

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/098 – 26 mars 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un peu de calme</i>	2
☞ <i>Vaccination dans l'UE : « Yes, we can » ou tour de Babel ?</i>	3
☞ <i>France : amélioration du climat des affaires... jusqu'au retour du confinement</i>	5
☞ <i>France : déficit et dette publique records en 2020</i>	5
☞ <i>Zone euro : le secteur privé renoue avec la croissance en mars</i>	6
☞ <i>Allemagne : les restrictions sont de retour après tout juste deux semaines de détente</i>	7
☞ <i>Allemagne : la corne d'abondance budgétaire</i>	7
☞ <i>Italie: un marché du travail gelé en 2020</i>	8
☞ <i>Espagne : la Banque d'Espagne revoit ses prévisions à la baisse</i>	10
☞ <i>L'exacerbation de la déflation dans le vestimentaire a fortement pesé sur l'inflation en février</i>	12
☞ <i>Après la forte baisse de janvier, les ventes au détail entament une reprise timide</i>	13
☞ <i>Tous les dragons asiatiques n'ont pas dit leur dernier mot</i>	14
☞ <i>Moyen-Orient - Afrique du Nord : la saison touristique 2021 apparaît comme très compromise</i>	15
☞ <i>Arabie saoudite : chute des résultats et hausse de l'endettement pour Aramco</i>	16
☞ <i>Turquie : Pierre et le Loup</i>	16
☞ <i>Brésil : trouver une (ne serait-ce qu'une) raison d'espérer</i>	19
☞ <i>Cameroun : les risques politiques pèsent sur la reprise</i>	20
☞ <i>News géo-économiques</i>	22

 Un peu de calme

Que retenir de très saillant cette semaine sur les marchés ? *A priori*, pas grand-chose. Pas de grands mouvements mais un effrètement des taux longs américains et allemands à 10 ans d'environ 10 points de base les ramenant à, respectivement, 1,63% et -0,42%. Qu'extraire de vraiment notable au sein des statistiques économiques et interventions officielles ? Rien d'absolument décisif, notamment pas aux yeux des marchés puisque ceux-ci se sont révélés assez calmes. Où donc aller chercher une explication vraisemblable à leur accalmie ? Certainement dans les données sanitaires qui invitent à tempérer les enthousiasmes de reprise « débridée ».

Aux États-Unis, les nouvelles demandes d'allocations chômage hebdomadaires ont reculé et atteignent leur niveau le plus faible depuis le début de la pandémie : cela confirme le mouvement déjà bien amorcé, mais loin d'être achevé, d'amélioration du marché du travail. Le déflateur PCE, jauge d'inflation préférée de la Fed, augmente en février de 0,1% portant la variation sur un an à 1,4%, restant bien en deçà de l'objectif de 2% de la Fed : cela confirme que l'accélération de l'inflation est à venir. Une accélération sensible mais temporaire avec un indice PCE supérieur à 2% au deuxième trimestre, en raison des effets de base liés au prix de l'énergie, et un dépassement de la cible d'inflation ne devrait en rien modifier l'orientation de la politique monétaire américaine.

En zone euro, le PMI composite s'est significativement redressé en mars (de 48,8 à 52,5 points). Au-dessus de la barre de 50 points, il signale, pour la première fois depuis septembre, une expansion de l'activité qui enregistre sa plus forte croissance depuis juillet 2020 : cela confirme que l'activité a bien rebondi (elle atteint un nouveau sommet depuis son premier sursaut de l'été dernier) et que les récentes mesures de restriction sont moins « handicapantes » qu'elles ne l'étaient lors des précédentes vagues puisque moins sévères.

Auditionnés au Congrès, le président de la Fed, J. Powell, et la secrétaire au Trésor, J. Yellen, ont développé des discours dont les éléments clés sont désormais bien connus : risques liés à la situation sanitaire mais confiance quant à la consolidation de la reprise à la fois de la croissance et de l'emploi, pressions inflationnistes susceptibles de n'être que temporaires. J. Powell a de nouveau précisé, sans surprise, que la reprise était loin d'être complète et que la Fed continuerait à « fournir à l'économie le soutien dont elle a besoin aussi longtemps qu'il le faudra ».

Ces « confirmations » ou « non-événements », quoique globalement favorables, ont finalement peu pesé face aux inquiétudes issues des nouvelles sur le front de la pandémie : révision à la baisse de l'efficacité du vaccin AstraZeneca aux États-Unis, mesures de restrictions à la mobilité dans plusieurs pays européens, retard dans la vaccination en Europe également. Ce qui ne nous empêche néanmoins pas d'oser un « *Yes we can* » qui peut sembler volontariste mais reste crédible (cf. édito).

Editorial

Vaccination dans l'UE : « Yes, we can » ou tour de Babel ?

Après une vague d'optimisme créée par le « nouveau consensus de Bruxelles » autour du plan de relance NGEU, du vote du Cadre financier pluriannuel et de l'imposition de la conditionnalité au respect de la règle de droit en fin 2020, la confiance dans la capacité de rebond du continent européen s'est érodée en début 2021 avec la débâcle sur la campagne de vaccination.

La stratégie adoptée par l'Union européenne (UE) pour l'approvisionnement en vaccins a progressivement évolué avec l'abandon du principe du chacun pour soi, qui avait caractérisé les premières semaines de la pandémie, au profit d'un esprit de coopération plus fort. C'était une tentative certes louable mais hasardeuse, puisqu'elle intervenait dans un domaine où l'UE ne disposait pas d'une compétence déléguée. Les capitales européennes ont donc chargé la Commission européenne d'acheter des vaccins et de soutenir un effort coordonné pour les distribuer. Une stratégie commune permet de mettre en commun les investissements pour réaliser des économies d'échelle mais aussi de partager les risques et, enfin, de mieux couvrir les pertes des paris sur un développement raté.

Le prix avant l'urgence : la méthode technocratique

La Commission a financé et s'est assurée la production (selon le principe « pas de coût, pas de profit ») d'une quantité suffisante de vaccins dans l'Union, en concluant des accords, des contrats d'achat anticipé, avec des fabricants au nom des États membres de l'UE pour faire en sorte que tous les États aient un accès abordable aux vaccins contre la Covid-19 en temps utile. Le montant dépensé est financé par les 2,7 milliards d'euros de l'instrument de soutien d'urgence.

La Commission a d'abord proposé aux pays la solution la plus équitable pour l'attribution des doses de vaccins : se fonder sur un prorata de la population de chaque État membre. Mais les États ont décidé de s'écarter de cette proposition en prévoyant une flexibilité qui permet de convenir d'une distribution des doses tenant compte de la situation épidémiologique et des besoins de vaccination de chaque pays. Ce choix se justifiait également par une série de différences : différences entre les prix des vaccins (entre 5 et 10 fois supérieurs pour les vaccins à ARNm par rapport celui d'AstraZeneca), entre leurs conditions de stockage et entre les chances présumées des producteurs d'aboutir à un vaccin. Dans le cadre de ce système, si un État décide de ne pas utiliser son allocation au prorata, ses doses sont redistribuées entre les autres États membres intéressés.

C'est ainsi que certains pays (Autriche, Slovaquie, Croatie, République Tchèque, Lettonie et Bulgarie) ont choisi de moins participer à l'achat des vaccins à ARNm et de miser leur campagne vaccinale sur AstraZeneca au contraire de l'Allemagne (83 millions d'habitants) qui devrait recevoir 94 millions de doses du vaccin BioNTech/Pfizer, 64 millions provenant du premier achat de 200 millions de l'UE et 30 millions d'un accord bilatéral distinct signé après que certains pays ont refusé d'acheter les 100 millions de doses supplémentaires réservées par l'UE.

L'importance de la vision stratégique et de la maîtrise du budget

Cette stratégie est très différente de celle déployée par les États-Unis, où le gouvernement américain a organisé et subventionné une chaîne d'approvisionnement complexe pour la fabrication et la distribution du vaccin. Les décideurs américains ont également effectué d'importants achats anticipés de vaccins potentiels et ont soutenu certains laboratoires dans la réalisation d'essais cliniques, tout en travaillant simultanément avec une myriade de fabricants contractuels éloignés et moins connus et de fournisseurs d'équipements et d'ingrédients pour produire les vaccins et les fournitures connexes. Le gouvernement américain ne s'est pas contenté d'acheter les intrants dont ces entreprises auraient finalement besoin pour la fabrication, il a également dépensé en passant des contrats avec d'autres entreprises spécialisées pour étendre la capacité de production d'intrants de ces entreprises. L'effort massif qui va des laboratoires scientifiques à la distribution des vaccins a commencé sous l'opération *Warp Speed* de l'administration Trump et s'est poursuivi et étendu sous l'administration Biden. Le montant déployé pour soutenir à la fois les laboratoires, les fabricants sous contrat et les fournisseurs d'équipement et d'autres intrants se monte à 21,7 milliards de dollars. L'organisation et la subvention de la chaîne d'approvisionnement, qui est mondiale, a même bénéficié du *Defense Production Act* pour protéger la capacité de production nationale avec des conséquences parfois négatives sur la disponibilité des intrants pour les fabricants étrangers.

L'approche européenne a donc laissé le continent à la merci des capacités de production des fournisseurs sans qu'il puisse intervenir pour réduire les problèmes d'approvisionnement. De plus, l'UE a signé des contrats avec une clause de « l'effort maximal » plutôt qu'avec une exclusivité comme l'a fait le Royaume-Uni avec AstraZeneca. Le résultat est un retard important dans la livraison de certains producteurs (AstraZeneca aurait livré 30 sur 120 millions de doses au premier trimestre et seulement 70 des 180 millions de doses prévues seraient livrées au deuxième trimestre) et le soupçon qu'une partie

de la production réservée par l'UE se soit dirigée vers le Royaume-Uni. Cette approche juridique dans un contexte de crise mondiale majeure montre les limites de la méthode technocratique : l'illusion du respect des contrats face à la puissance du pays contractant dans lequel le producteur opère.

Yes we can !

Ces retards ont contribué au décalage de l'objectif de déploiement de la campagne vaccinale européenne au cours du premier trimestre 2021.

L'impératif est donc de sauver le deuxième trimestre de l'année et de tenir l'objectif de vaccination de 80% des professionnels de la santé et de l'aide sociale ainsi que des personnes de plus de 80 ans avant la fin mars et de 70% de la population adulte pour la fin de l'été. La réalisation de ces deux objectifs permettrait, dans un premier temps, de réduire les taux de décès et d'hospitalisation et de soulager la pression sur les systèmes de soins de santé ; elle permettrait ensuite de mettre l'Europe sur la voie de l'immunité collective, en contribuant à protéger les personnes qui ne peuvent pas être vaccinées et en offrant un rempart contre la propagation du virus et au développement de variants.

L'UE a d'abord répondu en rachetant des nouvelles doses d'autres fournisseurs (10 millions de Pfizer/BioNtech) et en durcissant le dispositif de contrôle et de transparence des exportations de vaccins introduit fin janvier, qui permet de bloquer les exportations de vaccins produits sur le territoire de l'UE en cas de retard dans la livraison d'un fournisseur dans le respect des principes de réciprocité et de proportionnalité (situation épidémiologique et proportion de la population déjà vaccinée). Ce blocage doit intervenir sans toutefois avoir d'incidence sur les engagements internationaux de l'UE (continuer les exportations dans le cadre du plan Covax) et sans menacer la continuité de la production des vaccins. En effet, avec une chaîne de fabrication mondiale, la coordination politique entre pays est essentielle et le « nationalisme vaccinal » à proscrire, car il décourage le financement public des capacités de production aux différents niveaux de la chaîne de valeur qui permettrait d'atteindre l'échelle nécessaire pour satisfaire la demande mondiale.

Dans l'immédiat, les objectifs de la stratégie de vaccination semblent accessibles. Bien qu'au cours des trois dernières semaines, le déploiement de la vaccination ait enregistré un ralentissement, l'UE a réussi à vacciner 11,6% de sa population adulte avec une première dose et 5% avec une deuxième. Parmi les quatre grands pays, le taux de livraison par rapport aux doses attendues au premier trimestre s'est étalé entre 56% en Italie et 79% en Allemagne. Les pays qui ont le plus compté sur AstraZeneca, tels que l'Italie et l'Espagne, ont compensé les moindres doses livrées par une plus grande efficacité dans l'administration des vaccins (avec un

taux d'injection qui se situe entre 84% en Italie et 76% en Allemagne).

Au deuxième trimestre, les doses attendues sont plus importantes ; en anticipant une livraison de seulement la moitié de la part d'AstraZeneca et de Johnson & Johnson, on aurait suffisamment de doses pour vacciner pleinement (avec deux doses) entre 41% et 51% de la population adulte.

A moyen terme, l'objectif est néanmoins d'accélérer la production et la livraison de vaccins sur le sol européen. Pour augmenter la capacité de production en Europe, la Commission a mis en place une « task-force » afin de détecter les problèmes de production et d'y répondre rapidement. Elle envisage aussi un partenariat public-privé beaucoup plus étroit, plus intégré et plus stratégique. Dans le cadre de l'incubateur HERA, le nouveau plan européen de préparation à la bio-défense contre les variantes de la Covid-19, la Commission introduit une mesure visant à accélérer l'autorisation des vaccins adaptés aux variants, pour soutenir leur mise au point ou leur adaptation grâce à un financement de l'UE et en activant la production. Elle collaborera étroitement avec les fabricants pour les aider à surveiller les chaînes d'approvisionnement et à remédier aux goulets d'étranglement en soutenant la coopération entre entreprises. Le projet Fab UE doit aussi consolider la capacité de fabrication de l'Union par des aides à l'investissement pour les usines de fabrication, la promotion et la facilitation d'accords entre fabricants en vue de réaffecter des installations à la production de vaccins agréés des uns ou des autres ou de la fabrication en sous-traitance. Une stratégie commune de l'UE sur les produits thérapeutiques est aussi prévue pour la mi-avril afin d'accélérer la recherche et la fabrication pour garantir un accès rapide à des traitements utiles.

Tour de Babel ?

Les retards de livraison et de la vaccination a plongé les dirigeants européens dans un état de panique, qui s'est soldé par le renvoi de la responsabilité des multiples échecs et par les menaces d'interdire unilatéralement l'exportation de vaccins. Les gouvernements nationaux cherchent ainsi à échapper à leurs propres responsabilités : celle d'avoir voulu limiter les coûts initialement, d'avoir choisi de miser sur un des producteurs plutôt que sur un panachage, sans insister sur celle qui a consisté durant des décennies à ignorer les risques liés à l'absence d'une filière autonome, capable de concevoir et produire sur le sol européen. La Commission européenne sort affaiblie de cette expérience mais on peut espérer que ces erreurs se révèlent utiles : utiles à l'avenir pour réduire les contradictions et les paradoxes des dirigeants politiques européens et utiles pour la mise en œuvre des politiques des institutions européennes.

