides financières devraient avoir un impact fort sur la consommation des ménages à court terme, en raison de la propension élevée des ménages les plus pauvres. Elles pourraient aussi favoriser leur désendettement. Indirectement, les mesures devraient soutenir aussi l'emploi à travers les aides aux petites entreprises. Les aides généreuses aux collectivités locales devraient, par ailleurs, leur permettre de ne pas rogner sur les dépenses et de préserver l'emploi public.

Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance pour 2021 et 2022, à 5,1% et 3,8% respectivement. Le PIB récupérerait son niveau d'avant-crise au troisième trimestre de cette année. Cela reflète non seulement le nouveau plan de soutien, mais aussi un impact plus fort à court terme du plan de décembre de 900 Mds \$. En effet, les aides directes aux ménages (sous la forme de chèques de 600 dollars) semblent produire des effets immédiats sur les dépenses de consommation, comme le signale la hausse de 5% des ventes au détail en janvier. Les indicateurs disponibles suggèrent un rythme de croissance au premier trimestre proche de celui du quatrième trimestre, autour de 4% annualisé. La croissance devrait se renforcer au deuxième trimestre, en raison de versements aux ménages, et atteindre un pic au troisième trimestre : les progrès dans la campagne de vaccination devraient alors être jugés suffisants pour permettre une accélération de l'assouplissement des restrictions sociales. Une décélération graduelle de la croissance devrait ensuite avoir lieu en 2022, avec la baisse prévue du stimulus budgétaire.

Les risques autour de la croissance restent orientés à la hausse mais aussi à la baisse. D'une part, l'épargne accumulée pendant la crise pourrait provoquer une hausse plus forte que prévu de la consommation des ménages. Mais, d'autre part, le risque majeur lié à l'apparition de variants susceptibles de compromettre la protection des vaccins demeure.

Le plan de sauvetage de Joe Biden a donné lieu à un débat intense au sein des économistes, entre les opposants (comme Larry Summers, ancien secrétaire du Trésor de Bill Clinton et l'ancien chef-économiste du FMI Olivier Blanchard) et les partisans du plan (tels que Paul Krugman). Pour les premiers, sans précédent dans l'histoire du pays, l'ampleur des stimuli fait craindre une surchauffe et l'apparition de pressions inflationnistes non observées depuis une génération, d'autant plus que le surplus d'épargne accumulé en 2020 constitue un important potentiel de soutien à la consommation. Pour les partisans du plan de Biden, la guerre contre le virus justifie les moyens et, même si la possibilité de surchauffe n'est pas niée,

*le risque d'accélération de l'inflation est relativisé eu égard d'une relation entre taux de chômage et taux d'inflation qui serait inexistante (courbe de Phillips très plate).*

*Malgré les progrès réalisés sur le front de l'emploi, une surchauffe est loin d'être imminente. L'amélioration sur le marché du travail devrait accélérer dans les prochains mois grâce au plan de soutien ; la route vers la normalisation semble néanmoins encore longue. Comme la Réserve fédérale le souligne, le taux de chômage à lui seul n'est pas un indicateur fiable des capacités non-utilisées. La part de l'emploi dans la population totale (57,6%) et le taux de participation (61,4%) sont encore loin d'avoir récupéré leur niveau d'avant-crise (61,1% et 63,3% respectivement en février 2020). La mesure alternative U-6 de sous-emploi (constituée de la somme des chômeurs, de toutes les personnes marginalement rattachées à la population active et des travailleurs à temps partiel pour des raisons économiques) demeure assez élevée à 11,1% en février 2021 contre 7% en février 2020. Un après le début de la crise, la situation de l'emploi reste fortement détériorée.*

## Pays émergents

### Le chiffre de la semaine



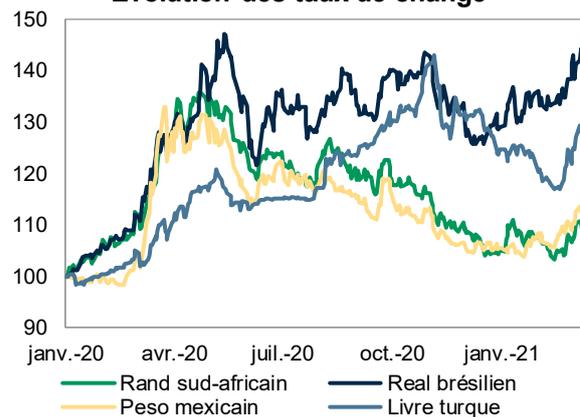
#### La petite musique des *usual suspects*

Au pays des pays émergents, il y a certaines constantes dans le monde Covid. Les évolutions récentes des taux de change en sont un bel exemple. Ainsi, la matérialisation de la crainte inflationniste dans les taux longs américains a poussé les devises des moins développés à la baisse, avant que la publication des chiffres rassurants de l'inflation aux États-Unis ne vienne légèrement inverser la tendance cette semaine – « retour d'appétit » émergent comme on dit sur les marchés. De fait, le spectre d'un scénario à la 2013 – peu justifié par les orientations de politique monétaire américaine – mais aussi plus profondément, la difficulté actuelle à démêler les signaux de reflation/inflation/déflation, ont fragilisé les devises de la plupart des émergents, particulièrement celles des *usual suspects*, Brésil et Turquie en tête, suivis par le Mexique et l'Afrique du Sud. À l'inverse, certaines devises ont profité du cours à la hausse des matières premières – cuivre pour le Chili ou pétrole pour la Colombie et la Russie.

La fragilité des *usual suspects* a été déclenchée par une inquiétude monétaire globale et elle exprime un climat d'incertitude et de volatilité exceptionnel. Mais elle renvoie aussi à des problèmes spécifiques dont le marché n'a pas tort de se méfier. Au Brésil, la liste est longue, depuis la situation épidémique jusqu'à la récente décision de la Cour suprême qui permet à Lula de se présenter aux élections l'année prochaine. Derrière le nouvel accès de faiblesse du real, il y a aussi cette perspective d'une indispensable réforme fiscale bloquée par une polarisation politique accrue – populisme de gauche contre populisme de droite... En Turquie, l'autre champion de la volatilité monétaire et du risque politique, le coup de grisou sur les changes a cassé une tendance qui s'améliorait enfin depuis trois mois, après le changement radical de stratégie de la Banque centrale de novembre. Cela montre à quel point la confiance est fragilisée par un niveau net de réserves structurellement insuffisant, comparé aux besoins de financement du pays, notamment du secteur privé. C'est ce risque de liquidité latent qui est très vite et très régulièrement *pricé* dans le change. Au bas mot, disons qu'il va falloir du temps pour être serein sur la devise turque....

Morale des dernières semaines ? Le rayon des « émergents » existe encore, même si certains pays s'en sont échappés. Pour ceux qui y sont toujours logés, le moindre scénario de surchauffe aux États-Unis se lira dans leurs taux de change, comme c'est le cas depuis, disons, une bonne quarantaine d'années (la crise de la dette des années 80 faisait déjà suite à une hausse des taux américains). L'enchaînement risque de change/risque de liquidité/risque de solvabilité va donc rester sous surveillance étroite des agences de notation dans les mois qui viennent, vieille girouette du risque pays et du risque souverain, avec une attention particulière pour tous les acteurs endettés à court terme en devises, publics ou privés. Tout cela pousse aussi les taux d'inflation à la hausse (cf. article sur le [Mexique](#)) et incite déjà les Banques centrales à la rigueur. Vont donc se profiler un peu partout des arbitrages douloureux, dans une phase conjoncturelle où la priorité devrait être au soutien de la croissance et des plus démunis. La liste des pays qui ont des élections dans les deux ans à venir sera par conséquent un sujet de surveillance, d'autant qu'il n'y a jamais eu de grande crise globale qui ne soit suivie, avec délai, de ruptures politiques dans les pays les plus fragiles.

Evolution des taux de change



Sources : Banques centrales

## Asie

### Chine : ce qu'il faut retenir des « deux sessions »

Nouveau signe de normalisation en Chine : après leur annulation l'an dernier, en plein confinement de Wuhan, les « deux sessions » (les *Lianghui*) qui désignent la réunion de l'Assemblée Nationale du Peuple (ANP) et de la Conférence Consultative Politique du Peuple chinois (CCCPC) se sont tenues à leurs dates habituelles. Seule concession, elles ont duré une semaine, au lieu des onze jours habituels.

#### **Ce qu'il faut retenir : cibles de croissance et objectifs de développement**

Jusqu'au dernier moment, l'incertitude planait sur le dévoilement ou non d'une cible de croissance et de son niveau.

Finalement, c'est un objectif de croissance annuelle du PIB « au-dessus de 6% » qui a été retenu. Une surprise, puisque le consensus la fixe à 8%, et que la moyenne pondérée des prévisions de chaque province était proche de 7%. Mais une surprise pas si surprenante, qui s'inscrit finalement dans la stratégie chinoise de gestion de la crise depuis un an.

Cette flexibilité permet en effet aux autorités chinoises de piloter plus finement la trajectoire de reprise et de contrôler plus finement la dynamique de la dette – notamment des collectivités locales et des entreprises publiques – un sujet de préoccupation majeur. Cette approche est cohérente avec la politique monétaire menée par la PBoC, qui envoie depuis plusieurs mois un message de resserrement des conditions de liquidité attendues pour le second semestre 2021 (hausse des taux).

Elle vise en réalité à redonner un peu plus de « naturel » à l'économie, en adoptant un cadre de financement plus proche de la réalité (c'est-à-dire, en menant des politiques budgétaire et monétaire qui ne soient pas trop pro-cycliques, surtout en phase de reprise, pour éviter une surchauffe qui déformerait trop les courbes). Le déficit budgétaire de l'État central devrait ainsi diminuer, passant de 3,6 à 3,2% du PIB, grâce à la hausse attendue des recettes fiscales. On rappelle également que la dette totale a bondi de près de 25 points de PIB, tirée notamment par les lignes de crédit accordées aux entreprises publiques.

Cette légère dérive des habitudes d'une cible de croissance précise et inscrite dans une trajectoire quinquennale ne remet pas en question la nature très administrée de l'économie chinoise, qui est ressortie dans le reste des présentations.

Deuxième objectif chiffré, celui d'une inflation autour de 3%, une cible plus ambitieuse qu'elle n'y paraît tant le deuxième semestre 2020 a été marqué par une décélération forte des prix, la Chine ayant connu plusieurs mois de déflation (novembre 2020, janvier et février 2021) et l'inflation étant passée sous cette

cible de 3% depuis mai 2020. Bien sûr, l'accélération de la croissance, qu'elle soit de 6 ou 8%, devrait aider. Mais c'est surtout le contenu de cette croissance et la contribution de la consommation des ménages qui fera ou non redémarrer l'inflation.

Ce constat est directement lié à la troisième cible chiffrée présentée lors des deux sessions : l'objectif de création de onze millions d'emplois urbains en 2021 (contre neuf millions en 2020), et d'un maintien du taux de chômage urbain autour de 5,5% (comme en 2020). Cet objectif est directement lié au précédent et à l'enjeu du redémarrage de la consommation.

Il est profondément inscrit dans le contrat social chinois, notamment auprès des jeunes diplômés, enfants uniques des années 90 et 2000, élevés dans la certitude de voir leurs conditions de vie s'améliorer encore plus vite que celles de leurs parents. Si certains ont renoncé à entrer sur le marché du travail cette année en prolongeant leurs études, leur réintégration représente un défi que le gouvernement ne doit pas minimiser. Ce dernier a ainsi clairement annoncé que les dépenses publiques auraient comme but premier le soutien à l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie des populations, même si l'arsenal de politiques publiques chinoises en matière de soutien direct à la population (hors créations d'emplois *via* les entreprises publiques) reste limité.

#### **Ce qu'il faut retenir : évolution du modèle de croissance**

On le rappelle, l'objectif principal du 14<sup>e</sup> plan quinquennal est de faire de la Chine un « *pays socialiste moderne* » d'ici 2035. Là encore, pas de taux de croissance précis annoncé, mais des grands principes rappelés par le Premier ministre, Li Keqiang, comme celui d'« *améliorer la qualité et la rentabilité du développement* », notamment en faisant de la Chine une économie à haut revenus d'ici 2025 (PNB par tête supérieur à 12 535 dollars selon la Banque mondiale).

Deuxième concept majeur du Plan, la stratégie dite de « circulation duale », qui vise à optimiser les échanges extérieurs chinois, et notamment à réduire progressivement leur dépendance vis-à-vis de certains biens considérés comme stratégiques, en particulier dans le domaine des technologies avancées.

Dans le prolongement de la présentation du plan « *China Standards 2035*<sup>1</sup> », les investissements en R&D devraient augmenter de plus de 7% (soit une accélération plus rapide que celle de la croissance), afin d'accompagner de plus en plus d'entreprises vers les premier et deuxième tiers (ceux qui déterminent les standards et les normes et celles qui innovent, tandis que le troisième tiers se contente de fabriquer).

<sup>1</sup> Cf. [Monde – L'actualité de la semaine, 5 mars 2021](#), « *China Standards 2035* », là où la mondialisation rencontre le géopolitique

Les domaines du quantique, de la nano-électronique, des télécommunications ou encore de l'intelligence artificielle sont particulièrement concernés.

C'est peut-être par ce genre de discours et de rapports que la Chine nous montre le plus que son modèle reste celui d'un « capitalisme administré », qui trie les « bonnes » et les « mauvaises » entreprises étrangères, dont l'ouverture aux investissements reste lente et vise toujours à protéger les entreprises nationales en n'introduisant pas de concurrence dans les domaines les plus stratégiques ou les moins avancés (on y retrouverait presque le « protectionnisme éducateur » de List).

Et surtout en encadrant la marche vers le futur, avec des secteurs prioritaires clairement définis et accompagnés, des objectifs chiffrés de dépôts de brevets d'invention « de grande valeur » (de 6,3 à 12 pour 10 000 habitants à horizon 2025, et des laboratoires nationaux invités à mener « la force stratégique et technologique nationale », un vocabulaire typique d'une économie planifiée...

### Ce qu'il faut retenir : positionnement géopolitique

Avant même que le ministre des Affaires étrangères ne prenne la parole, le ton avait été donné avec la parution du budget, qui indiquait une hausse des

dépenses militaires de 6,8%, légèrement supérieure aux 6,6% de 2020.

À écouter, ce dimanche 7 mars, le discours offensif du ministre des Affaires étrangères, Wang Yi, la Chine n'entend faire aucune concession sur Taïwan (dont la Chine continentale prévoit toujours le raccordement par un tunnel sous-marin de près de 140 kilomètres), sur le Xinjiang en accusant les États-Unis de « prendre les droits de l'Homme et la démocratie comme prétextes pour créer des troubles dans le monde », sur l'Inde et ses « provocations unilatérales », sur la mer de Chine du Sud, où la Chine n'a « aucun problème avec ses voisins », mais où « les États-Unis et quelques autres pays occidentaux veulent saboter la paix [...] et déstabiliser la région ».

Et enfin, sur Hong Kong, dont les derniers rêves d'autonomie ont été enterrés avec l'approbation par le Parlement chinois ce jeudi 11 mars d'une nouvelle réforme du système électoral. Cette réforme verrouille le processus de désignation des candidats désormais aux mains du comité électoral, un organe soumis à Pékin, qui avec son droit de veto pourrait décider d'évincer les candidats pro-démocratie lors des prochaines élections législatives, lesquelles devraient de surcroît être de nouveau décalées d'un an.

**☑ Notre opinion** – *Il y aurait encore beaucoup à dire sur le contenu de ces « deux sessions », dont la tenue constitue toujours un temps fort de l'année économique chinoise. Sur les annonces liées à l'environnement (suite au discours du président Xi à l'ONU et à sa promesse d'atteindre la neutralité carbone en 2060), au commerce et à l'investissement (dans le sillage de la signature du RCEP fin 2020 et du développement de la zone franche de Hainan), à la précision de la politique monétaire, etc.)*

*Le plus intéressant est peut-être aussi de voir quels sujets ont volontairement été peu ou pas abordés. Au premier rang de ceux-là figure la Covid-19 et le déploiement de la campagne de vaccination. Si le Premier ministre s'est brièvement félicité des « résultats stratégiques majeurs obtenus dans la lutte contre la Covid-19 », peu a été dit sur la sortie définitive de l'épidémie, qui contraint encore fortement les déplacements de la population. Il faut dire que la Chine ne brille pas par sa rapidité dans ce domaine.*

*Alors que moins de 4% de la population a été vaccinée, il semblerait que la Chine ait fait le choix (hautement stratégique !) de déployer une diplomatie du vaccin en fournissant des doses (gracieusement ou non) à plus de soixante pays. Et si l'objectif officiel est toujours d'avoir vacciné 500 millions de Chinois (soit 40% de la population d'ici juillet, le manque de confiance de la population dans son industrie pharmaceutique, affaiblie par des scandales à répétition (médicaments contrefaits) pourrait compliquer la tâche...*

*Sans vaccin, difficile pourtant d'envisager une réouverture totale de l'économie, notamment au niveau des flux humains. Certes, la Chine, dont la balance touristique est largement déficitaire, a tout intérêt à garder sa population captive pour doper sa consommation et son industrie touristique domestique. Trop de retard dans sa campagne, couplé à une politique de fermeture des frontières toujours très ferme, l'exposerait toutefois à un risque d'isolement. Une situation déjà vécue, qui prouverait une fois de plus que l'histoire n'est qu'un éternel recommencement...*