Zone euro

France : amélioration du climat des affaires... jusqu'au retour du confinement

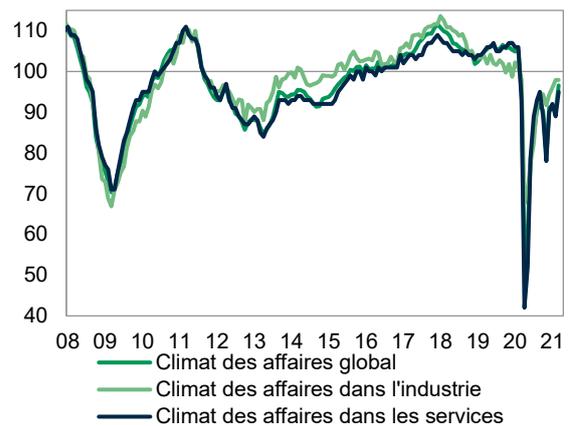
Au mois de mars, le climat des affaires progresse et atteint 97, en hausse de 7 points par rapport au mois de février. Alors que le climat des affaires est stable sur un mois dans l'industrie à 98, la hausse provient du regain d'optimisme dans les services où l'indice gagne 6 points à 95 et se rapproche de sa moyenne historique (100).

Attention toutefois, cette enquête a été publiée le 25 mars et les réponses ont été collectées entre le 26 février et le 22 mars, elles ne prennent donc pas en compte le nouveau durcissement des mesures sanitaires et la fermeture des commerces « non-essentiels » dans seize (et désormais dix-neuf) départements depuis le 19 mars.

La progression du climat des affaires dans les services provient majoritairement d'une amélioration des perspectives d'activité. Alors qu'au début du mois de mars, le gouvernement abordait à demi-mot le sujet d'une levée progressive de certaines mesures restrictives à partir de la fin du mois d'avril, les chefs d'entreprises ont revu à la hausse leurs anticipations d'activité et de demande pour les mois à venir. La hausse est généralisée à tous les secteurs de services mais particulièrement prononcée dans l'hôtellerie restauration.

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats fournissent une image assez similaire de la situation. La hausse du climat des affaires est plus forte qu'attendue, l'indice gagne 2,2 points à 47,8 et se rapproche de la zone d'expansion de l'activité (50). Contrairement à l'enquête de l'Insee, l'indice PMI progresse également dans le secteur manufacturier où il atteint 58,8, nettement en zone d'expansion et au plus haut depuis fin 2017.

Climat des affaires INSEE



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

☑ Notre opinion – L'embellie du climat des affaires, observée sur la première partie du mois de mars, risque d'être fortement tempérée par le nouveau durcissement des restrictions sanitaires, la mise en place d'un confinement avec fermeture des commerces « non-essentiels » dans 19 départements métropolitains et de possibles nouvelles mesures au cours des prochaines semaines. Cependant, si la campagne de vaccination accélère et que l'objectif annoncé d'avoir vacciné 30 millions d'adultes d'ici le mois de juin était atteint, nous pourrions selon notre scénario envisager une levée progressive de certaines restrictions sanitaires et une réouverture sous-conditions de certains établissements de services sur la deuxième partie du deuxième trimestre. Ainsi, si à court terme l'amélioration des perspectives d'activité paraît optimiste, nous anticipons une reprise plus dynamique de la demande et de la consommation des ménages en fin de T2 avant une accélération à partir de l'été.

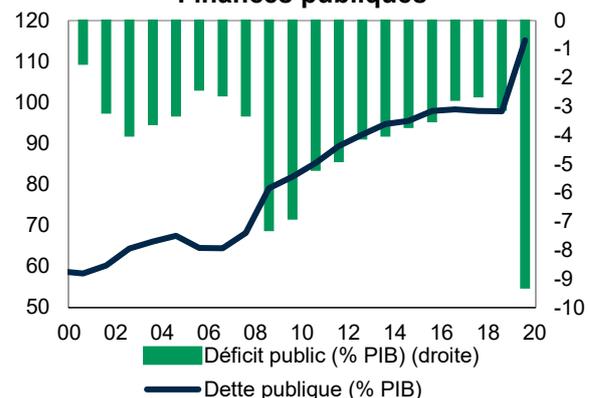
France : déficit et dette publique records en 2020

En 2020, selon les comptes nationaux des administrations publiques (source Insee), le déficit public a atteint 9,2% du PIB tandis que la dette publique grimpait à 115,7% après 97,6% en 2019. Ces hausses impressionnantes du déficit et de la dette sont pourtant légèrement moins prononcées que l'annonçaient les prévisions du gouvernement qui tablait sur un déficit à -11,3% et d'une dette approchant 120% du PIB. Ceci est notamment dû à une contraction du PIB de 8,2% en 2020, un recul inférieur à la prévision de -11% du gouvernement.

En détail, l'accroissement du déficit est lié en premier lieu à une hausse des dépenses publiques de 73,6 Mds € sur un an notamment due à la mise en place des mesures d'urgence pour amortir l'impact de la crise sanitaire depuis mars 2020. La baisse de

l'activité économique a également pesé sur les recettes qui sont en baisse de 63,1 Mds € sur un an.

Finances publiques



Sources : Insee, Crédit Agricole SA/ECO

Notre opinion – La dégradation des finances publiques a permis à l'État de jouer son rôle d'amortisseur en temps de crise, en mettant en place d'importantes mesures de soutien limitant l'impact négatif de la crise sanitaire et de la chute de l'activité sur les agents économiques (consommateurs et entreprises). En effet, en 2020, malgré un recul de 8,2% du PIB en volume, les consommateurs n'ont pas (dans leur ensemble) subi de pertes de revenus, le pouvoir d'achat progressant même légèrement, de 0,6%. Nous estimons ainsi que les administrations publiques ont supporté environ deux tiers des coûts de la crise et les entreprises un tiers.

En outre, si la dette atteint des niveaux sans précédent et devrait continuer à progresser en 2021 (nous attendons un déficit public autour de 7% l'année prochaine et une dette en légère hausse), cette hausse est permise par les institutions européennes. La Commission a décidé (début mars) le maintien de la suspension des règles du Pacte de stabilité sur la dette et le déficit public pour une année de plus, jusqu'à la fin 2022. Et l'impact de cette hausse de la dette est limité par la politique monétaire de la BCE. En effet, par sa politique monétaire particulièrement accommodante (taux bas et programmes d'achats d'actifs), la BCE permet aux États de lever de la dette tandis que la charge de la dette (c'est-à-dire la part du PIB consacrée au remboursement de la dette) continue à diminuer. Avec une maturité moyenne de 8 ans, la dette française arrivant à maturité est actuellement refinancée à des taux plus avantageux, et la hausse du stock de dette ne pèse pas pour autant plus lourd sur nos finances publiques.

Zone euro : le secteur privé renoue avec la croissance en mars

L'Indice PMI Flash Composite de l'activité globale dans la zone euro en mars s'est redressé à 52,5 après 48,8 en février, signalant la première hausse depuis septembre et la plus forte croissance de l'activité depuis juillet. La reprise de la croissance des nouvelles affaires a entraîné une accumulation du travail en cours dans les entreprises privées de la zone euro, la première depuis vingt-huit mois. La hausse du travail en attente a été particulièrement marquée en Allemagne. En effet, en Allemagne, le rythme de croissance est le plus dynamique depuis trois ans, tandis qu'en France l'activité globale est encore en contraction, bien qu'à un moindre rythme. Les créations d'emploi marquent néanmoins une nette accélération dans les deux pays.

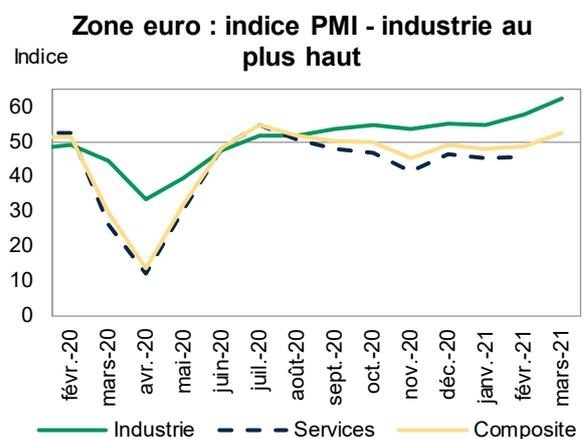
L'indice global a été tiré à la fois par la hausse de l'indice du secteur manufacturier et des services, bien que les divergences entre les deux secteurs persistent.

Dans l'industrie manufacturière, la croissance de la production s'est fortement accélérée en mars, l'indice affichant son plus haut niveau depuis 1997. La hausse de la production en Allemagne a atteint un niveau record et l'activité y est à un plus haut point depuis janvier 2018 en France.

L'expansion dans l'industrie s'appuie sur une forte hausse des commandes, notamment à l'exportation et bénéficie d'un rebond de la demande mondiale qui a aussi créé des tensions sans précédent sur les

chaînes d'approvisionnement : les prix des intrants ont enregistré la plus forte augmentation depuis dix ans.

La dégradation de l'activité se poursuit dans les services, mais à un moindre rythme, l'indice retrouvant son niveau de la fin de l'été 2020. L'expansion de l'activité est commune à la France et à l'Allemagne, mais dans le reste de la zone celle-ci demeure en repli. Les perspectives d'activité du secteur ne s'améliorent plus mais restent très positives.



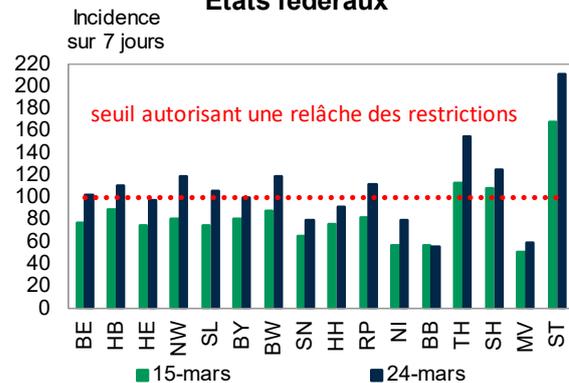
Notre opinion – La croissance mondiale était déjà en expansion depuis quelques mois, tirée par les performances américaine, indienne et chinoise, mais en février l'indice composite d'activité signalait encore une contraction dans la zone euro. Celle-ci était confirmée par le retournement des ventes au détail et de la production industrielle en janvier et des immatriculations en février. Malgré les nouvelles peu réjouissantes sur la situation sanitaire et sur les restrictions annoncées, la zone euro profite de la puissance du cycle mondial et du dynamisme affiché en mars par l'activité américaine. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se manifestent violemment avec des pénuries d'intrants, des délais de fourniture allongés et pour corollaire des hausses de coûts. Ces tensions constituent un risque pour la capacité de la production industrielle à retrouver un rythme de croissance soutenu au cours des prochains mois.

 **Allemagne : les restrictions sont de retour après tout juste deux semaines de détente**

Après deux semaines d'un très léger desserrement des contraintes sanitaires (ouverture des écoles et des commerces de détail sous respect d'une jauge sévère), les contaminations à la Covid-19 repartent à la hausse de façon exponentielle en Allemagne, obligeant la chancelière et les Premiers ministres des Länder à revenir aux mesures restrictives précédemment établies. Lors de la réunion du 3 mars dernier, la chancelière avait décidé d'un « frein d'urgence » qui déclenchait l'arrêt immédiat du processus d'assouplissement des mesures restrictives en cas d'atteinte d'un taux d'incidence de 100 pour 100 000 habitants sur trois jours consécutifs. Or, la dégradation sanitaire s'est considérablement accentuée ces deux dernières semaines, avec une majorité des États fédéraux dépassant ce seuil. C'est donc un retour aux précédentes restrictions sanitaires qui s'impose et un prolongement du confinement partiel qui a été acté jusqu'au 18 avril prochain. Dans les faits, ce retour en arrière se traduit surtout par la fermeture des commerces de détail non essentiels. Initialement, les protagonistes s'étaient également mis d'accord pour imposer une période de « repos »

allant du 1^{er} au 5 avril durant laquelle la vie publique, économique et privée serait réduite au minimum avec un pays quasiment à l'arrêt pendant cette période afin de briser cette troisième vague épidémique. Toutefois, cette dernière mesure s'avère une impasse sur le plan juridique et n'est donc pas *in fine* retenue.

Hausse de l'incidence dans tous les États fédéraux



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – La baisse des contaminations n'aura duré que peu de temps avant de remonter en puissance un peu partout dans le pays. Neuf régions sur seize dépassent le seuil imposant un retour aux restrictions sanitaires et toutes enregistrent une tendance haussière ces deux dernières semaines. Cette tension sanitaire accroît les pressions politiques sur l'approvisionnement des vaccins dans le pays qui tarde à prendre de l'ampleur. Ce prolongement des mesures restrictives se traduit par un abaissement de nos estimations de croissance au second trimestre et une accélération plus soutenue anticipée au T3.

 **Allemagne : la corne d'abondance budgétaire**

Les chiffres du déficit public allemand pour l'année 2021 grimpent au fil des suppléments budgétaires annoncés par le vice-chancelier allemand et ministre des Finances, Olaf Scholz. Dans sa proposition de septembre le ministre des Finances tablait sur un déficit de 96 Mds €, un chiffre qui est subitement passé à 180 Mds € en décembre dernier et qui grimpe désormais à 240 Mds €, dans la dernière version présentée au Bundestag mercredi dernier en raison des coûts liés à la pandémie. La nouvelle rallonge budgétaire de 60 Mds € s'explique à nouveau par l'extension des mesures de soutien à l'économie. Elle intègre principalement des dépenses additionnelles de 25,4 Mds € pour venir en aide aux entreprises mises en difficultés par la fermeture de leur activité. Elle tient compte également de nouvelles dépenses de santé à hauteur de 8,7 Mds €. Le ministre des Finances y incorpore également une nouvelle hausse des coussins financiers en cas de dépenses imprévues pour 8 Mds €. Le coût du service de la dette renchérit la facture de près de 4,9 Mds € et un paiement compensatoire décidé en faveur des producteurs d'énergie accroît encore l'ensemble de 4,5 Mds €.