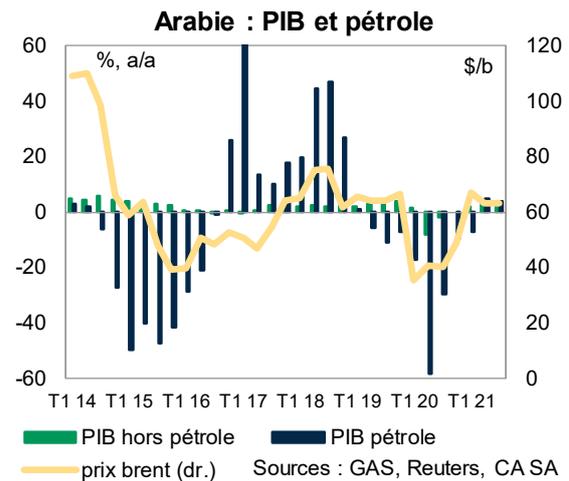
## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Arabie saoudite : sortie de récession poussive, mais attendue au deuxième trimestre

L'économie rentière de l'Arabie saoudite a beaucoup de mal à anticiper les variations de prix du pétrole qui affecte directement son activité. De son côté, le PIB hors pétrole, qui représente pourtant 60% du PIB saoudien, est essentiellement tiré par la consommation des ménages et le BTP et ne sert pas d'amortisseur suffisant pour atténuer les chocs de marché, car il reste encore beaucoup trop corrélé aux activités pétrolières. Entre 2014 et 2021, mais c'est encore plus vrai sur une longue période de quarante ans, la chute du prix du pétrole se transmet automatiquement sur l'activité

Afin de redresser le prix du pétrole qui a stagné à 42 dollars par baril en 2020, la production saoudienne a été volontairement plafonnée début 2021, à moins de 9 millions barils par jour (un million de moins que la production habituelle) dans le cadre d'un accord de l'OPEP+, ce qui a eu pour effet de redresser le prix du baril autour de 60 dollars. Cette décision de retirer environ 10% de sa production du marché, et malgré le redressement des prix du pétrole, va fortement peser sur la croissance du premier trimestre 2021 qui devrait rester en récession de 1,5%. Au deuxième trimestre, la bonne tenue des indicateurs de confiance des entreprises

et le redressement des prix vont permettre à l'économie de sortir de la récession. Une croissance du PIB de plus de 4% est envisageable au deuxième trimestre et une hausse du PIB de 3,2% probable sur l'ensemble de l'année 2021, si le processus de vaccination permet une réouverture de l'ensemble des activités, pour l'instant toujours bridées par des décisions de restriction sanitaires.



**☑ Notre opinion** – *L'autre fragilité de la croissance économique est aussi la pro-cyclicité de la politique budgétaire et fiscale en période de chute des recettes pétrolières. En 2020, la combinaison des confinements dus à la pandémie, de la forte hausse de la TVA de 5% à 15% et de ses conséquences sur l'inflation ont dissuadé les consommateurs et une chute de 6% des dépenses des ménages devrait être constatée.*

### Arabie saoudite : pour se financer, le gouvernement utilise maintenant le PIF qui s'endette

Après Aramco, c'est désormais au tour du Fonds d'investissement souverain PIF (*Public Investment Fund*) de s'endetter sur les marchés pour financer le vaste plan de diversification économique « Vision 2030 » qui a du mal à attirer des investisseurs étrangers.

Selon l'agence de *rating* S&P, le PIF envisage un vaste plan d'investissement domestique équivalent à 10% des dépenses gouvernementales annuelles soit environ 20 milliards de dollars par an. L'objectif de ces investissements est de soutenir la croissance et aussi de donner un coup de fouet à la réalisation du projet de ville nouvelle Néom.

Cette année, le PIF envisage donc d'emprunter 15 milliards de dollars auprès d'un consortium de banques internationales et domestiques, selon Bloomberg.

Le fonds serait capitalisé à hauteur de 400 milliards de dollars, principalement en titres de participation dans des entreprises saoudiennes. Il a reçu des soutiens en devises à hauteur de 70 milliards de dollars au cours des derniers trimestres, provenant de réserves en devises de la Banque centrale et de la société pétrolière nationale Saudi Aramco.

**☑ Notre opinion** – *Les besoins de diversification économique sont importants et prioritaires pour réduire la dépendance au pétrole. Mais, de l'indépendance à l'interdépendance, telle est l'évolution que semblent prendre les différentes entités publiques saoudiennes dont les liens financiers deviennent de plus en plus imbriqués. Un des risques sous-jacent à l'endettement simultané des diverses entités parapubliques dans le but de financer l'État saoudien est celui de l'opacité financière.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Pologne : une résilience globale qui cache de réelles fragilités

Les chiffres de croissance économique, ou plutôt de récession pour l'année 2020, sont sortis la semaine dernière et la Pologne encaisse une baisse annuelle de son PIB de 2,7%. Certes, il s'agit de la première récession économique depuis l'ouverture de ce pays à l'économie de marché, néanmoins cette récession est très maîtrisée en comparaison aux autres pays membres de l'UE – bien que les comparaisons soient limitées en raison des écarts de niveau de développement entre l'Europe centrale et les autres pays membres.

Durant l'année 2020, la Pologne a connu des périodes de confinement et même assez tôt par rapport aux autres pays de la zone. Le deuxième trimestre a donc été très affecté (croissance négative du PIB de 8%) par le coup d'arrêt des activités industrielles, du confinement de la population et des ruptures des chaînes d'approvisionnement.

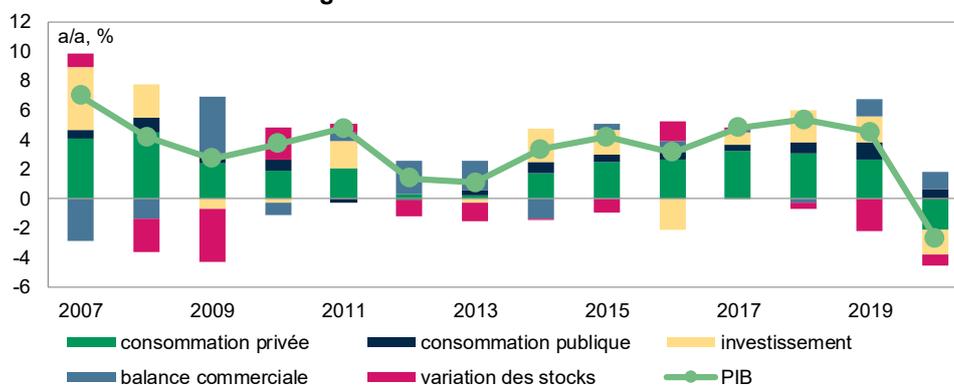
Il est intéressant de revenir en arrière et de regarder comment se sont comportées les variables qui étaient les moteurs de croissance de l'économie polonaise.

Tout d'abord la consommation des ménages, qui tire depuis plusieurs années à la hausse le PIB avec des taux de croissance entre 4% et 5%, a diminué de 3% en 2020. Ce recul (-10%) s'explique surtout par le confinement strict du deuxième trimestre, alors que la consommation des ménages est restée certes faible, mais positive pendant les autres trimestres. Par ailleurs, le taux de chômage est resté assez faible (3,1%) et la Pologne peut désormais afficher le plus faible taux de chômage de l'UE, suivie par la Tchéquie avec 3,2%.

Les exportations, le deuxième moteur de croissance du PIB, ont également suivi la même courbe : une légère baisse globale de 0,6%, avec notamment une chute très significative au deuxième trimestre de 14,4%. Les phases d'assouplissement des restrictions sanitaires enregistrent de petites hausses des exportations. On constate donc pour la Pologne que les points forts de son modèle de croissance ont également été les éléments principaux de la résilience de son économie.

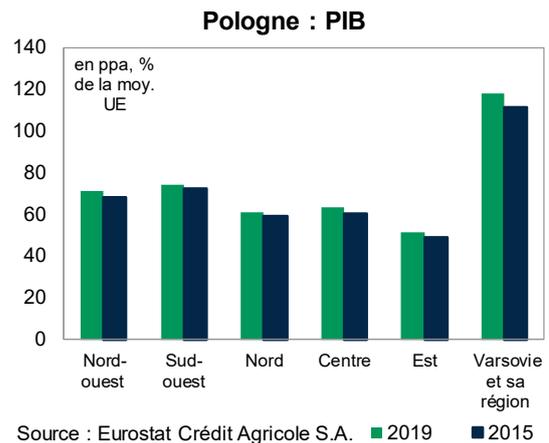
En revanche, les investissements, qui étaient déjà insuffisants pour accompagner la croissance potentielle du pays avant la crise, ont fortement chuté en 2020. Ce rythme baissier a été enregistré tout au long de l'année 2020, y compris au premier trimestre. La plus forte baisse a été enregistrée au deuxième trimestre (-11%) et s'est poursuivie pour atteindre une baisse annuelle de 7,5%. Les investissements englobent le volet immobilier et c'est précisément ce qui atténue cette diminution, qui aurait été bien plus sévère si seulement les investissements dans les actifs productifs étaient pris en compte. Les conséquences à moyen et plus long termes peuvent être assez conséquentes si cette tendance se poursuit. La Pologne est encore en phase de rattrapage de son économie avec les moyenne de l'UE, et la composante investissement demeure vitale pour sa croissance potentielle. Le plan de relance européen lui accorde une grande partie du budget et on pourrait s'attendre à une stimulation des investissements publics et privés. Le chantier de la transformation énergétique est également colossal et nécessite des investissements lourds qui par ailleurs pourraient bénéficier à un plus grand nombre de régions dans une période où les disparités régionales sont assez fortes.