Enfin, la baisse des recettes fiscales attendues s'accroît avec le prolongement des mesures restrictives et se traduit par un manque à gagner représentant 8,8 Mds € supplémentaires. Au total, le déficit public allemand atteindrait 240 Mds €, soit 6,8% du PIB en 2021, un record historique pour l'Allemagne. En dépit de ce déficit, la dette publique allemande n'atteindrait que 75% du PIB, soit un ratio inférieur de 7 points à celui enregistré pendant la crise financière de 2009. Le projet de budget pour l'année 2022 vise un déficit de 81,5 Mds € (soit 2,2 points du PIB), nécessitant la levée du frein à l'endettement encore une année. Le plan financier à moyen terme (jusqu'en 2025) révèle par ailleurs un déficit estimé à 8,3 Mds € en 2023, à 11,5 Mds € en 2024 et 10 Mds € en 2025. Il établit également l'utilisation d'une réserve de 48 Mds € qui sera pleinement utilisée sur les années 2023 (32 Mds €) et 2024 (16 Mds €). En cumulé, les dettes engendrées par la crise de la Covid-19 représentent pour les années 2020, 2021 et 2022, l'équivalent de 452,2 Mds €, soit près de 12,7 points de PIB.

Notre opinion – la crise sanitaire et économique a fait voler en éclat le paradigme budgétaire allemand. Les dépenses publiques s'inscrivent dorénavant à un niveau plus élevé et nécessiteront encore une fois la levée du frein à l'endettement l'année prochaine. La question de l'assainissement budgétaire à mettre en œuvre sera donc repoussée au-delà, avec des choix cruciaux à prendre. Pour le SPD, une augmentation de l'impôts sur les hauts revenus semble la voie privilégiée. Pour l'Union, dont la priorité est de maintenir le niveau des cotisations sociales à 40%, la question de la hausse des impôts est dorénavant envisagée mais elle souhaite également faire le point sur les dépenses qui peuvent être rationalisées. Le débat budgétaire s'invitera indéniablement dans la campagne des législatives fédérales de septembre prochain.

 **Italie: un marché du travail gelé en 2020**

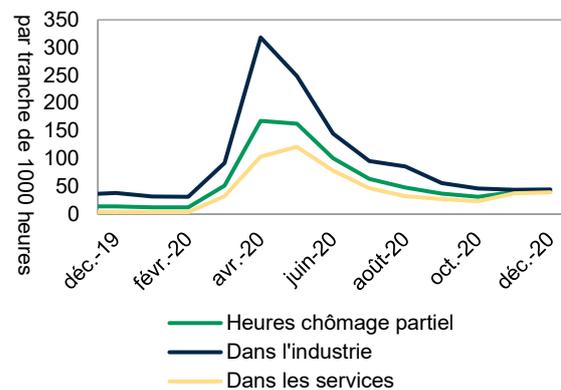
Les données du quatrième trimestre nous permettent de dresser un bilan sur les conséquences de la crise sanitaire sur le marché du travail en 2020. L'année 2020 a été marquée par une forte contraction de l'activité estimée à 8,9%. Après la baisse marquée du PIB au cours du premier semestre 2020, caractérisé par l'arrêt de la production pendant la première phase de confinement de mars à avril, la levée partielle des restrictions de mobilité au cours du troisième trimestre s'est traduite par une reprise de la croissance au cours de l'été. Les nouvelles mesures de restriction mises en place pour faire face à la deuxième vague épidémique au cours de l'automne ont conduit à une baisse moindre de l'activité en novembre, estimée à 2% pour le quatrième trimestre. En réponse au choc sanitaire, les mesures de soutien de l'emploi notamment à travers la généralisation du dispositif de chômage partiel et l'interdiction des licenciements ont permis de contenir l'impact de la crise sur le marché du travail.

Dans ce contexte, les effets de la baisse de l'activité sont davantage visibles en termes d'heures travaillées. Les heures travaillées ont ainsi diminué de 7,7% au premier trimestre, de 15,1% au deuxième trimestre puis enregistré un rebond de 21,0% au troisième trimestre. Au quatrième trimestre, elles ont de nouveau diminué de -1,5% par rapport au trimestre précédent. Cette baisse des heures travaillées a en grande partie été absorbée par le dispositif de chômage partiel, en particulier pour les contrats à durée déterminée pour lesquels les procédures de licenciement ont été suspendues.

Entre mars et septembre, plus de 6 millions de travailleurs ont reçu au moins une indemnité de chômage partiel avec un nombre moyen d'heures pris en charge de 263. Le pic de recours au chômage partiel a été atteint en avril où 5,3 millions de personnes étaient couverts par le dispositif. Ce nombre a progressivement baissé pendant la phase de reprise estivale où il était légèrement inférieur à un million. Bien que nettement de moindre ampleur, la deuxième vague s'est accompagnée par une nouvelle hausse des heures prises en charge par le chômage partiel en octobre et novembre. Mais la ventilation sectorielle et la couverture lors de la seconde vague diffèrent de ce qui a été observé au cours du premier confinement. Alors que le nombre

d'heures couvertes pour mille heures travaillées a atteint le chiffre de 329,9 au cours du deuxième trimestre (avec 330,6 dans l'industrie et 329,4 dans les services), ce dernier a été de 92,5 au cours du quatrième trimestre 2020 (avec 63,9 pour mille dans l'industrie et 112,1 dans les services). Le nombre d'heures couvert était redescendu à 86,1 pour mille au cours du troisième trimestre (avec 80,1 dans l'industrie et 90 dans les services). Le maintien de l'ouverture d'une partie plus importante de l'activité au cours des mois d'automne par rapport à la première phase de confinement explique les différences en niveau. En effet, en avril, 45% des travailleurs ayant recours au chômage partiel était en inactivité totale. Cette part est tombée en dessous de 20% depuis juin. De même, alors que l'industrie – dont une partie de l'activité avait été suspendue – avait eu largement recours au dispositif, la tendance semble s'être inversée au profit des services largement plus impactés lors de la seconde vague.

Heures de chômage partiel

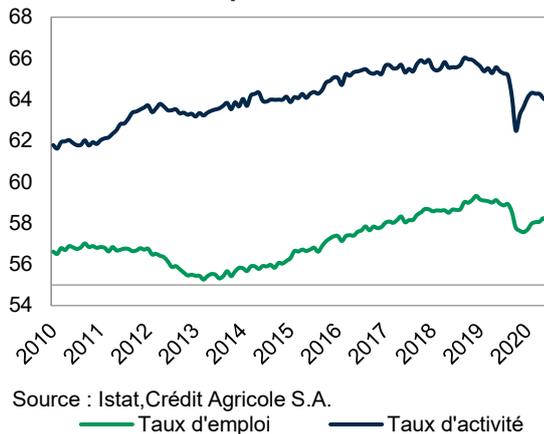


Source : Crédit Agricole S.A.

En janvier et février 2021, les données de l'INPS indiquent une baisse des heures couvertes par le dispositif de chômage partiel par rapport à la tendance observée en automne. Les nouvelles mesures de restriction mises en place au mois de mars devraient se traduire par une nouvelle hausse des heures couvertes. Au total, le coût de la prise en charge des heures non travaillées par le dispositif de chômage partiel aura entraîné une dépense publique de plus de 27 milliards d'euros pour la période d'avril à novembre 2020. La prolongation du

dispositif de chômage partiel renforcé jusqu'à décembre 2021 pour le régime dérogatoire devrait alourdir la facture. Une partie de cette dépense devrait être financée avec l'aide du fonds Sure (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) dont bénéficie l'Italie à hauteur de 27,5 Mds €. Ce soutien sous forme de prêts concessionnels de l'UE à hauteur de 100 Mds € pour l'ensemble de l'UE, vise à soutenir les dispositifs de soutien à l'emploi.

Taux d'emploi et taux d'activité



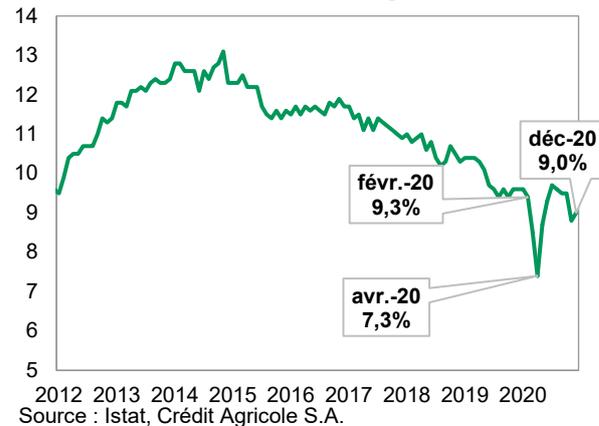
En dépit des mesures de soutien, la baisse de l'activité s'est traduite par un repli de l'emploi de 2% en 2020, soit -456 000 unités de moins qu'en 2019. Elle fait suite à une croissance ininterrompue de l'emploi au cours des six dernières années. La baisse du taux d'emploi à 58,1% a cependant été de moindre ampleur (-1 point par rapport à 2019). L'effet d'éviction d'une partie des actifs du marché du travail et la hausse du taux d'inactifs (35,9%) qui en a découlé s'est traduite par une baisse du taux de chômage au cours de la période à 9,2%.

La diminution de l'offre de travail s'est concentrée sur les groupes déjà considérés comme vulnérables avant la crise. La baisse de l'emploi concerne ainsi principalement les salariés occupant des postes à durée déterminée (-391 000, soit -12,8%) et, dans une moindre mesure, les indépendants (-154 000, soit -2,9%). Elle se concentre davantage sur le travail à temps partiel (-205 000, soit -4,6%) en induisant par le même biais une hausse du temps partiel involontaire. La baisse de l'emploi a été particulièrement marquée chez les femmes (-2,5% contre -1,5% chez les hommes) et chez les moins de 35 ans (-5,1% contre -3,2% pour les 35-49 ans et +1,3% pour les plus de 50 ans). Ce sont également ces catégories qui observent la plus forte hausse du taux d'inactivité.

L'intégration des nouvelles entrées sur le marché du travail est également problématique. Alors que le taux de chômage des moins de 25 ans reste toujours très élevé autour de 30% et augmente légèrement en 2020 de 0,3 point, le taux d'emploi diminue de (-2,1 points) pour les jeunes. La situation est d'autant

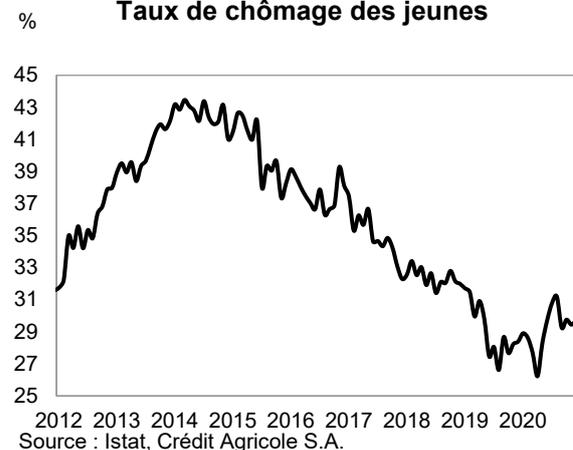
plus critique pour les 20-24 ans avec un taux d'emploi qui diminue de 4% à 28,7% et un taux de chômage qui augmente de 2 point à 27,7%.

Taux de chômage



Les écarts par niveau d'éducation, déjà présents se sont également creusés. La baisse du taux d'emploi pour les diplômés les plus élevés est plus faible (-0,3 point à 78,8%) que ceux moins qualifiés issus de l'enseignement secondaire et (-1,4 point). Le taux de chômage, en baisse chez les diplômés et les diplômés de l'enseignement secondaire (-0,6 point) et légèrement plus élevé chez les personnes les moins qualifiées (+0,1 point), et varie de 5,1% pour les diplômés élevés, à 9,0% pour les diplômés de l'enseignement secondaire et 13,5% pour les personnes n'ayant pas plus qu'un diplôme de l'enseignement secondaire.

Taux de chômage des jeunes



Les enquêtes indiquent parmi les raisons qui expliquent la remontée de l'inactivité, une hausse du nombre de personnes qui se dit découragées (+85 000, +6,4% en un an). Les raisons familiales (+85 000, +2,9%) et la poursuite de la scolarité sont également en augmentation mais la hausse la plus importante est liée à l'urgence sanitaire et ce qu'elle implique (peur de la contamination, manque de visibilité par rapport à l'épidémie, report de l'entrée sur le marché du travail ; ce facteur compte pour +19%).

En ce qui concerne la demande d'emploi des entreprises, elle a diminué de 1,7% en 2020. La reprise de l'activité dans l'industrie au cours du deuxième semestre a permis de limiter la baisse de la demande d'emploi manufacturier à -0,1% tandis qu'elle est restée plus marquée dans les services (-2,6%), plus touchés par la suspension d'activités. Le réajustement des besoins en facteur travail s'est fait au détriment de la composante à temps partiel qui a subi la baisse la plus importante de 3,6% (-2,5% dans l'industrie et -3,8% dans les services). Après plusieurs années en territoire positif, le solde du nombre de contrats de travail (nouveaux contrats versus fin de contrat) est tombé en négatif en 2020 atteignant 115 000 postes en moins. Cette baisse est due à une diminution des nouveaux contrats, en particulier ceux de courte durée, ainsi qu'au non renouvellement des contrats à durée déterminée arrivés à échéance. Le gel des licenciements s'est quant à lui traduit par une diminution progressive du nombre de résiliations de contrats à partir de mars.

La baisse de postes de travail concerne particulièrement les services avec -110 000 postes

au 31 décembre 2020 contre -13 000 postes dans l'industrie ; l'agriculture, en revanche, affiche une augmentation (+9 000 postes). Sans surprise, le secteur qui fait état de la plus forte réduction du nombre de postes est l'hébergement et la restauration avec -200 000 postes en fin d'année, ce qui s'est traduit par une réduction des embauches notamment en CDD. Il est suivi du commerce et des transports (-43 000 postes).

La crise sanitaire a également induit avec le développement du télétravail, une nouvelle segmentation du marché du travail entre les métiers éligibles au travail à distance et ceux qui ne le sont pas. La part des employés en télétravail, dans les entreprises qui ont mis en place le dispositif, est passée de 5% pour la période précédant le Covid-19, à 47% pendant le confinement de mars-avril, pour se stabiliser autour de 30% à partir de mai. Les entreprises qui font usage du télétravail ne représentent que 21,3% des entreprises comptant au moins trois employés au cours du premier confinement. Ce pourcentage est tombé à 11,3% entre juin et novembre.