**Pologne : contributions à la croissance**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Si on peut comparer le niveau de vie de Varsovie à celui de Paris en termes de parité de pouvoir d'achat par rapport à la moyenne européenne, (160% et 177% respectivement), rien n'est plus vraiment comparable du point de vue régional. À titre d'exemple, les écarts de richesse par habitant varient du simple au double entre les régions les plus riches et les plus démunies en France métropolitaine. En Pologne, ces écarts non seulement peuvent dépasser le ratio du simple au triple (50% de la moyenne de l'UE pour certaines régions de l'est). Mais plus globalement, en dehors de la région de Varsovie, aucune autre région n'atteint les 80% de la moyenne de l'UE.



**☑ Notre opinion** – Ces disparités régionales notamment en termes de richesse se retrouvent également en termes d'accès aux infrastructures, à l'éducation et à l'emploi. Les disparités générationnelles sont également fortes. À titre d'exemple, alors que la Pologne a le plus faible taux de chômage de l'UE avec ses 3,1%, le taux de chômage des jeunes est quant à lui proche de 15%.

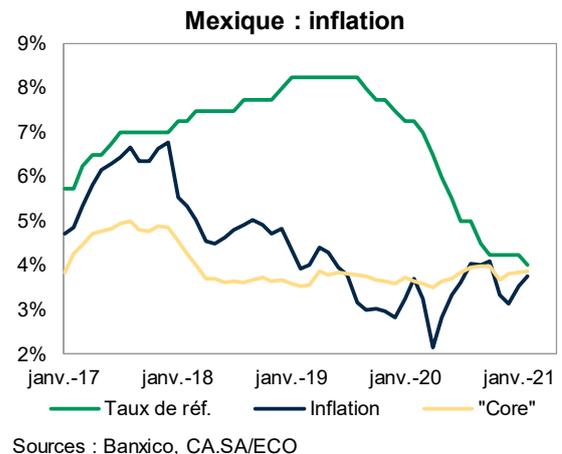
Ce panorama de fragmentation des situations de vie au sein d'un même pays est certes fréquent dans les pays en développement, mais a systématiquement des conséquences politiques fortes et cela se voit très bien dans le clivage politique actuel polonais. Le terreau du parti au pouvoir PiS (Droit et justice) est fait de ces régions « délaissées » et cultive cela encore plus. Depuis son arrivée au pouvoir en 2015 et malgré quelques aides sociales mises en place, il y a très peu de rattrapages régionaux. C'est toujours Varsovie et sa couronne qui enregistrent les plus fortes hausses de niveau de vie (de 150% en 2015 à 160% en 2019).

Tous les espoirs se tournent encore vers l'éventuelle réussite de la transition énergétique et de la façon dont elle pourrait dynamiser le rattrapage et le développement régional pour donner un vrai cap de développement à la Pologne.

## Amérique latine

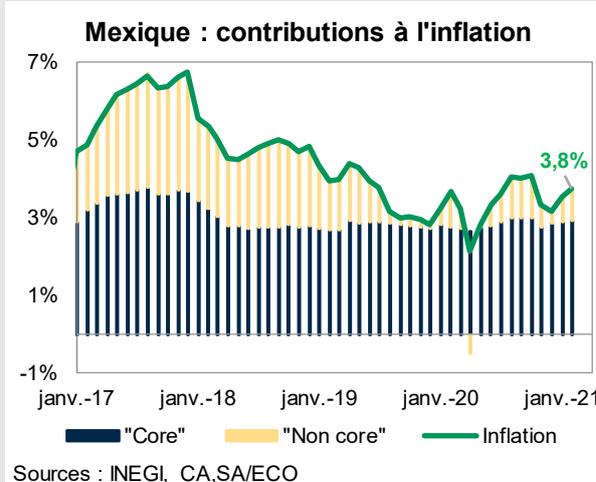
### Mexique : pressions sur les prix de l'énergie (mais pas seulement)

Excédant les attentes, l'inflation a atteint 3,76% (en glissement annuel) en février (contre 3,54% en janvier). L'inflation sous-jacente progresse de près de 3,9%, alors que l'inflation « volatile » s'établit à 3,4%. Les sous-composantes des indices *core* et *non core* font apparaître des progressions des prix des biens et des services de, respectivement, 5,5% et 2,1% alors que les prix des aliments non transformés et ceux de l'énergie augmentent sur un an de, respectivement, 0,7% et 5,5%.



**Notre opinion** – L'inflation se redresse depuis le début de 2021 : le prix de l'énergie est incriminé en tant que principal moteur et, plus généralement, le redressement des prix des matières premières nourrit les inquiétudes de « dérapage ». Il convient cependant d'observer les tendances en considérant les contributions de chacun des grands postes composant l'indice des prix selon leurs poids respectifs<sup>2</sup>.

En 2020, l'évolution de l'inflation totale a été aussi heurtée que celle des restrictions imposées par la pandémie et du profil (et de la vigueur retrouvée) de la croissance chinoise. Au cours de l'année écoulée, si l'inflation totale s'est révélée volatile au gré des fluctuations de l'inflation non core (par définition, volatile), le fait notable est que l'inflation sous-jacente ne s'est pas effondrée. La hausse des prix a décéléré au cours du premier trimestre pour atteindre un point bas en avril 2020 : l'inflation totale (glissement annuel) se situait alors à seulement 2,1%. Néanmoins, si l'inflation non core se repliait de 2% (grâce à la baisse des prix énergétiques de 9,3% compensant l'accélération des prix alimentaires à 8,5%), l'inflation sous-jacente résistait pour encore atteindre 3,5% (les prix des biens et ceux des services affichaient alors des hausses respectives de 4,1% et 2,8%) : 3,5%, un glissement annuel sous lequel l'inflation core n'est jamais descendue durant tout 2020. Ainsi, en 2020, en moyenne, l'inflation totale (3,4%) a été suscitée (à hauteur de plus de 80%) par une hausse de l'inflation sous-jacente de 3,8% elle-même largement expliquée par la hausse des prix des marchandises (4,7%) et non des services (2,7%).

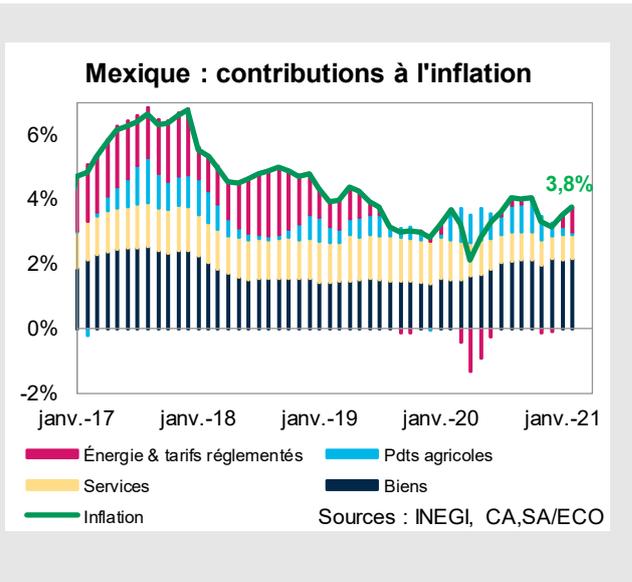


Depuis le début de l'année, alors que les prix alimentaires se sont assagis, les prix énergétiques contribuent positivement à la hausse de l'inflation qui reste cependant principalement motivée par la résistance de l'inflation sous-jacente et, tout particulièrement, celle des marchandises. En février, les inflations core et non core expliquent, respectivement, 78% et 22% de l'inflation totale de 3,8%. Les principaux contributeurs sont les prix des marchandises (58%), de l'énergie (20,5%) puis des services (20%) et, enfin, de l'alimentation (1,5%).

Alors que la sagesse des prix des services reflète bien les pressions exercées sur la demande interne (en fait, c'est le seul poste qui porte les stigmates de la dépression), les marchandises sont poussées à la hausse par la dépréciation du change et d'éventuelles difficultés d'approvisionnement « résiduelles ». Il est difficile d'imaginer que l'inflation sous-jacente, jusqu'ici résistante, se replie à très brève échéance et les pressions sur les prix de l'énergie vont continuer à se redresser : en vertu, ne serait-ce que de l'effet de base, ils pourraient culminer au début du deuxième trimestre (le prix du Brent est aujourd'hui de 67 dollars par baril à rapprocher de 34 dollars par baril il y a un an, mais surtout de moyennes mensuelles de 18,5 dollars en avril, puis 29 dollars en mai).

<sup>2</sup> Les prix « core » et « non core » entrent à hauteur de, respectivement, 75,6% et 24,4% dans l'indice des prix. Les prix « core » sont composés de biens (39,2%) et des services (36,4%). Les prix « non core » intègrent les prix alimentaires (10,2%) et ceux de l'énergie et des tarifs réglementés (14,2% dont près de 10% pour le poste énergie seul).