✓ Notre opinion – *La crise sanitaire a eu un impact significatif sur le marché du travail mais ces effets restent peu visibles en grande partie grâce à l'extension du chômage partiel qui a permis de limiter les conséquences d'une forte baisse de l'activité sur la demande en travail. Elle a surtout favorisé le maintien dans l'emploi grâce au gel des licenciements. En figeant le marché du travail, seules les composantes à durée déterminée ont joué sur les flux d'actifs inoccupés. La crise a également favorisé les effets d'éviction sur le marché du travail baissant artificiellement le taux de chômage. Elle a davantage fragilisé les composantes les plus vulnérables de la population active. Cette configuration devrait se poursuivre au cours du premier semestre 2021. Le retrait progressif des mesures de soutien devrait révéler l'étendu du choc sur l'emploi notamment en termes de destruction d'emploi. Il devrait être tempéré par la vigueur de la reprise, mais l'impulsion liée à la croissance pourrait se révéler insuffisante si elle s'accompagne d'une normalisation du taux d'activité. La hausse de la croissance devrait probablement s'accompagner d'une hausse du chômage.*

Espagne : la Banque d'Espagne revoit ses prévisions à la baisse

Après une chute brutale de 11% du PIB en 2020 en raison de la pandémie, la Banque d'Espagne (BdE) s'attend à une croissance de l'économie espagnole de 6% cette année (contre 6,8% dans ses précédentes prévisions de décembre). La révision est due à un mauvais début d'année en raison des restrictions à la mobilité et d'une détérioration plus prononcée du marché du travail. Le scénario prévoit également des nouvelles vagues du virus avec des restrictions similaires aux actuelles et des retards dans la dépense des fonds européens, ce qui entraînera le report d'une partie des impacts favorables à l'année suivante. Au premier trimestre, la BdE prévoit une baisse du PIB de 0,4% dans son scénario central. Cependant, elle constate des signes de réactivation de l'activité au fil du trimestre dans les chiffres de mobilité et de consommation de carburant. En effet, si les données sur la mobilité, l'emploi et la consommation étaient encore négatifs en janvier et février ; en mars, ils évoluent plus

favorablement en raison de la levée des restrictions dans les communautés.

Dans la seconde moitié de l'année, il y aurait une forte amélioration de l'activité, si la campagne de vaccination progresse et les fonds européens commencent à être dépensés. Ce scénario considère que les restrictions à la mobilité seront progressivement levées jusqu'à leur disparition complète à la fin de 2021 et que le tourisme ne retrouvera une certaine normalité qu'en 2022. Le taux d'épargne, qui a considérablement augmenté avec la pandémie, tombera à son niveau pré-Covid en 2023. Au fur et à mesure que les restrictions disparaîtront, la consommation enregistrera de fortes augmentations.

Le dynamisme du second semestre 2021 fournira un acquis positif à la croissance du PIB l'année prochaine, qui atteindra 5,3%. Le maintien d'un rythme de croissance soutenu en 2022 se justifie par la reprise partielle du tourisme mais également par

la disponibilité des fonds européens. La reprise des niveaux de PIB pré-crise aurait lieu en 2023 dans le scénario central. Lorsque les ERTE (chômage partiel) seront supprimés, le chômage atteindra 17% en 2021, 15% en 2022 et 14% en 2023. Quant au déficit public, il s'établira à 7,7% du PIB en 2021 et à 4% en 2022.

Institution	PIB (prévision, %)	
	2021	2022
Banque d'Espagne (mars 2021)	6	5,3
Gouvernement (octobre 2020)	9,8 / 7,2	-
OCDE (mars 2021)	7,7	4,8
CE (février 2021)	5,6	5,3
FMI (janvier 2021)	5,9	4,7

Source: Institutions, Crédit Agricole SA

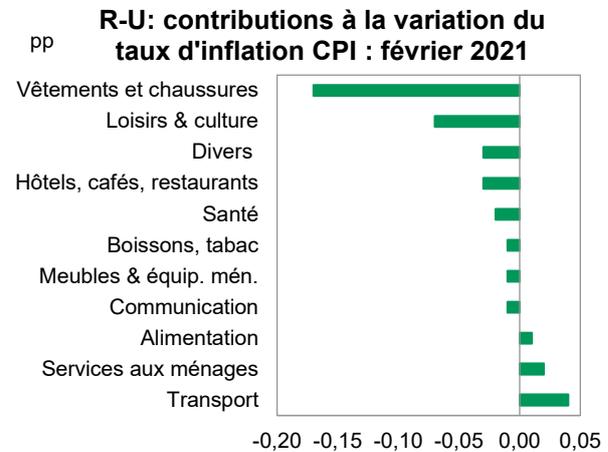
☑ Notre opinion – Malgré la détérioration de l'activité observée au premier semestre, la BdE estime que les risques diminuent : l'efficacité de la vaccination a été prouvée, le plan Biden va fournir un puissant stimulant et un accord sur le Brexit a été trouvé. Cependant, elle estime toujours qu'il y a beaucoup d'incertitude sur la vitesse à laquelle la population sera vaccinée et les conséquences que cette crise peut avoir sur le tissu productif, le chômage de longue durée et les changements de comportements des agents économiques. Deux scénarios alternatifs sont proposés dans lesquels l'ampleur des conséquences à moyen terme et le comportement plus ou moins prudent des consommateurs sont pesés. Dans le scénario favorable, après une résolution rapide de la crise sanitaire, le PIB augmenterait de 7,5% cette année et de 5,5% l'année prochaine. Dans le scénario moins favorable, la fin de la pandémie serait plus lente et les conséquences sur l'économie seraient plus importantes, ce qui se traduirait par une croissance plus faible : 3,2% cette année et 4,6% en 2022. Les prévisions de la BdE reflètent les contraintes liées à la distribution des vaccins, un premier trimestre moins favorable et sont en ligne avec les prévisions des organismes internationaux. Seules les prévisions du gouvernement restent plus optimistes mais elles datent du mois d'octobre et devraient être revues à la baisse prochainement.

Royaume-Uni

L'exacerbation de la déflation dans le vestimentaire a fortement pesé sur l'inflation en février

L'inflation CPI s'est établie fortement en-dessous des anticipations en février, reculant à 0,4% depuis 0,7% en janvier, contre les anticipations pour une accélération à 0,8%. L'inflation sous-jacente a également affiché une forte modération, de 1,4% à 0,9%. L'écart par rapport aux prévisions s'explique par une chute non-anticipée et plutôt inhabituelle pour ce mois de l'année des prix des vêtements et des chaussures (-1,5% sur le mois). Cela a conduit à une aggravation de la déflation de cette composante des prix (-5,7%). Les prix dans les loisirs et la culture, dont le taux d'inflation a décéléré à 2,2% depuis 2,6% en janvier ont aussi contribué à la baisse du taux d'inflation, mais dans une moindre mesure. Ces mouvements ont plus que compensé des contributions à la hausse des prix de l'essence, et des prix des services immobiliers. La hausse des prix de l'énergie s'était accélérée dans le sillage du rebond du prix du pétrole (le prix du baril exprimé en livres sterling a pris 12% sur le mois). Sur fond

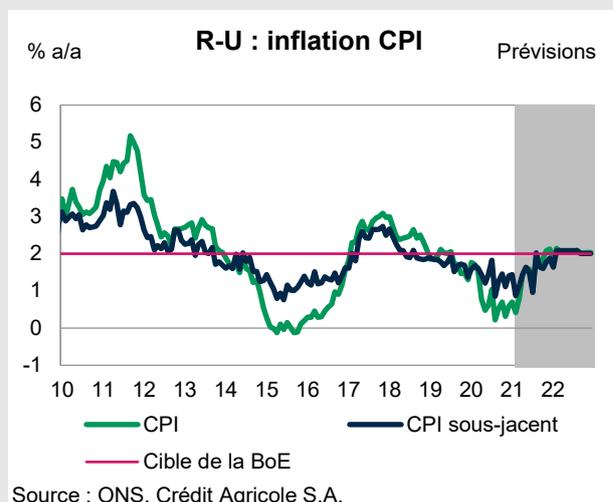
d'effets de base défavorables, le taux d'inflation du CPI énergie a accéléré à -5,9% sur un an.



Notre opinion – Au cours de l'année 2020 les prix des vêtements et des chaussures ont été très impactés par la pandémie, et notamment par les confinements. On observe des décalages importants par rapport aux comportements saisonniers observés historiquement dans l'évolution de cette composante du CPI. Cette année ne fait pas exception avec le confinement mis en place au premier trimestre qui explique sans doute une bonne partie de la baisse des prix des vêtements et des chaussures (-4,9% en janvier suivi par -1,5% en février). Dans les prochains mois, l'assouplissement du confinement devrait conduire à un rebond des prix des vêtements, ou du moins à une stabilisation.

Toutefois, cette année, les prix de cette composante du CPI ont plus baissé que lors du premier confinement du printemps 2020 (-0,4% et -1,5% en mars et avril 2020 respectivement), suggérant que le confinement à lui seul n'est pas le seul facteur explicatif. Des facteurs structurels tels que le Brexit (baisse des exportations vers l'UE impliquant une hausse de l'offre de biens sur le marché domestique) et les changements, pour certains durables, dans le mode de vie (notamment le télétravail) ont probablement aussi contribué à la baisse des prix des vêtements et risquent de continuer à les déprimer dans les prochains mois.

La surprise négative des chiffres de février nous conduit à revoir à la baisse nos prévisions d'inflation totale. Nous continuons de prévoir une hausse de l'inflation CPI au second trimestre mais nettement moins forte qu'auparavant (à 1,5% en moyenne contre 1,9% précédemment). L'inflation n'atteint la cible de 2% de la BoE qu'au quatrième trimestre (versus deuxième trimestre 2021 précédemment). L'inflation CPI terminerai l'année à 2,1% (décembre) contre 2,4% prévu précédemment. Nous continuons de prévoir une inflation proche de la cible courant 2022.

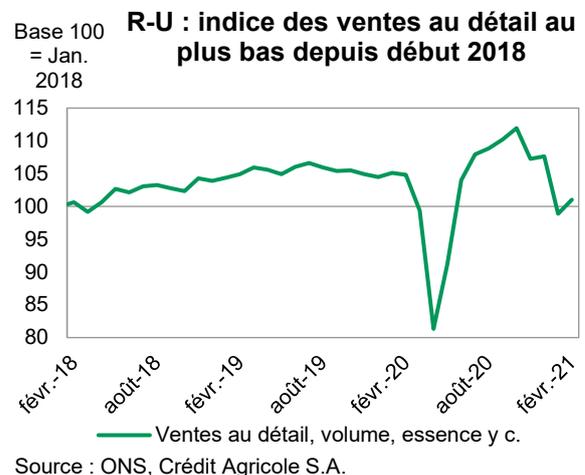


Après la forte baisse de janvier, les ventes au détail entament une reprise timide

Les ventes au détail ont rebondi en février (+2,1% en volume pour l'indice total, +2,4% pour les ventes au détail hors essence), sans toutefois effacer le fort repli du mois de janvier (-8,2%). Le rebond a été tiré principalement par les ventes de biens d'équipements mobiliers (+16,1% après -18,8% en janvier) ainsi que par les ventes dans les magasins non spécialisés (+16,2% après -14,2% en janvier). Les consommateurs britanniques ont également dépensé plus pour l'alimentation (+2,9%). En revanche, les ventes de textile et de chaussures ont continué de se replier (-9,7% après -35% en janvier), conformément aux mouvements observés sur les prix. Les ventes hors magasins (en ligne) baissent de 1,6% sur le mois après deux mois consécutifs de forte hausse (+2% en décembre et +3,8% en janvier).

En moyenne sur les trois derniers mois à fin février, les ventes au détail enregistrent une baisse de 6,3%. Toutes les catégories hors ventes alimentaires sont dans le rouge avec une baisse pour l'indice agrégé de -15,9%, la plus prononcée étant la baisse dans le textile (-20,8%) et autres magasins (-22,1%). Dans un contexte de poursuite du confinement annoncé début janvier, les ventes hors magasins tirent leur épingle du jeu avec une hausse de 5,2% sur les trois derniers mois. Les ventes de produits alimentaires sont quasi stables (+0,3%)

Enfin, par rapport à février 2020, c'est-à-dire un an après le début de la crise de Covid-19, les ventes au détail se replient de 3,7% (-1,1% hors essence). Les magasins non-alimentaires accusent une baisse de 23,8%, plombés par les ventes de textile et de chaussures (-50,4%). Les ventes en ligne affichent une hausse à envier de près de 50%.



Notre opinion – Même si la relation statistique entre ventes au détail et consommation finale des ménages est relativement faible, le rebond des ventes au détail en février est encourageant et va dans le sens de nos anticipations d'un rebond, quoique partiel, de l'activité économique en février et en mars. Nous devrions attendre le mois d'avril pour voir un renforcement marqué des ventes au détail avec l'ouverture des magasins non essentiels prévue pour le 12 avril.

Pays émergents

Asie

Tous les dragons asiatiques n'ont pas dit leur dernier mot

L'année 2020 livrant ses dernières statistiques, nous avons maintenant plus de recul pour comprendre et analyser le choc qui s'est abattu sur l'ensemble des économies l'an passé, et dont elles se relèvent très progressivement.

Le cas des quatre dragons asiatiques (Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taïwan) est intéressant, car il incarne **quatre trajectoires et sorties de crise différentes**, dans un groupe qui partageaient jusqu'ici des caractéristiques communes.

Parmi ces caractéristiques, on peut citer : une **croissance potentielle** en moyenne plus élevée que celle des économies avancées, un très fort taux d'ouverture, un **compte courant structurellement excédentaire**, des finances publiques plutôt saines (même si Singapour présente un niveau de dette publique supérieur à celui des autres économies, ce dernier est compensé par l'existence de fonds souverains parmi les plus capitalisés au monde), un **niveau de réserve confortable** et **des régimes de change particuliers** (à l'exception de la Corée, taux de change fluctuant dans une bande, rendue publique ou non), supposant un pilotage serré de la politique monétaire.

Des constats d'abord

Premier constat : les deux économies qui s'en sortent le mieux sont celles qui partaient avec des taux de croissance les plus élevés. Cela n'est pas une constance, car la zone Asie abrite des exemples inverses (notamment les Philippines, qui affichaient l'un des taux de croissance les plus élevés et ont fini l'année 2020 en récession de plus de 8%), mais il semblerait que dans le cas des économies avancées cela aide à limiter la profondeur de la récession.