Même si un effet de base favorable contribue à atténuer la hausse de l'inflation sous-jacente aux deuxième et troisième trimestres (les prix des marchandises avaient souffert de pressions liées à la pandémie au cours cette même période en 2020), les tensions sur les prix énergétiques prendront le relais et s'y ajouteront celles exercées par la dépréciation du peso dans le sillage de la remontée des taux d'intérêt américains. La Banque centrale (dont la cible d'inflation est de 3% +/- 1%) ne peut « s'offrir le luxe » de cibler l'inflation en moyenne et de tolérer que son objectif soit dépassé, quand bien même le dépassement ne serait que temporaire. Sans qu'un resserrement drastique s'impose, l'assouplissement monétaire est parvenu à son terme et milite en faveur d'un taux d'intervention sur un « long plateau » de 4% sous réserve d'une non accélération de la hausse du prix du pétrole.



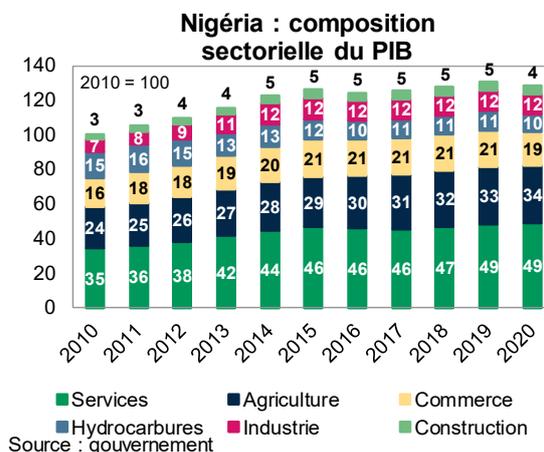
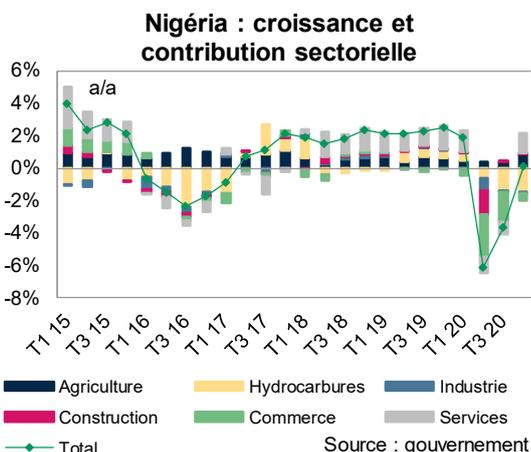
### Afrique sub-saharienne

#### Nigéria & Afrique du Sud : ce que révèle le quatrième trimestre sur la reprise

Au **Nigéria**, la publication des chiffres du quatrième trimestre a apporté de relativement bonnes nouvelles : l'économie est sortie de la récession après seulement deux trimestres et la croissance annuelle s'établit à -1,92%, soit significativement mieux que les dernières prévisions du FMI (-3,2%). Dans le détail, après avoir largement contribué à faire chuter l'activité économique aux deuxième et troisième trimestres, les services (hors activités commerciales) ont tiré le Nigéria hors de la récession en contribuant à la croissance trimestrielle (+0,11% sur un an) à hauteur de 1,2 point de croissance. À l'inverse, l'industrie, que ce soit le secteur des hydrocarbures (-19,8% sur un an) ou le secteur manufacturier (-1,5% sur un an), de même que le secteur commercial sont toujours à la peine au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, les secteurs ayant eu les contributions négatives les plus importantes sont le commerce (-1,36 point), les hydrocarbures (-0,78 point) et l'immobilier. Les secteurs vecteurs de résilience sont le secteur des

télécoms et media (+1,64 point de croissance) et le secteur agricole (+0,55 point de croissance).

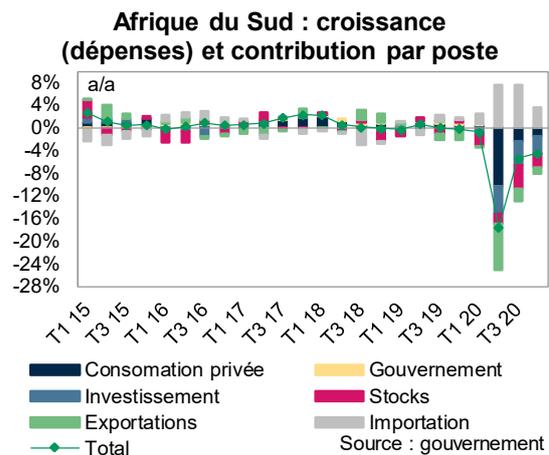
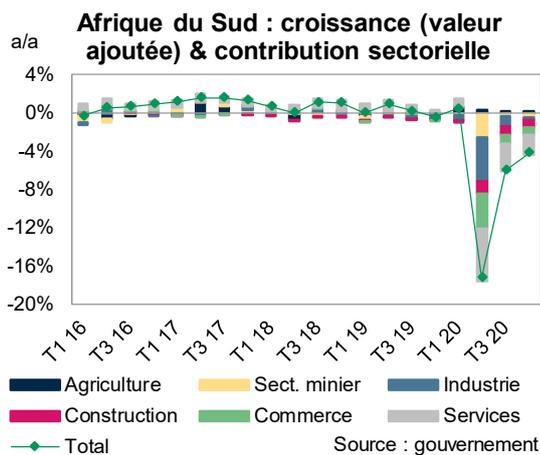
Les chiffres de 2020 permettent également de contempler la décennie passée pendant laquelle la population nigériane a augmenté de 30%. En comptant l'impact de 2020, la croissance du PIB sur la période (+28%) n'aura pas permis d'accroître la richesse par habitant. Si l'économie s'est certes diversifiée grâce à une forte croissance du secteur agricole (+41%) et des services (+40%), la diversification est, sur le papier, également le résultat de la décrépitude du secteur des hydrocarbures (-32%) qui ne représente plus que 8% de l'économie nigériane en 2020, contre 15% en 2010. Au-delà des aléas sur le cours du pétrole, cela s'explique principalement par le vieillissement des infrastructures pétrolières en raison d'un cadre fiscal, réglementaire et sécuritaire insuffisant pour permettre de nouveaux investissements. Sur la décennie, ce secteur a soustrait 5 points de croissance à l'économie nigériane.



En **Afrique du Sud**, le quatrième trimestre est plus ambivalent : la contraction de 4,1% de l'activité par rapport au quatrième trimestre 2019 porte la croissance annuelle à 7,0%, soit légèrement mieux que ce qui était attendu. Néanmoins, cette contraction n'en est pas moins historique. Par ailleurs, à l'aune d'une nouvelle dégradation de la situation sanitaire, la fin d'année est venue infléchir la reprise en V débutée au troisième trimestre. Cette reprise épidémique a justifié de nouvelles mesures de confinement en fin d'année, empêchant le redressement de l'activité dans les services (-5,2% sur un an pour la vente au détail et -3,2% pour les autres services). Contrairement au Nigéria, le secteur agricole sud-

africain est trop restreint pour jouer un rôle de stabilisateur.

Côté dépenses, l'investissement continu d'être largement en deçà de son niveau d'avant crise (-16,7% au T4 en variation annuelle et -17,5% sur l'année). Dans le même temps, la contraction des importations a fortement ralenti au quatrième trimestre, sans pour autant que les exportations retrouvent la croissance. La contribution de la balance commerciale a donc chuté à 2,4 points de croissance au quatrième trimestre, contre 5,2 points au trimestre précédent (2,1 points sur l'année).



**☑ Notre opinion** – La reprise en V au Nigéria est aujourd'hui mise en danger par l'inflation galopante à laquelle le pays fait face. La politique accommodante de la Banque centrale nigériane privilégie pour le moment la croissance au contrôle des prix. Les facteurs de l'inflation étant structurels (insécurité, faiblesse des infrastructures et de la productivité agricole), pour lutter contre l'inflation le gouvernement compte sur des mesures telles que la réouverture des frontières terrestres en janvier ou l'annonce faite fin février de la baisse des droits de douane sur certains véhicules dans le but de réduire les coûts de transport pour la nourriture. Par ailleurs, la remontée des prix du pétrole, malgré les contraintes sur les volumes, pourrait aider la Banque centrale à maintenir un taux de change stable en 2021.

En Afrique du Sud, le retour des mesures sanitaires au niveau 1 après deux mois passés au niveau 3 font espérer un redressement de la consommation des ménages et de l'activité dans les services au premier trimestre 2021. Néanmoins, l'hiver austral approchant et avec une campagne vaccinale encore à ses débuts, le risque sanitaire continue de peser sur l'économie sud-africaine, notamment sur le secteur du tourisme. L'importante baisse de confiance des entreprises enregistrée au premier trimestre 2021 et la décélération de la reprise au quatrième trimestre pointent dans l'ensemble vers une reprise molle au premier semestre 2021.