Deuxième constat : la Corée et Taïwan ont pu réduire l'intensité du choc grâce à un modèle économique plus équilibré entre croissance domestique et externe, une moindre dépendance au tourisme et un taux d'ouverture moins élevé qu'Hong Kong et Singapour – même si la contribution du commerce extérieur représente toujours une source de croissance importante.

Troisième constat : la reprise est tirée par le commerce extérieur, point fort traditionnel des dragons asiatiques. D'un point de vue sectoriel, les exportations de composants électroniques (puces, semi-conducteurs) ont très nettement tiré les exportations.

Quatrième constat : ces économies, à l'exception de Taïwan qui n'en a en réalité pas vraiment eu besoin, ont mis de côté leur traditionnelle orthodoxie

budgétaire pour rapidement mettre en place des plans de relance d'une ampleur inédite (entre 15 et 20% du PIB), très ciblés sur le soutien aux ménages (notamment à travers des transferts directs, comme à Hong Kong). Ces plans ont prouvé leur efficacité et ont permis de contenir la chute de la consommation privée.

Des questions ensuite

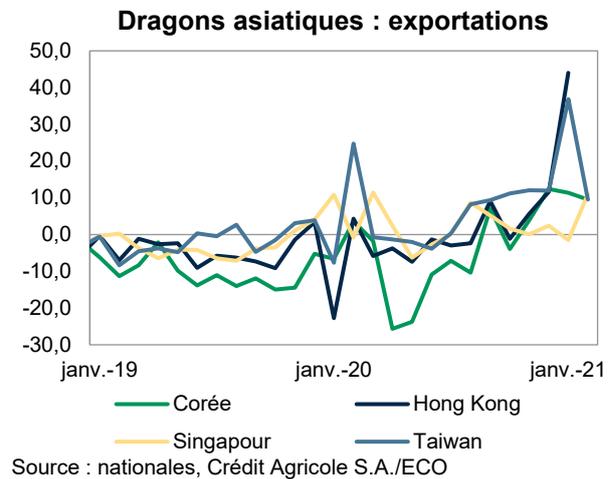
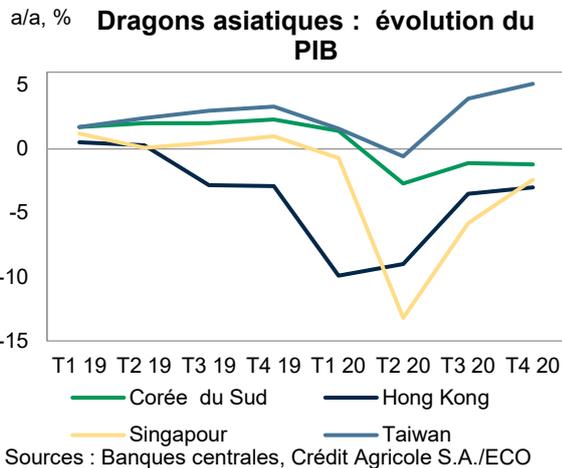
Pourquoi cette hétérogénéité entre ces quatre économies ? Elle est due à un mélange de facteurs conjoncturels et structurels. Parmi les conjoncturels, on peut bien sûr citer la gestion sanitaire et son impact sur l'activité (quasi nul à Taïwan, plus fort dans les trois autres économies où des mesures de distanciation sociale plus contraignantes, voire des confinements, ont été mis en place). Parmi les structurels, la dépendance au tourisme et sa corrélation avec les ventes au détail (très élevée à Hong Kong, moyenne à Singapour, beaucoup plus faible en Corée et à Taïwan) ; la spécialisation sectorielle et géographique dans les exportations (boom des semi-conducteurs et des puces, du secteur pharmaceutique, net ralentissement du secteur automobile, une des autres spécialisations coréennes) ; la place dans les chaînes de valeur (Hong Kong a souffert de son statut de ré-exportateur, qui le place en bout de parcours, la Corée et Taïwan sont situés plus en amont et surtout assurent eux-mêmes leur production) ; la taille de l'économie domestique et donc sa capacité à compenser la fermeture des frontières.

Quand on fait les comptes, Hong Kong ressort comme l'économie la plus fragile : la plus exposée au tourisme, la plus déséquilibrée entre domestique et externe, la plus affaiblie avant même l'arrivée de la crise (la trajectoire de l'investissement et ses contributions négatives à la croissance depuis 2018 commençait ainsi à interroger), la plus en aval des chaînes de valeur et dépendante à la Chine, la plus sensible aux tensions géopolitiques et à leur impact sur le climat des affaires.

Quels risques pèsent sur la reprise ? Ils sont multiples, bien sûr, mais essentiellement de trois natures. Sanitaires d'abord, puisque ces quatre économies affichent des résultats très hétérogènes dans leur campagne de vaccination (moins de 1,5% de la population vaccinée en Corée, 0,1% à Taïwan mais 5,5% à Hong Kong, 13,7% à Singapour). Hong Kong et Singapour, les économies les plus marquées par la crise, ont ainsi une revanche à prendre, même si dans le cas de Hong Kong la réouverture des frontières, indispensable à la normalisation complète de l'activité, sera conditionnée par la campagne chinoise, beaucoup moins avancée.

Deuxième type de risque, le ralentissement brutal du commerce extérieur et la fin du « cycle technologique » actuel, qui porte les exportations de la Corée et de Taïwan. La matérialisation de ce risque est, d'un point de vue purement économique et rationnel, peu probable. Elle est cependant étroitement liée à celle de la troisième catégorie de risque, le risque géopolitique.

Les semi-conducteurs font en effet l'objet d'une guerre technologique dépassant les pays qui les produisent. Plus généralement, les quatre dragons, Hong Kong et Taïwan en particulier, sont au cœur des nouveaux affrontements sino-américains, ce qui introduit de nombreuses incertitudes dans leur scénario de croissance, difficiles à quantifier mais ne devant pas être sous-estimées.



Notre opinion – Trois des quatre dragons asiatiques ont surpris par leur résilience (Taïwan, Corée) ou leur capacité de rebond (Singapour, dont le niveau de récession au T2 2020 inquiétait pourtant fortement). Seul Hong Kong, qui accuse maintenant deux années de récession et cumule crise économique et tensions géopolitiques accrues, manque encore à l'appel.

Les points communs de ces économies ? Une gestion sanitaire maîtrisée, une bonne spécialisation externe, des finances publiques saines et donc de grandes marges de manœuvre budgétaires, un niveau de richesse et de développement élevés. L'enjeu est maintenant de réussir la campagne de vaccination, ce qui représente paradoxalement un défi presque plus grand que celui de la maîtrise de l'économie. Difficile en effet de convaincre une population qui a, comparativement, bien moins souffert de la crise que dans d'autres territoires. Les récents scandales (suspension de la campagne de vaccination à Hong Kong en raison d'emballages défectueux, découverte de lots frelatés dans le port qui contenaient en réalité du sérum physiologique) n'aident pas à renforcer le climat de confiance. Ce paramètre est pourtant nécessaire pour que les dragons continuent de nous surprendre.

Vous pouvez également consulter [Asie – Chêne ou roseau : l'Asean tiendra-t-elle ses promesses ?](#), paru le 25/03/2021

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient - Afrique du Nord : la saison touristique 2021 apparaît comme très compromise

Assouplissement des mesures de quarantaine, de couvre-feu et de transport entre régions, la Tunisie essaye de sauver sa saison touristique en allégeant les mesures de restriction liées à la pandémie. De son côté, le Maroc a mis en place une stratégie de reconquête de sa clientèle touristique en assouplissant les conditions d'accueil et en prenant une forte avance dans son programme de vaccination, dans l'espoir d'attirer cet été des touristes européens sur les plages. Les autorités en Egypte n'envisagent pas, avant l'automne 2022, un retour à la situation

d'avant-crise dans le secteur touristique. Mais elles essayent également de redynamiser le tourisme cette année.

Dans ces trois pays, la chute des recettes touristiques en 2020 s'est élevée à 70% en moyenne, un manque à gagner très douloureux pour un secteur déjà touché par des crises les années passées et contributeur essentiel aux recettes en devises.

Les Émirats, de leur côté, rouvrent leurs aéroports et comptent sur un plan de vaccination massif de leur population pour attirer la clientèle internationale. Ils

proposent aussi des services de vaccination aux touristes ou aux visiteurs, une formule qui a déjà attiré des personnes aisées souhaitant anticiper sur les listes d'attente de leur pays d'origine. Malgré cela, le nombre de nouveaux cas reste assez élevé à Dubaï et Abu Dhabi avec 14 000 par semaine fin mars.

Les conditions sanitaires actuelles tant dans les pays de destination que d'origine sont donc peu favorables pour une reprise des activités touristiques sur une grande ampleur au Moyen-Orient. En Europe, de nombreux pays sont confrontés à des troisièmes vagues qui aboutissent à des reconfinements, et les programmes de vaccination tardent, à

ce stade, à produire des effets d'immunisation massifs.

Certains pays seront toutefois plus à même de rebondir que d'autres, et ce sera le cas de ceux qui seront très en avance sur les vaccinations (Israël) ou dont les services de santé sont modernes et efficaces (Émirats).

Avant la crise sanitaire, le secteur touristique représentait respectivement 7% du PIB du Maroc, 13% de celui de la Tunisie et 10% du PIB de l'Égypte. Le quasi-arrêt des activités de ce secteur explique en partie la forte hausse du chômage l'année passée.

✓ Notre opinion – *Après la rente pétrolière, le tourisme est le deuxième secteur économique au Moyen-Orient et il est d'autant plus important que c'est un fournisseur essentiel de devises étrangères. En 2021, les pays touristiques de la région vont devoir gérer plus étroitement leur balance commerciale des services pour tenir compte de ce manque à gagner qui perdure.*

Arabie saoudite : chute des résultats et hausse de l'endettement pour Aramco

Par rapport à 2019, le résultat net de Saudi Aramco a chuté de 44% de 88 à 49 Mds USD en 2020, illustrant les difficultés du premier exportateur de pétrole mondial, affecté l'année passée par la baisse des volumes produits et exportés et par la chute du prix du pétrole à 42 \$ le baril en moyenne. Pour financer le dividende servi à l'État saoudien et maintenu à 75 Mds USD, l'entreprise s'est endettée

de 75 Mds USD de plus en un an. Les emprunts au bilan s'élèvent donc désormais à 116 Mds USD pour seulement 60 Mds USD en 2019. La dette est désormais équivalente à 40% des fonds propres. Une baisse de 22 Mds USD des frais de fonctionnement a aussi été opérée (par décalage de projets d'investissement) afin de réduire l'impact négatif sur les résultats.

✓ Notre opinion – *Malgré des volumes de production contraints et plafonnés à 9,7 millions de barils/jour, le redressement des cours du pétrole en 2021 devrait permettre à Aramco d'extérioriser de biens meilleurs résultats en 2021, à la condition que les cours se maintiennent à plus de 65 \$/bbl cette année.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : Pierre et le Loup

Comment analyser ce qui vient de se passer en Turquie, sachant que, dans les événements financiers de la semaine dernière (le remplacement du responsable de la Banque centrale et la chute concomitante de la devise), il y a à la fois de l'économie, de la finance et de la politique ? Sachant que ces événements ne doivent pas être compris sans prendre en compte tous ceux, du même genre, qui les ont précédés (= il s'agit d'une série, pas d'un « one shot »). Sachant que les analyses binaires du genre : « ils sont fous » / « ils sont très malins » sont généralement réductrices. Sachant enfin que nous ne saurons jamais ce qu'il y a vraiment dans la tête du président turc.

Précaution de méthode

Regardons aussi l'**intégralité** des événements de la semaine dernière, ainsi que leur simultanéité, car **la latérale politique/économie dans ce pays est puissante**. Dit autrement, l'agenda de politique intérieure du président sera toujours prioritaire sur sa relation avec le monde extérieur ou les

investisseurs (ce que les économistes appellent une fonction de préférence). Le changement brutal du responsable de la Banque centrale a donc lieu au même moment qu'un nouveau raidissement de politique intérieure, comprenant à la fois une tentative d'interdiction du parti pro-kurde HDP et une décision de « rétrécissement des droits de la femme » – décision intéressante dans un monde où la question du genre est devenue électrisante politiquement. TOUT se passe en même temps et surtout, TOUS les ressorts politiques profonds et clivants de ce pays sont activés en même temps.

La politique intérieure explique beaucoup

Dans quelle mesure les choix économiques et financiers du président sont-ils influencés par ce lent et long affaiblissement politique intérieur, que pointent en vrac et entre autres, pour la partie la plus visible, la réorganisation du scrutin municipal d'Istanbul ou les dissidences à répétition de caciques de l'AKP. Citons l'ancien président Gühl,

l'ancien vice-président Babacan, tous deux membres fondateurs de l'AKP, Babacan étant par ailleurs l'architecte des réformes économiques réussies de la première décennie Erdogan, donc détenteur d'un fort crédit de confiance auprès des investisseurs. Et c'est justement ce crédit, patiemment reconstruit depuis la crise de 2001, qui s'est peu à peu volatilisé.

Plus récemment, il y a aussi la décision de créer un nouveau parti par l'ancien Premier ministre Davutoglu, qui évoque une situation grave, une perte des valeurs fédérant l'AKP, et un besoin de nouvelle vision. En clair, la vieille garde a lâché le président mais n'a pas encore coagulé en une opposition unie. Et c'est sans compter les personnalités montantes des mairies d'Istanbul et d'Ankara, E. Imamoglu et M. Yavas. De là à dire que l'ambiance de ce pays est à la fin de règne, nous n'oserions pas. Mais la question est importante car les marchés financiers comme les investisseurs le savent, le voient et se posent la question. Tant que nous sommes dans cette situation, cela réduit donc l'horizon de visibilité pour les investissements. Car une transition politique dans le calme est difficilement envisageable...

Un choix volontaire

Passons à présent à cette décision qui a fait trembler la livre. Là, il y a deux façons d'en analyser les conséquences. Soit on considère *a priori* qu'il s'agit d'un cycle de crise de change du type « as usual », dont le marché se remettra ; soit **on examine l'hypothèse qu'une sorte de point de non-retour a été touché dans les relations entre les marchés et l'État turc**. Même si la Livre se stabilise dans les semaines à venir, nous penchons pour la deuxième solution, et il y a plusieurs raisons à cela.

D'abord l'examen politique des événements. La surprise ne vient pas tant de ce limogeage, on sait le président hostile à la hausse des taux. La surprise vient du moment choisi et de la façon de faire. Le moment : la Turquie était en train de retrouver la confiance des investisseurs après les alertes des agences de notation en novembre, qui pointaient un risque de crise des paiements. Or cette confiance tenait à l'affichage d'une forte orthodoxie monétaire. Autrement dit, la Turquie n'était pas sous pression financière. Elle était même en train d'en sortir. **Déclencher un point de rupture financier, à ce moment-là, est interpellant car volontaire...**

D'autant plus interpellant que le président avait multiplié les déclarations – après la crise de novembre, où la livre avait atteint un point bas historique – pour dire que la stabilité de la devise était importante et la reconstitution des devises essentielle. Pourtant, il est clair qu'il n'avait pas changé d'avis sur le modèle économique d'*erdoganomics* : taux bas/crédit/croissance/surchauffe, qui est à l'origine des mouvements en *stop and go* de l'économie turque ces dernières années. On peut donc imaginer que le président a attendu tout simplement que la confiance revienne un peu sur les

marchés, pour revenir lui aussi à l'application de ses convictions. Mais il y a là un risque de mésestimation de ce qu'est le contrat de confiance à plus long terme avec un monde financier, où l'indépendance de la Banque centrale reste la doxa, quelle que soit la réalité ou la validité de ce principe... C'est le consensus qui fait la tendance.

Comment expliquer la « stratégie du choc » ?

Et puis, il y a la façon de faire du gouvernement, dans ses relations avec le marché, et ce n'est pas neutre dans la fébrilité actuelle des investisseurs: le mode de gestion de la devise semble privilégier la surprise et donc le choc. Or cela renforce l'effet négatif de confiance car les marchés sont au contraire habitués à des acteurs qui cherchent à lisser les anticipations. Parce qu'avant tout, ils ont besoin de visibilité et de stabilité.

Cette gouvernance monétaire fait écho à la géopolitique turque, et l'on se demande dans quelle mesure **une « stratégie du choc » irrigue désormais toutes les sphères de l'action publique**. Mais pourquoi ? Culture stratégique d'un État pivot qui se sait indispensable et qui explore ses marges de manœuvre d'action autonome ? Stratégie plus à court terme de joueur de poker qui tente de passer en force ? Conséquence d'une militarisation accrue de la politique internationale turque dont la logique s'étendrait à d'autres sphères ? Quoi qu'il en soit, on a une certitude : désormais, quelles que soient les réactions du marché, la Banque centrale poursuivra sa politique en fonction de sa propre vision monétaire. On peut donc s'attendre à des baisses de taux mais il faudra d'abord pour cela rassurer les marchés.

La posture de cavalier seul dans un monde monétaire globalisé est-elle possible ?

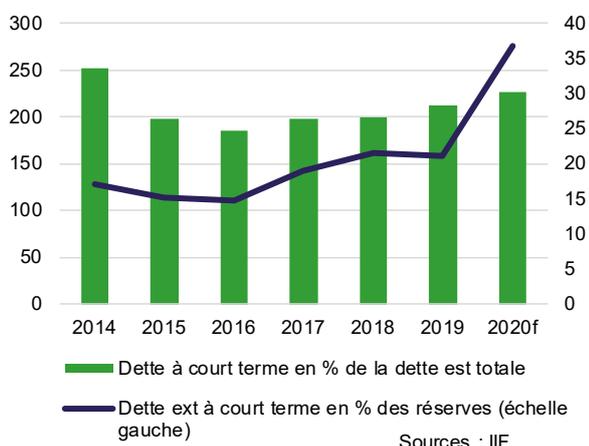
Depuis plusieurs années déjà, la Turquie affiche un besoin de financement externe trop important, aujourd'hui de l'ordre de 20% du PIB. La question d'un risque de liquidité latent n'est donc pas une nouveauté. **Plusieurs années aussi que cette crise de liquidité n'arrive pas**. D'une part, à cause de ce *stop and go* de l'économie qui, dans ses phases de croissance, attire les investisseurs. D'autre part, parce que la dette externe est surtout privée (la solvabilité de l'Etat reste à peu près préservée) et que les grandes entreprises ont déployé des stratégies de couverture face aux chocs de change répétés. Enfin, la Turquie représente un marché en croissance au cœur de l'Europe, dynamisé par une population jeune, et porté par une capacité entrepreneuriale et manufacturière exceptionnelle. Beaucoup d'entreprises ne peuvent ni ignorer ni rayer ce pays de leur stratégie, ce que peuvent faire plus facilement des investisseurs financiers, qui eux, voient le risque de change plus que la croissance du PIB. Cette situation stratégique de la Turquie lui assure un coussin de financement du commerce international et de prêt intra-entreprises qui soutient ses financements externes.

Tous ces arguments sont encore là pour envisager que le « gros » accident de liquidité n'arrivera pas. Cependant, **la concomitance d'une forte dette à court terme et d'un épuisement des réserves depuis quelques mois (et d'un manque de visibilité lié au montant des swaps conclus par la Banque centrale) donnent une intensité plus forte au risque de liquidité.** Et la Turquie, en apesanteur dans son univers de crises de change chroniques, est donc en train de devenir un cas d'école de risque pays. Normalement, si l'on examine l'histoire des défauts, la crise devrait arriver un jour ou l'autre. Et l'on rappelle que dans la plupart des crises des pays émergents, les fragilités préexistaient de plusieurs années à la crise, fragilités qu'un déclencheur externe finit par révéler. Dans le cas des crises de liquidité, le rôle du déclencheur externe est d'autant plus important que c'est la seule confiance qui maintient le refinancement de la dette à court terme. Ainsi, quand le Mexique fait défaut en 1982, à la suite d'une hausse des taux américains, ses réserves sont au plus bas depuis déjà quatre ans...

Autre argument qui laisse redouter l'approche du point de rupture : **dans le contexte conjoncturel actuel, les réserves ne pourront pas être reconstituées rapidement,** car le solde courant risque de souffrir des effets conjugués de prix de l'énergie plus élevés (16% des importations) et de la chute des recettes touristiques.

Quant au change, il va être désormais très difficile à défendre : les hausses des taux sont mises à l'index, les réserves sont épuisées, et les prêteurs en dernier ressort sont rares – rôle que le Qatar a déjà joué, en l'absence de FMI. En cas de nouvelles sorties de capitaux, comment l'État pourra-t-il ne pas penser à des mesures de contrôle réglementaire pour défendre sa devise ? Seules certitudes à ce stade, l'inflation va augmenter sous l'effet de la dépréciation et le secteur bancaire est fragilisé, qui porte une dette à court terme en devises de l'ordre de 12,5% du PIB.

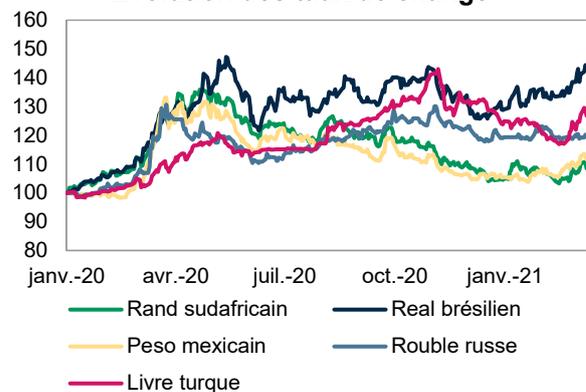
L'apesanteur turque...



Face à cette situation, comment les acteurs financiers pourraient-ils rester confiants ? De fait, ils ne le sont pas, et c'est l'aspect le plus alertant de la situation actuelle car il peut devenir vite auto-réalisateur. Quels que soient les calculs d'apothicaires sur les comptes courants turcs, avec une dette à court terme de 43% de la dette extérieure totale, la Turquie reste dépendante des financements externes.

En ce qui concerne les investisseurs étrangers, les signaux de leur retrait progressif de Turquie sont là depuis quelques années. Par exemple, leur part sur le marché des émissions souveraines locales, qui est passé de 22% en 2014 à 7,6% en 2019 (ce qui réduit paradoxalement aussi les effets systémiques globaux du risque turc). Quant aux investissements directs étrangers, de l'ordre de 2% du PIB, ils sont inférieurs à la moyenne des pays émergents.

Evolution des taux de change



Le risque majeur : la crise de confiance financière interne

En interne également, les signaux d'une chute de confiance dans le pilotage de l'économie se multiplient : dollarisation désormais élevée des dépôts bancaires (55%) ou base fiscale beaucoup trop rétrécie, estimée par l'IIF à 18,4% en 2021. Cela participe à la dégradation des équilibres budgétaires, avec un solde primaire qui était déjà déficitaire en 2019. **En résumé, il y a crise de confiance et désancrage des anticipations monétaires, mais la crise actuelle ne fait qu'accélérer des tendances en court.**

Le président semble d'ailleurs très conscient de l'enjeu que représente l'épargne en devises des Turcs, puisqu'il les a appelés cette semaine à défendre une Turquie attaquée par la finance, et à acheter des livres avec leurs dollars.

Quelle conclusion ? D'abord, même si elle se sort plutôt bien de la crise Covid pour l'instant, la Turquie va mal du point de vue monétaire, et les allers-retours de la politique de change expriment le risque politique interne. Par ailleurs, dans tous les segments de la sphère publique, on se dirige vers

plus de dirigisme et de centralisation, et il est difficile de dire où est le point d'arrivée de cette tendance. D'autant que la Turquie bénéficie effectivement d'une position stratégique privilégiée qui en fait encore un interlocuteur difficile mais incontournable pour les Occidentaux, et en particulier pour tous les autres membres de l'OTAN.

Quant aux évolutions de taux de change, ainsi qu'au financement de la dette à court terme, cela va totalement dépendre de la confiance des marchés qui est aujourd'hui très érodée.

Le degré d'acceptabilité de l'*Erdoganomics* et de l'hétérodoxie monétaire peut cependant bénéficier

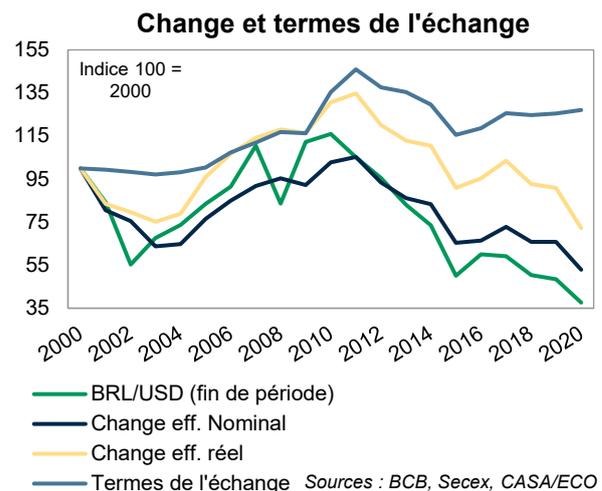
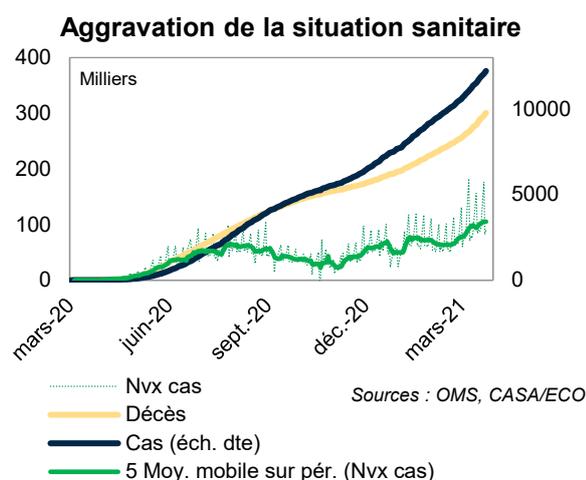
d'un joker inattendu : dans beaucoup de domaines économiques, le monde entier est en train de sortir de l'orthodoxie et cela déplace beaucoup de seuils d'alerte (nouvelle politique monétaire, seuil d'alerte de dette, rôle du protectionnisme, etc.). Certains acteurs financiers peuvent donc « acheter » cette « Folk economics » dont parlait déjà Hayek en 1945¹ et sauver la trajectoire monétaire turque, au risque d'une nouvelle surchauffe économique dans quelques mois. Mais se souvenir, tout de même, de la fin de Pierre et le Loup.

Amérique latine

👉 Brésil : trouver une (ne serait-ce qu'une) raison d'espérer

La situation sanitaire se dégrade significativement ; le retour des mesures de distanciation sociale pèse sur la confiance (dont atteste la chute des indices en mars calculés par la FGV) et suggère une contraction du PIB au premier trimestre. L'inflation (IPCA-15 première quinzaine de mars) augmente de plus de 0,9% sur un mois portant le glissement annuel à 5,5%. Après l'avoir considérablement assouplie, la banque centrale est contrainte de resserrer sa politique monétaire alors que la situation budgétaire rend désormais difficile un soutien d'envergure et que les taux longs domestiques se tendent. Enfin, la hausse (et la volatilité) des taux d'intérêt américains contribuent à durcir les conditions financières et soutiennent le dollar. Où peut-on trouver une raison (même une seule) d'espérer ? Dans la bonne tenue des comptes extérieurs et le redressement des termes de l'échange.

demande mondiale pour les produits de base tirée par la reprise chinoise, amélioration du prix des matières premières à partir de l'été : énergie, agriculture, chimie et métaux), le déficit courant s'est replié de 50,7 milliards USD en 2019 (-2,7% du PIB) à 12,5 milliards USD en 2020 (-0,9% du PIB). La balance commerciale est excédentaire en février (1,15 milliard USD). La structure des échanges est (actuellement) particulièrement propice : importations de produits manufacturés, exportations de produits miniers et agricoles, la Chine (près de 40% de la demande mondiale de matières premières) constituant de très loin la première destination des produits exportés (32% des exportations brésiliennes totales composées à hauteur de 95% de matières premières², loin devant les États-Unis avec une part s'élevant à 10%).



A la faveur de la bonne tenue du solde commercial (contraction de la demande interne, reprise de la

A l'évolution favorable des volumes s'adjoint l'amélioration des termes de l'échange propulsée par la hausse du prix des matières premières³. Selon le Secrétariat du Commerce Extérieur

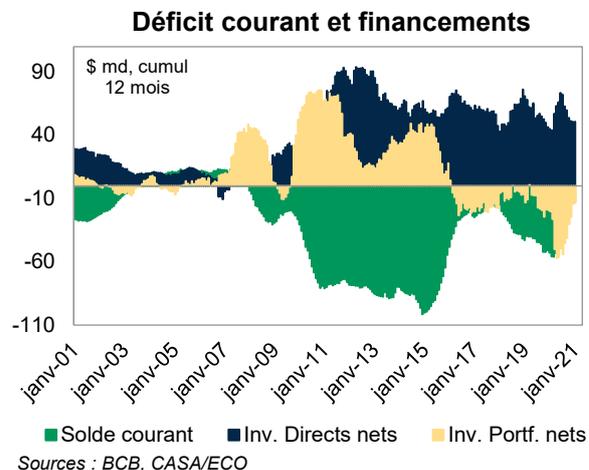
¹ *The use of knowledge in society, American Economic Review*
² Graines et fruits oléagineux (33%), Combustibles minéraux (25%), Minerais (22%), Viandes (7%), Pâtes de bois (5%), Fonte, fer et acier (2%), Coton (1%), Sucres (1%), Tabacs (1%).