## Géo-économie

### 👉 D'Obama à Biden : revoilà donc le « pivot vers l'Asie » ?

#### Le contexte : une stratégie américaine de long terme à réaffirmer

Le « pivot vers l'Asie », est la stratégie géopolitique de long terme lancée par le président Obama de **déplacement du centre de gravité des enjeux stratégiques américains du Moyen-Orient vers l'Asie-Pacifique**. Le président Trump s'est placé dans la continuité de cette vision, tout en changeant radicalement les méthodes utilisées, à grands coups de tarifs douaniers en Chine et de retraits militaires hâtifs en Syrie. Si J. Biden a repris une partie de la rhétorique agressive de son prédécesseur, il avait annoncé vouloir se démarquer en faisant appel aux alliés des États-Unis dans la zone que D. Trump s'était plutôt aliéné. Ainsi, J. Biden a beaucoup insisté sur la nécessité « **d'alliances stratégiques** ». C'est dans ce domaine que les développements de ces derniers jours ont été importants.

#### L'enjeu : reconstituer le réseau d'alliances diplomatiques et faire évoluer la stratégie militaire de protection de la zone

Un accord de partage des frais militaires avec la Corée du Sud a été annoncé le 8 mars, point de contentieux central durant la présidence Trump. Le 12 mars, le sommet du « Quad » (Australie, Inde, Japon, États-Unis), que l'administration Biden espère transformer en « Otan asiatique » doit se tenir. En début de semaine suivante, les ministres des Affaires étrangères et de la Défense américains et japonais doivent se rencontrer pour un sommet « 2+2 » : la Chine est à l'ordre du jour.

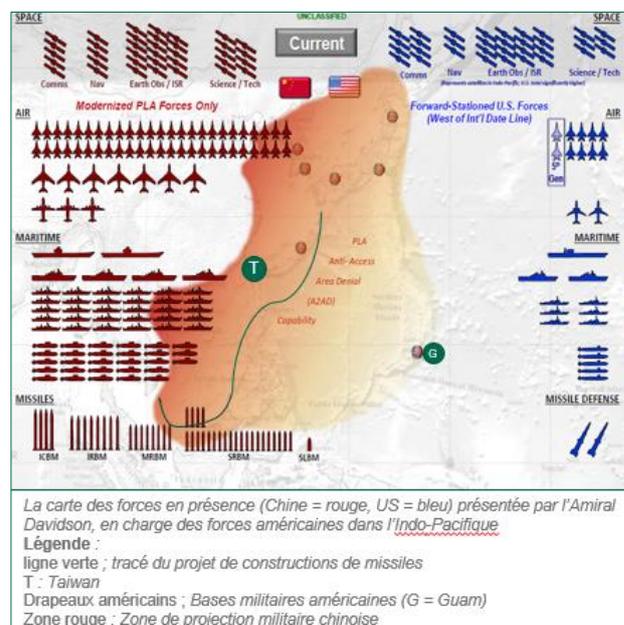
Dans le même temps, le quotidien britannique *Financial Times* révèle qu'une réunion du ministre des Affaires étrangères et de l'attaché à la Défense de la Maison Blanche est prévue à très court terme avec la Chine, après la réunion avec les alliés du « Quad ». C'est donc une **offensive diplomatique tous azimuts** qu'ont lancés les Américains, en prenant le soin **d'engager leurs alliés avant d'aller confronter leur rival Chinois**. Mais il s'agit aussi de rétablir les canaux de communication avec Pékin.

Des signaux de rapprochements spontanés inter-alliés sont enfin également apparus, notamment en provenance de Tokyo. Le Japon se serait ainsi entendu le 9 mars avec New Delhi pour insister sur le maintien d'une « zone Indo-Pacifique libre et ouverte » un code pour désigner l'opposition à la domination chinoise des voies maritimes stratégiques. Le pays aurait également proposé à Taipei un sommet « 2+2 » sur le modèle du sommet États-

Unis-Japon. **La stratégie d'un réseau d'alliés unis par leur désir de contenir la présence chinoise dans la région semble donc prendre forme.**

Mais l'offensive américaine n'est pas que diplomatique, elle est également militaire. Le 9 mars, devant le comité des armées du Sénat (« *Senate Armed Services Committee* ») l'amiral Davidson, commandant en chef des armées américaines de la zone Indo-Pacifique, a fait plusieurs annonces. L'une d'entre elles est alarmante ; il prévoit une **tentative d'invasion de Taïwan par la Chine « dans la décennie, en fait, d'ici six ans »**. Et d'ajouter que les États-Unis, à l'heure actuelle, ne sont militairement pas capables de faire face à cette éventualité, même s'ils le souhaitent, constat qui avait été déjà fait par les stratèges américains. L'amiral fait par ailleurs écho à l'ex-attaché à la Défense de la Maison Blanche, H.R. McMaster, qui trouve « probable » une attaque du territoire à partir de 2022.

L'amiral Davidson présente donc un plan ambitieux ; **une augmentation de 36% sur six ans des investissements militaires dans la région**, la construction d'une ligne de missiles terrestres dans les îles situées en mer de Chine et le renforcement des défenses de la base de Guam, dans les Philippines, nœud central historique de la présence américaine dans la région. Le message est clair ; **les États-Unis veulent se donner les moyens militaires de faire face à la montée de la puissance chinoise en Asie de l'Est.**



Source : CDRUS INDOPACOM

### Les perspectives : une stratégie de pivot vers l'Asie qui se prolonge ou un engagement aux quatre coins du globe ?

Une partie de la stratégie du « pivot » est le désengagement des États-Unis de ses théâtres traditionnels du Moyen-Orient et d'Asie centrale. C'est peut-être sous cet angle qu'il faut lire la lettre<sup>3</sup> envoyée par M. Blinken au Premier ministre afghan, Ashraf Ghani, la semaine dernière. Il y demande une avancée forte des négociations avec les Talibans, qui piétinent depuis plusieurs années, et y termine avec une menace à peine voilée, qui indique que l'administration Biden « continuait de considérer » un retrait total des troupes américaines en Afghanistan à partir du 1<sup>er</sup> mai.

### L'OMC cherche à se réinventer

L'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) a été fondée comme un immense accord commercial, comprenant aujourd'hui 165 pays, et continue à servir un seul objectif : la promotion du libre-échange équitable à l'échelle mondiale. Dans le contexte actuel de défiance croissante des populations vis-à-vis du libéralisme, **l'OMC traverse donc une crise profonde**, aggravée par les dissensions qui déchirent ses membres. L'institution est ainsi totalement bloquée ; au point que le service chargé de résoudre les disputes en appel entre les membres (« *Appellate Body* ») a été paralysé *de facto* par l'administration Trump, qui se refusait à nommer de nouveaux juges après le départ des précédents. La nouvelle directrice-générale de l'OMC depuis le 1<sup>er</sup> mars, ex-n<sup>o</sup>2 de la Banque mondiale et ex-ministre des Finances du Nigéria, madame Ngozi Okonjo-Iweala, compte faire sortir l'OMC de sa crise « par le haut » en donnant une nouvelle dimension à l'institution<sup>4</sup>.

Elle voudrait **redynamiser l'OMC en accélérant la signature d'accords commerciaux**, comme un accord concernant la réglementation de la pêche dans le Pacifique, en négociation depuis plus de vingt ans. Dans son programme également, le **réchauffement climatique et le e-commerce, avec la question de la protection des données**. Pour Mme Okonjo-Iweala, il s'agit donc de moderniser et étendre les activités de son organisation pour en faire un acteur important de la coordination internationale au XXI<sup>e</sup> siècle.

À mentionner également, **la question de la circulation des vaccins anti Covid-19, et surtout de leur brevet de production**. En octobre, l'Inde et l'Afrique du Sud s'étaient tournés vers l'organisation

Investissement en Asie, désinvestissement en Afghanistan, à l'image de vases communicants ? À voir. Il reste de nombreux enjeux pressants pour les États-Unis dans beaucoup d'autres zones du monde. Pour l'instant, **voici donc ce à quoi ressemble la diplomatie Biden : mobilisation en même temps des forces militaires, diplomatiques et économiques américaines contre le rival chinois**. Reste à savoir quelle sera la réponse des Chinois, mais aussi la perception de tout cela dans le monde entier – acteurs publics et privés inclus – pour déterminer si, *at the end of the day*, la stratégie de « Biden & Blinken » sera créatrice de stabilité ou non.

pour demander une levée temporaire des règles de propriétés intellectuelles sur tous les traitements pouvant « contrer, prévenir, et soigner » la maladie liée au virus. À la réunion annuelle concernant les enjeux liés à la propriété intellectuelle (« TRIPS » en anglais), tenue les 8 et 9 mars, ce sont 57 pays, surtout en voie de développement, qui ont soutenu la proposition, à laquelle se sont opposés les pays développés, soucieux de voir le travail de leurs laboratoires de recherche rendu accessible à moindre frais. Mme Okonjo-Iweala essaie donc depuis **d'arbitrer une « troisième voie » consensuelle**. Au même moment, la nouvelle du blocage de l'exportation de vaccins Astra-Zeneca par l'Italie, et le soutien affiché par la présidente de la Commission Européenne, U. von der Leyen<sup>5</sup>, a suscité une contestation de la part de la nouvelle directrice, dénonçant ce qu'elle appelle du nationalisme vaccinal.