³ Depuis mai 2020, à titre d'illustration, les prix ont évolué comme suit : pétrole (Brent) X 2,5, minerais de fer +92%, cuivre +76%, indice CRB +53%.

(Secex)⁴, grâce à une augmentation des prix à l'exportation excédant largement celle des prix à l'importation (25,2% contre 9,2% depuis mai 2020), les termes de l'échange brésiliens ont atteint des sommets en début d'année, sommets inconnus depuis octobre 2013, en retrait de seulement près de 7% par rapport au maximum historique de septembre 2011. Secex prévoit une croissance des exportations et importations proche de 5% et le maintien d'une « balance commerciale robuste » en 2021 (l'amélioration des termes de l'échange génère de surcroît une hausse des volumes exportés).

Par ailleurs, les transactions financières s'améliorent. Les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille se sont interrompues en janvier (entrées nettes de 3,6 milliards USD en janvier, soit un cumul toujours négatif de 13,4 milliards USD sur 12 mois à rapprocher d'un maximum de 57,3 milliards USD en avril 2020 au pic de la crise de confiance). Les entrées nettes de capitaux au titre des investissements directs demeurent substantielles (cumulées sur 12 mois, elles atteignent 50,6 Mds USD en janvier, soit 3,5% du PIB 2020) et excèdent très largement le déficit du compte courant

(-9,5 milliards USD en janvier soit environ -0,7% du PIB 2020) contribuant à maintenir des réserves de change élevées (355,4 Mds USD). Le « désamour » à l'égard du Brésil s'est interrompu. L'engouement retrouvé (et pour combien de temps) ne suffit pas à faire s'apprécier la devise.



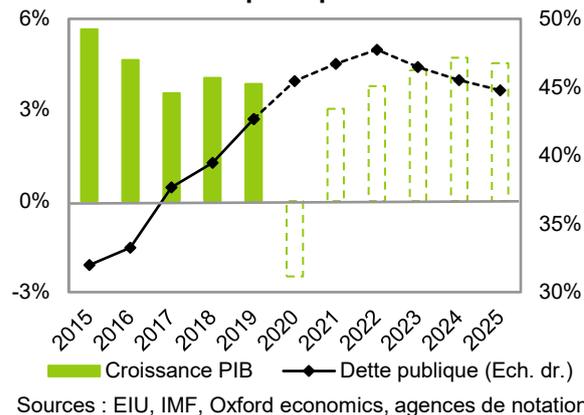
Afrique sub-saharienne

Cameroun : les risques politiques pèsent sur la reprise

Après avoir subi de plein fouet la baisse des prix du pétrole et la contraction de la demande pour ses exportations, le Cameroun devrait retourner sur le chemin de la croissance en 2021. Entre 2015 et 2019, l'économie a crû à un rythme annuel moyen de 4,4%. 2020 devrait constituer à ce titre un retournement significatif, avec une récession atteignant les 2,5%, sans pour autant provoquer une rupture dans la trajectoire de croissance. En effet, en 2021, le consensus table sur une croissance s'établissant légèrement au-dessus de 3%. La croissance devrait ensuite s'accélérer les années suivantes, portant la moyenne de la période 2021-2025 au-dessus de 4%. Cet optimisme s'explique avant tout par une certaine diversification de l'économie camerounaise : malgré la place centrale du pétrole, le pays est également un important exportateur de café et de cacao. La remontée des cours du pétrole devrait également favoriser le retour à la croissance, bien qu'au Cameroun les réserves s'amenuisent et que la production devrait commencer à décroître. L'autre ressort de croissance est celui de l'investissement public dans les infrastructures, qui a directement contribué à la croissance ces dernières années et qui devrait permettre l'exploitation des nombreuses ressources

naturelles du Cameroun, tel que le gaz naturel, dans les années à venir.

Cameroun : croissance et dette publique



Si le retour de la croissance est probable, cette crise devrait en revanche laisser une trace plus durable sur les finances publiques du pays. La chute du cours du pétrole a privé l'État d'une partie de cette manne qui représente en temps normal 16% de ses revenus. Le déficit fiscal devrait atteindre 5% du PIB en 2020 et le gouvernement devra faire d'importants efforts de consolidation fiscale sans quoi la dette

⁴ Ministère de l'Economie, Secrétariat du Commerce extérieur (mars 2021) <https://www.gov.br/economia/pt->

br/assuntos/noticias/2021/marco/corrente-de-comercio-supera-us-11-625-bilhoes-na-primeira-semana-de-marco

publique devrait dépasser la barrière symbolique des 50% du PIB à horizon 2022. Ces efforts fiscaux doivent également permettre au Cameroun de rembourser son Eurobond, dont l'amortissement s'étalera entre 2023 et 2025, ainsi que la part substantielle de l'endettement public en devise.

Néanmoins, le principal frein à la croissance au Cameroun reste sa situation politique. En dépit de ses ressources et de la diversification de son économie, le Cameroun peine à attirer des investisseurs tant son climat des affaires est jugé délétère. La gouvernance et les institutions démocratiques sont d'ailleurs parmi les plus faibles au monde. Selon le classement sur la démocratie de l'*Economist Intelligence Unit*, le Cameroun se trouve à la 142^e place sur 167 pays répertoriés en 2020. Seuls neuf pays d'Afrique sub-saharienne font pire et selon cette mesure, l'état de la démocratie au Cameroun se dégrade rapidement depuis deux ans. Cela est sans compter sur l'instabilité que créerait le décès du président Paul Biya, qui à 88 ans dirige le pays depuis 38 ans. Pourtant, c'est bien le conflit

armé dans les régions anglophones du Cameroun (Nord-Ouest et Sud-Ouest) qui est la principale cause de l'instabilité politique dans le pays. Malgré les nombreux efforts politiques pour régler ce conflit, la réponse apportée par le gouvernement n'a jamais perdu sa dimension armée. Cela explique le grand nombre de déplacés qui ces dernières années trouvent refuge au Nigéria voisin pour fuir les violences. À tout cela s'ajoute la forte exposition du Cameroun au risque climatique, alors même que 62% de la population vit de l'agriculture.

Tous ces éléments devraient durablement peser sur la capacité de financement extérieur du pays malgré son appartenance à la zone monétaire d'Afrique centrale (CEMAC). L'accès aux marchés internationaux des capitaux du Cameroun est tout sauf assuré, renforçant l'importance des aides multilatérales, alors même que les questions liées aux droits de l'Homme et à la démocratie au Cameroun pourraient trouver une place centrale dans la politique étrangère de la nouvelle administration américaine en Afrique.

Géo-économie

News géo-économiques

La saga du triangle États-Unis – UE – Chine, premier épisode – Après les déplacements en Indo-Pacifique qui se sont terminés la semaine dernière par les échanges houleux en Alaska, les diplomates américains ont refusés de s'interrompre en si bon chemin.

Le secrétaire d'État A. Blinken était à Bruxelles mardi et mercredi, où, à l'emplacement symbolique du siège de l'OTAN, il a rencontré la plupart de ses homologues européens. Si le but était de rapprocher les liens transatlantiques en général, abîmés par le désintérêt de D. Trump pour ses alliés européens, la question chinoise était tout en haut de l'ordre du jour. Les discussions s'annonçaient complexes après la signature d'un traité commercial entre la Chine et l'Union européenne en décembre (le CAI), mais la question des droits de l'Homme est en train de changer la donne, et de donner une base à l'Alliance atlantique pour se resserrer et se redéfinir. Lundi, l'Union européenne a donc imposé ses premières sanctions contre des responsables chinois depuis les événements de la place Tiananmen en 1989, prenant pour cible les dirigeants de la région du Xinjiang. La Chine a immédiatement répliqué, un geste sans précédent, avec des sanctions sur plusieurs fonctionnaires et parlementaires européens, ainsi que des chercheurs et des instituts de recherches. L'indignation européenne était nette : des membres du parlement européen parlent désormais de boycotter la ratification du CAI.

Par ailleurs, A. Blinken et J. Borell, le premier diplomate de l'Union, ont co-rédigé un communiqué prévoyant le retour du « EU-US China Dialogue », un sommet de coopération transatlantique sur la question de la montée en puissance du rival chinois. Les mots employés reprennent la vision américaine d'une compétition généralisée avec la Chine, ce qui n'exclut cependant pas des domaines de coopération – la fameuse « strategic rivalry », qui agite les *think tank* américains depuis quelques mois.

Dans le Caucase, les tensions restent fortes – L'Arménie et l'Azerbaïdjan ont tenu des exercices militaires en simultanés entre le 15 et le 20 mars. L'Azerbaïdjan a annoncé ses exercices cinq jours auparavant, ce qui a provoqué la réponse des Arméniens dès le lendemain, rapporte Eurasianet. Les tensions se ravivent, alors que des rumeurs se répandent du côté arménien que les Azéris auraient prévu une offensive militaire avec la Turquie pour capturer Syunik en Arménie, pour sécuriser un lien entre le pays « central » et l'enclave azérie de Nakhitchevan se situant entre l'Arménie et la Turquie. L'investissement dans ce corridor de transport était une promesse russe ayant permis la

négociation du cessez-le-feu. Le 13 mars, le ministre des Affaires étrangères azéri, Jeyhun Bayramov, a également envoyé une lettre au secrétaire-général des Nations unies où il accuse Tbilissi d'envoyer des soldats en uniforme civil dans le territoire du Nagorno-Karabakh, pourtant cédé en novembre. Enfin, l'instabilité est à son comble en Arménie où le Premier ministre Nikol Pachinian a annoncé des [élections anticipées](#) en juin, cédant à la pression de ceux qui considèrent son gouvernement comme responsable de la défaite arménienne. Des troupes russes ont été postées dans la région, et sont chargées de faire respecter le cessez-le-feu.



En vert, le lien que les Azéris chercheraient à sécuriser. Source : *The Economist Intelligence Unit*.

Les vaccins continuent à agiter les relations internationales – Le Vietnam et les Philippines ont approuvé le vaccin russe Sputnik V et vont commencer à le distribuer, tandis que le Brésil devrait en démarrer une production domestique dès la semaine prochaine. Du côté européen, sans surprise, il fait davantage débat. En Slovaquie, l'achat du vaccin par le gouvernement avant l'approbation de l'Union européenne a mis à mal la coalition récemment au pouvoir, causant la démission du ministre de la Santé, et peut-être bientôt celle du Premier ministre. Thierry Breton a d'ailleurs questionné dans une interview télévisée le 21 mars la pertinence du vaccin pour la stratégie immunitaire ; ce que Vladimir Poutine a tenu à souligner comme « très étrange », ajoutant que « l'état des liens Russie-UE n'était pas satisfaisant du fait de la position non constructive et parfois conflictuelle des partenaires ».

L'UE est également au centre de disputes concernant la distribution du vaccin Oxford / Astra-Zeneca. Alors que le Royaume-Uni célébrait le record de 844 000 vaccinations en une journée le dimanche 21 mars, des délais de livraison du vaccin menaçaient d'empêcher la poursuite du succès

britannique. En cause, l'Inde, premier producteur de vaccin mondial, aurait dorénavant choisi [de prioriser ses besoins internes](#) plutôt que les exportations. De plus, l'UE, avec une campagne de vaccination pour l'instant décevante, voudrait renforcer le contrôle des vaccins quittant le territoire de l'Union, déstabilisant davantage l'approvisionnement britannique. *Downing Street* a tout de suite réagi en envoyant Lord Eddie Lister en Inde dès lundi, tandis que le Premier ministre B. Johnson en personne est allé défendre sa cause dans les capitales européennes. Il semblerait qu'il ait eu un certain succès ; Bruxelles et Londres ont annoncé vouloir calmer les tensions, et trouver une solution convenable pour les deux partis. Cela mettrait fin à des semaines de bisbilles entre Bruxelles et Londres sur le sujet, dont les relations post-Brexit sont décidément conflictuelles.

Moins de succès en Inde cependant : le 24 mars, le pays a bloqué temporairement les exportations du vaccin Astra-Zeneca pour faire face à la flambée des cas domestiques. Plus de 190 pays pourraient être affectés *via* l'impact sur l'initiative COVAX. A voir si New Delhi résistera à la pression politique internationale.

Intel investit dans les micro-processeurs – La compagnie américaine Intel a annoncé investir plus de 20 milliards de dollars dans ses usines en Arizona dédiées aux microprocesseurs, concurrence directe aux taïwanais et sud-coréens, actuellement en contrôle de la production de ces éléments indispensables aux chaînes de production industrielle mondiales, dans des domaines aussi divers que les équipements militaires de pointe ou les technologies de lutte contre le réchauffement climatique. En effet, si les États-Unis gardent une place substantielle dans le design de ces puces électroniques, l'essentiel de la production se fait à l'étranger. La production en masse commencerait à partir de 2024.

TSMC, le principal rival taïwanais, et Samsung, sud-coréen, avaient également indiqué en mai 2020 qu'ils [considéraient s'implanter ou développer](#) leurs activités de production aux États-Unis d'après le journal Nikkei. Encore plus en amont de la chaîne, le producteur taïwanais Foxconn Semicon serait également en train de peser la décision, rapporte le journal japonais Nikkei Asia (article du 25 mars).

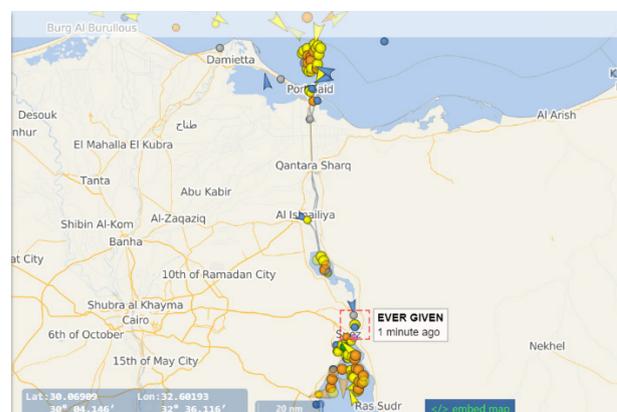
Une pénurie de microprocesseurs⁵ et les échos d'un retour d'une politique industrielle pro-active sur les industries « stratégiques » en provenance de Washington pourraient avoir influencé la décision d'Intel, bien qu'aucun lien n'ait été établi. Tout de même, cette décision peut être interprétée comme une brique de plus sur la route de la réorganisation

des chaînes de valeurs mondiales pour faire face aux nouveaux enjeux géopolitiques.

Le canal de Suez bloqué par un porte-conteneurs – Probablement aveuglé par une tempête de sable, phénomène fréquent en cette saison en Afrique du Nord, un porte-conteneurs japonais géant de 400 mètres de long (l'Ever-Given) opéré par l'affréteur taïwanais Evergreen et à destination de Rotterdam s'est échoué et s'est mis en travers du canal de Suez, bloquant ainsi toute circulation dans le passage emblématique des routes commerciales maritimes entre l'Asie et l'Europe. 51 navires transitent quotidiennement par cette voie d'eau, ce qui représente 10% du commerce mondial.

Les recettes du canal s'élèvent à 5,6 Mds USD par an. Pour l'Egypte, c'est, avec les transferts des émigrés et le tourisme, la troisième source de revenus et de recettes en devises pour le pays. Les opérations de désensablement ont pour l'instant échoué et des dizaines de navires sont bloqués, ce qui pourrait générer un risque de perturbations majeures pour le trafic maritime mondial.

Selon des experts du cabinet de recherche spécialisé VesselsValue, passer par la route du Cap de Bonne Espérance, à la pointe sud du continent africain, aurait un coût supplémentaire de 427 000 dollars par navire. Le trafic maritime mondial est déjà sous tension depuis cet été. La reprise de la demande américaine pour des biens importés, combinée avec la baisse de capacité dans les ports du pays suite à la crise sanitaire, ont créé des goulots d'étranglement, provoquant un allongement des délais et une augmentation drastique des prix. A ce stade, il est prématuré d'évaluer l'impact que pourrait avoir cet incident sur l'économie égyptienne. Un temps allongé pour dégager le canal pourrait toutefois avoir un impact significatif sur le trafic maritime mondial, aggravant une situation déjà délicate.



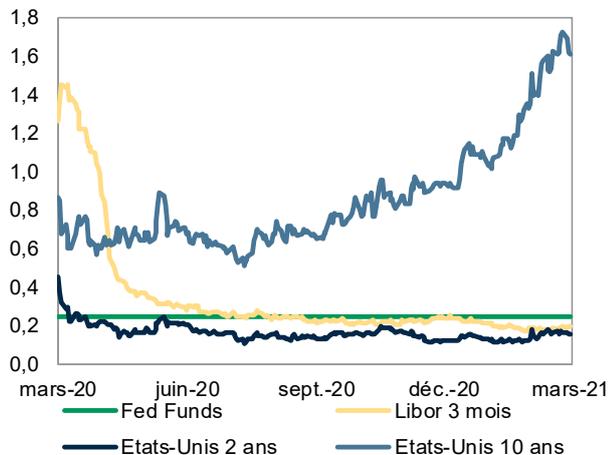
Une carte des navires bloqués le 25/03 à 12h16, fournie par VesselFinder

⁵ Rabindra Rengaradjalou, « Supply chain perturbée mais impact de la Covid-19 limité », rapport [ECO Tour 2021](#), février 2021

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

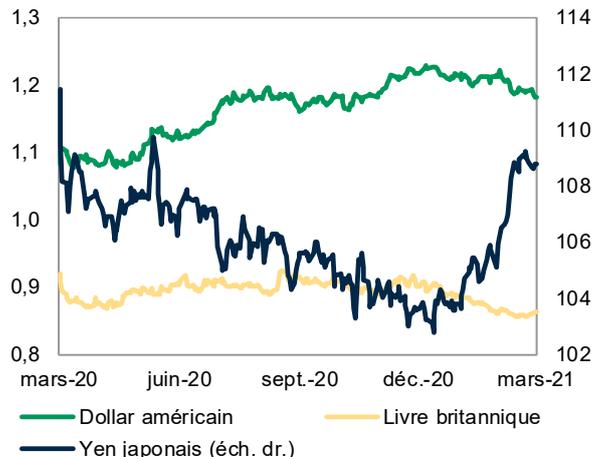
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

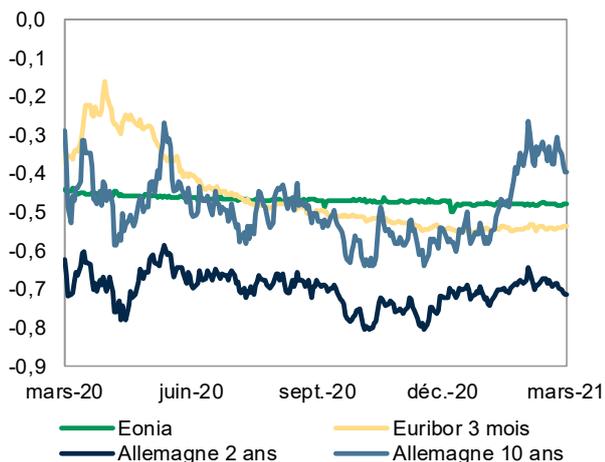
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

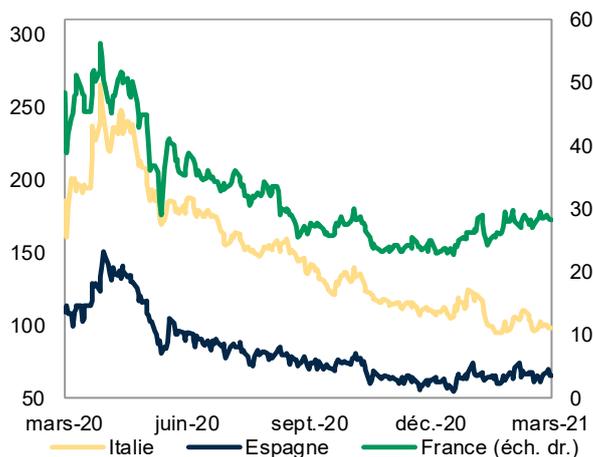
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

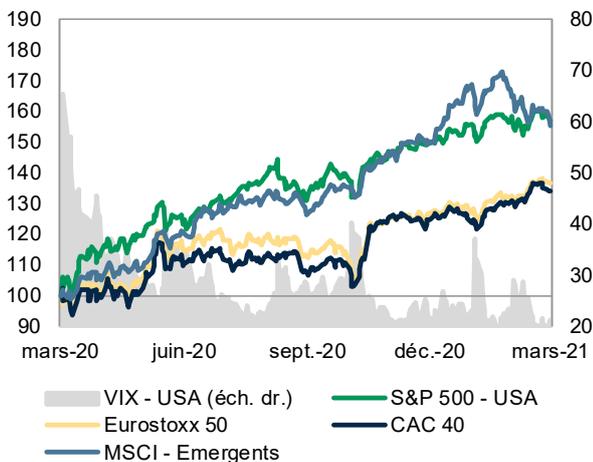
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

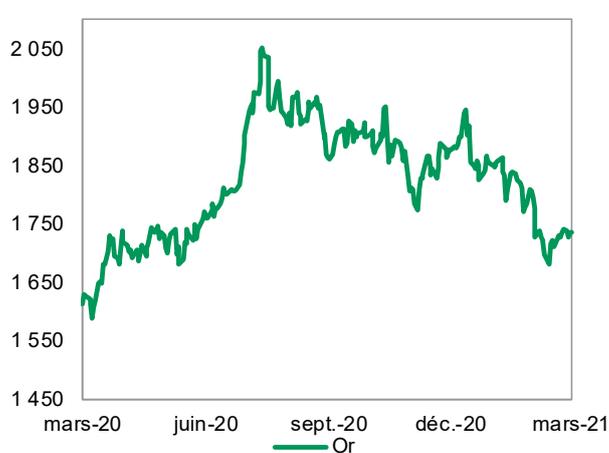
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

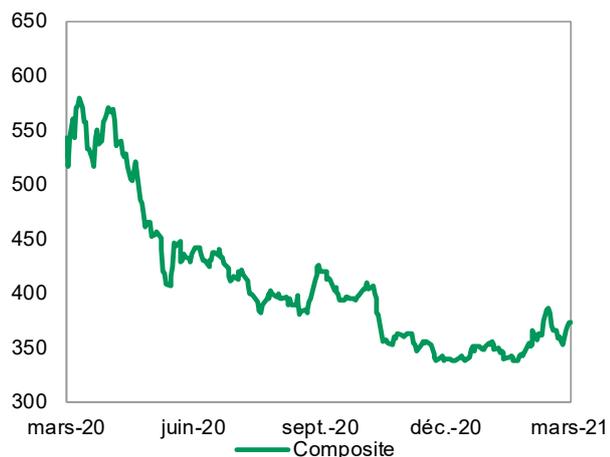
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

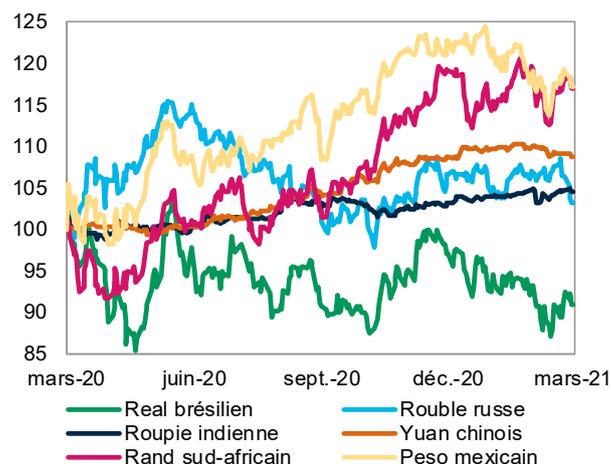
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

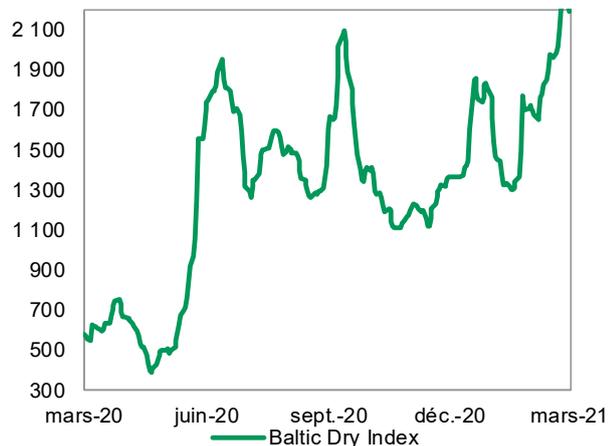
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

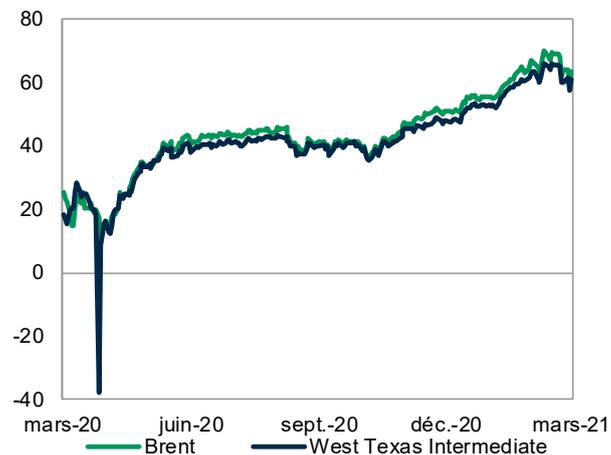
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

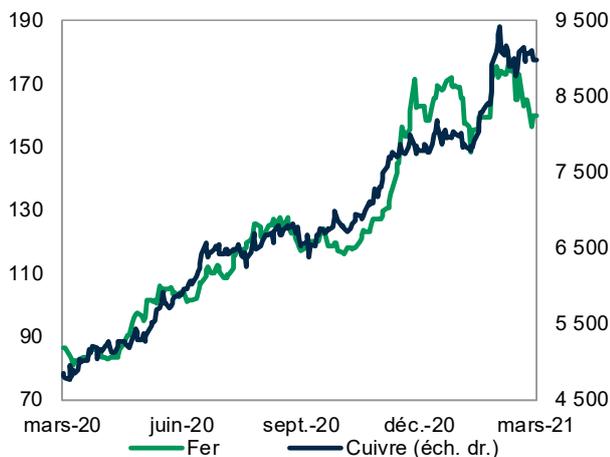
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

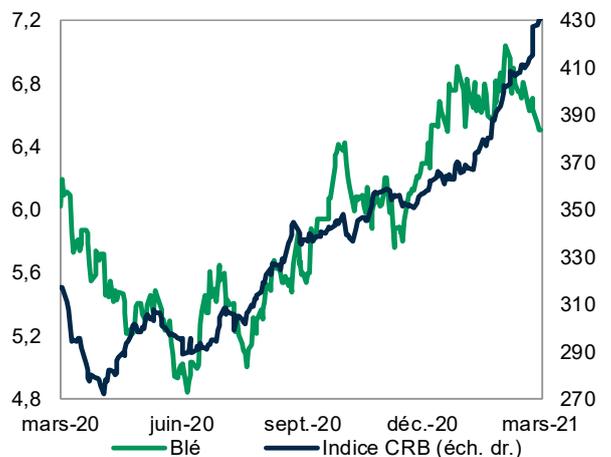
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 – 17 décembre 2020

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
25/03/2021	<u>Asie – Chêne ou roseau : l'Asean tiendra-t-elle ses promesses ?</u>	Asie du Sud-Est
24/03/2021	<u>Brésil – Un resserrement monétaire vigoureux</u>	Brésil
24/03/2021	<u>Services et tourisme dans les pays émergents, une des clés de la crise</u>	Emergents
23/03/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE plus optimiste sur les perspectives à court terme</u>	Royaume-Uni
22/03/2021	<u>France – Confinement, le troisième</u>	France
19/03/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
17/03/2021	<u>Fintech, l'envers du décor ! Une diversité de façade</u>	Banques, innovation
17/03/2021	<u>Chine – Ce qu'il faut retenir des "deux sessions"</u>	Asie
16/03/2021	<u>États-Unis – Un plan de sauvetage au-delà des attentes</u>	États-Unis
15/03/2021	<u>BCE – Non, il ne s'agit pas d'une "bonne" repentification de la courbe des taux</u>	UE

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (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 : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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