Si les propositions de Mme Okonjo-Iweala restent à concrétiser, ces tentatives signalent son intention que l'OMC dépasse sa mission de simple soutien du commerce international, pour transformer l'institution en forum mondial du multilatéralisme, moderne, actif et impactant. Cela sera loin d'être aisé. L'articulation de la gouvernance chinoise avec les principes de l'OMC reste majeur<sup>6</sup>. De même, si les États-Unis et l'Europe s'accordent à présent sur le souhait d'une rénovation de l'institution, ils ne s'entendent pas sur la direction à adopter<sup>7</sup>. Ainsi, selon Pascal Lamy, ancien directeur-général de l'OMC, commentant la nomination de N. Okonjo-Iweala : « **Je pense que c'est un bon choix. La clé de son succès sera sa capacité à opérer au centre du triangle États-Unis/Chine/Europe** ».

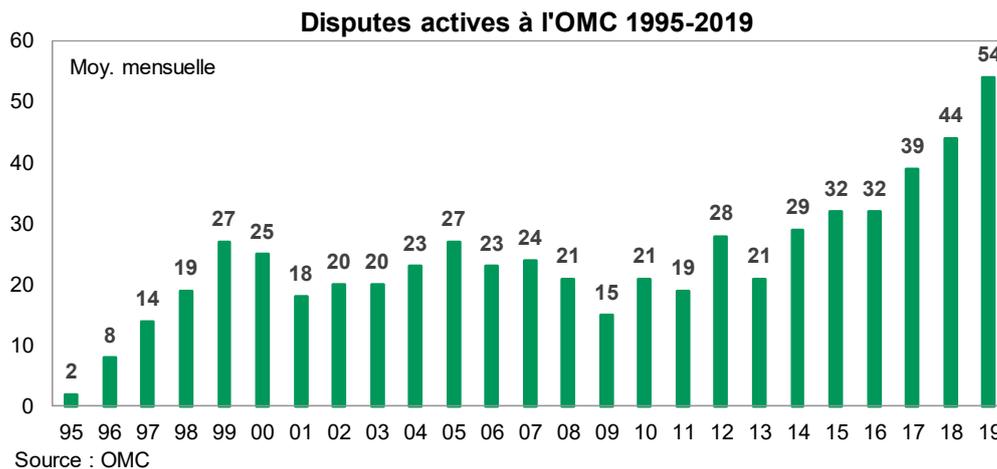
<sup>3</sup> [“Secretary of state Blinken proposes steps to boost Afghanistan peace talks”, The Guardian, 7 mars 2021](#)

<sup>4</sup> [“Ngozi Okonjo-Iweala: WTO members must intensify co-operation”, Financial Times, 2 mars 2021](#)

<sup>5</sup> [“EU could block more vaccine exports, von der Leyen warns”, www.dw.com, 8 mars 2021](#)

<sup>6</sup> [“Managing the China Trade Challenge : Confronting the Limits of the WTO” Mark Wu, 2020, working Paper for the Penn Project on the Future of Sino-US Relations](#)

<sup>7</sup> *Ibidem*



**News géo-économiques**

**L'Europe continue sa stratégie d'engagement du voisin russe**

– Deux nouvelles cette semaine apportent de l'eau aux rapports de l'Europe et de la Russie. Premièrement, le 9 mars, le *Financial Times* a révélé un document rédigé par l'Allemagne pour préparer la réunion des États-membres de l'Union concernant l'attitude à adopter avec le voisin russe. Dans ce document<sup>8</sup>, Berlin préconise davantage de coopération sur certains sujets, notamment la lutte contre le réchauffement climatique. S'il évoque le fait que Moscou aurait « violé le droit international » et « tenté de diviser les Européens », il lui reconnaît un rôle indispensable dans la géopolitique européenne, ainsi que le « besoin vital » de relations stables entre les deux voisins. Ce type de document a en général vocation à communiquer la position d'un État-membre aux autres pays de l'Union, sans pour autant l'engager officiellement. De telles positions

sont donc sujettes à modifications après négociations.

Deuxièmement, le 10 mars, Kirill Dmitriev, directeur du fonds souverain russe RDIF a affirmé<sup>9</sup> que le pays aurait conclu un accord avec plusieurs pays d'Europe pour commencer la production de vaccins Sputnik V dans leurs pays : Italie, France, Allemagne entre autres. Si l'Italie a confirmé l'annonce, en France, Bercy l'a démentie<sup>10</sup>. Il est difficile de faire la part entre une véritable stratégie d'engagement basée sur une coopération vaccinale et un certain désespoir de pays d'Europe dévastés par la crise sanitaire et voyant leurs campagnes de vaccination trébucher, notamment par manque de vaccins. La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a ainsi déclaré que le laboratoire Astra-Zeneca n'avait livré que 10% des doses promises dans la période décembre-mars.

<sup>8</sup> ["EU could block more vaccine exports, von der Leyen warns"](http://www.dw.com), www.dw.com, 8 mars 2021

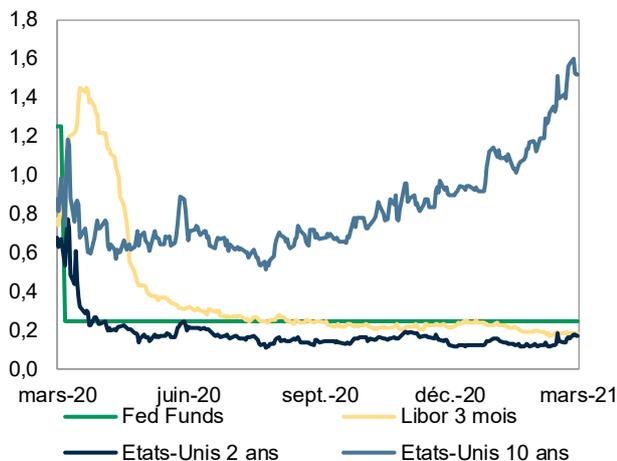
<sup>9</sup> ["Russia's Sputnik V could be made in European Union after reported deals"](http://www.reuters.com), www.reuters.com, 9 mars 2021

<sup>10</sup> ["Malgré le forçage de la Russie, la France ne produira pas le Spoutnik V"](http://Challenges), Challenges, 10 mars 2021

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

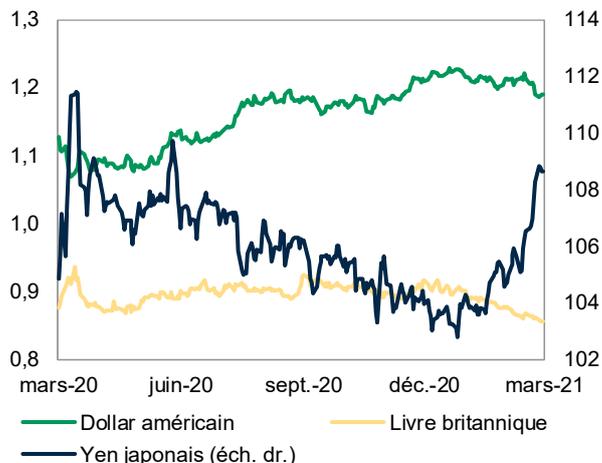
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

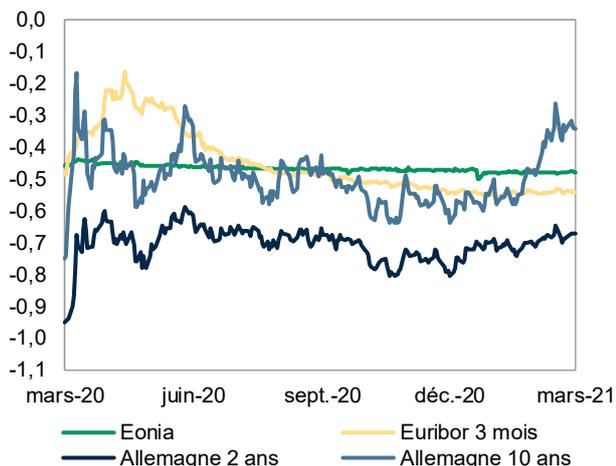
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

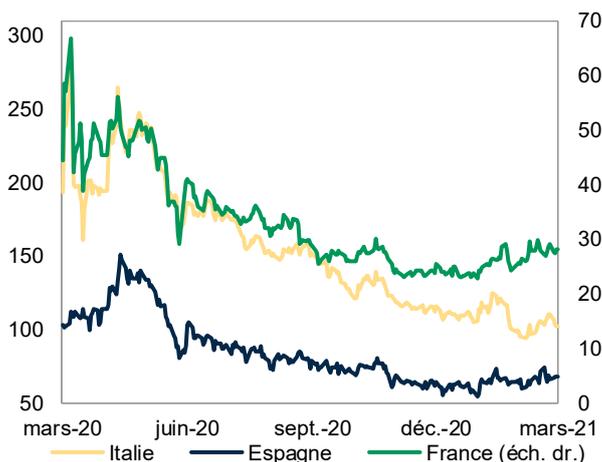
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

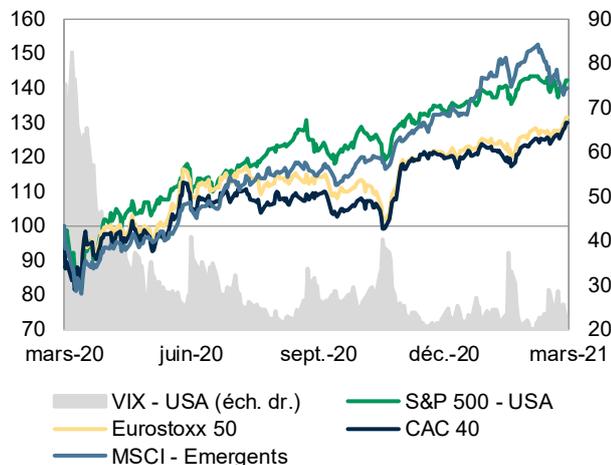
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

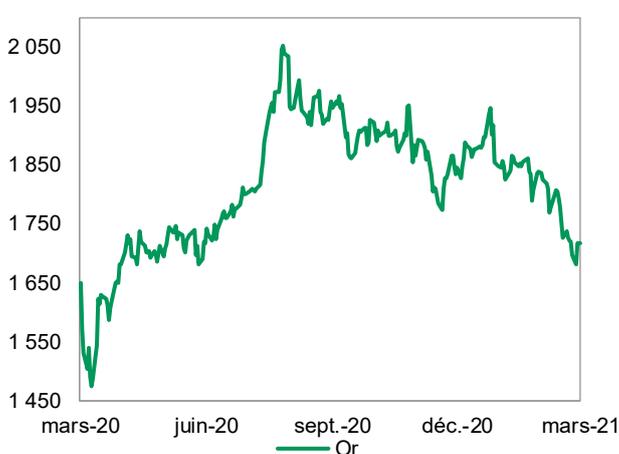
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

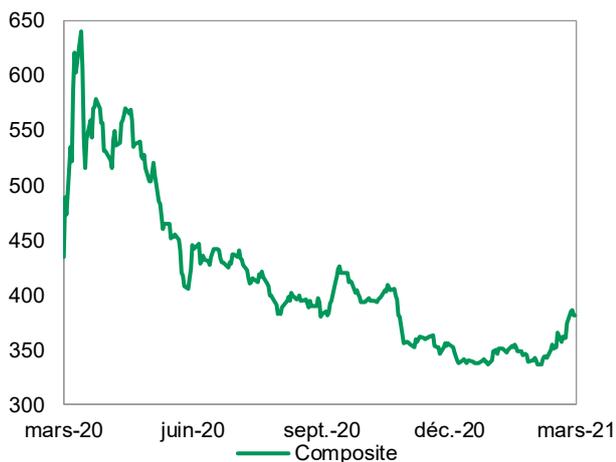
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

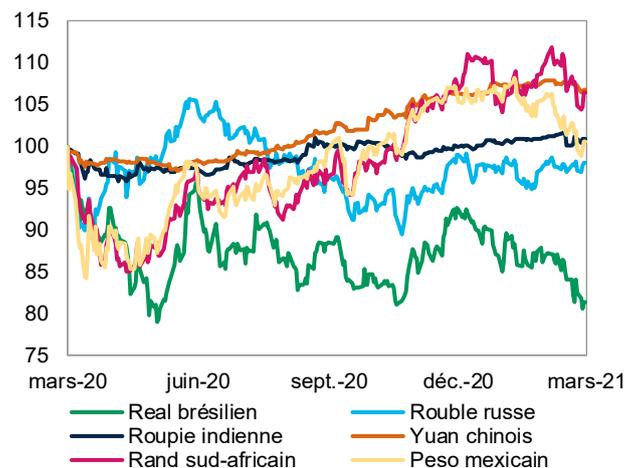
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

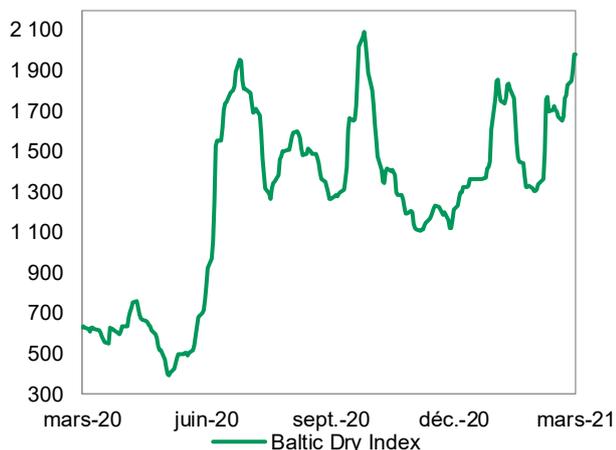
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

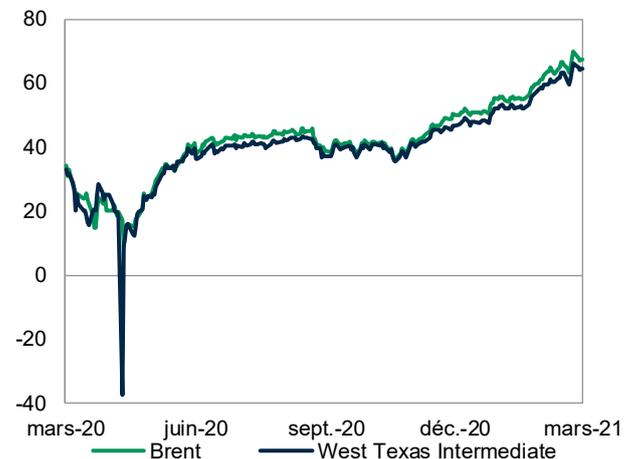
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

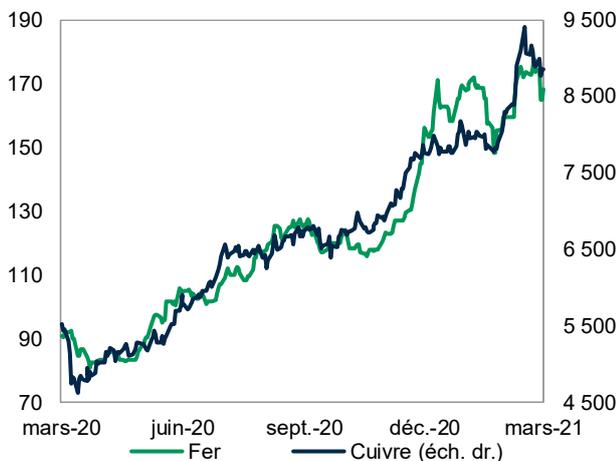
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

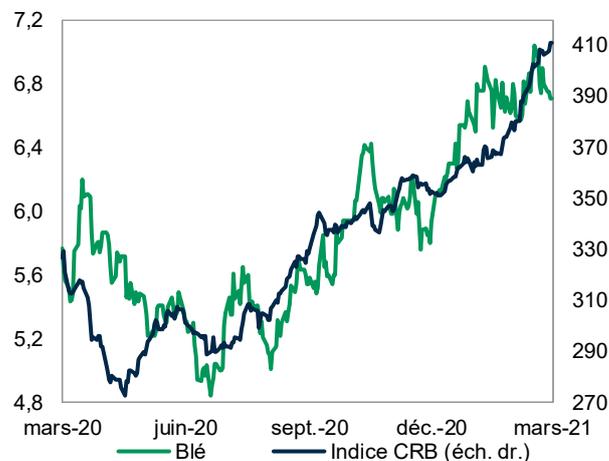
USD/tonne métrique



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
12/03/2021	<u>France – Crise de la Covid-19 et marché du travail : premiers enseignements et incertitudes futures</u>	France
12/03/2021	<u>Italie – Conjoncture flash : Détail des comptes nationaux au T4 2021</u>	Italie
11/03/2021	<u>Brésil – Un vrai V (qui ne préjuge pas de la reprise à venir)</u>	Emergents
10/03/2021	<u>Zone euro – Conjoncture flash : la demande intérieure freine la croissance du PIB au T4 2020</u>	UE
10/03/2021	<u>Géopolitique – "China Standards 2035", là où la mondialisation rencontre la géopolitique</u>	Emergents
10/03/2021	<u>Plan de relance européen : opportunités, contraintes et risques</u>	UE
09/03/2021	<u>Royaume-Uni – Budget 2021, des ruptures dans la tradition des Tories</u>	Royaume-Uni
08/03/2021	<u>Zone euro – Le pari du déficit : un risque à prendre jusqu'en 2022 pour la Commission européenne</u>	UE
05/03/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

### 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 BENADJAOU, 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)

**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.*