

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/297 – 20 novembre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ L'euphorie cède sa place à l'accalmie.....	1
☞ Budgets 2021 : la Commission soutient le maintien du support à l'économie, mais alerte sur le risque de pérennisation des dépenses.....	3
☞ Zone euro : rechute des ventes de véhicules neufs en dépit du redressement entamé ces derniers mois.....	4
☞ Zone euro : l'inflation perdure en territoire négatif en raison d'une activité restreinte.....	5
☞ Portugal : restrictions à la mobilité.....	5
☞ Italie : les voyants passent au rouge.....	6
☞ Le chiffre de la semaine.....	8
☞ Chine : toujours de la croissance, toujours des interrogations.....	8
☞ Émirats Arabes Unis : une crise douloureuse, mais le pire est évité.....	10
☞ Pologne et Hongrie : la soutenabilité du veto au plan de relance européen.....	11
☞ Mexique : que nous disent les agences de rating ?.....	12
☞ Zambie : le défaut souverain annoncé est là.....	13
☞ Pays pauvres : le G20 et le Club de Paris accordent leurs violons sur la dette.....	14
☞ Point sur les alliances militaires dans l'espace Indo-Pacifique.....	15
☞ News géo-économiques.....	16

☞ L'euphorie cède sa place à l'accalmie

Après l'élan d'optimisme consécutif à l'annonce par le laboratoire pharmaceutique Pfizer la semaine dernière d'un vaccin présentant un taux d'efficacité de 90%, l'appétit pour le risque s'est maintenu à des niveaux élevés cette semaine avec un Eurostoxx 50 en hausse de 1% et un CAC 40 en hausse de 2,3%. La baisse des nouvelles contaminations Covid-19 observée depuis plusieurs jours en Europe y contribue certainement. En revanche, la pandémie gagne du terrain aux États-Unis où la barre des 250 000 décès enregistrés depuis son début a été dépassée et l'État de New York a mis en place de nouvelles restrictions sociales, dont la fermeture des écoles. Mais les nouvelles encourageantes sur le front de la recherche de vaccins contre le coronavirus permettent d'envisager le futur, mais à moyen terme, avec plus d'optimisme.

Et, alors que les perspectives à court terme restent incertaines, pour ne pas dire anxiogènes, avec des économies nécessitant un soutien monétaire et

budgétaire significatif, les données américaines publiées au cours de la semaine ont été globalement rassurantes (production industrielle et ventes au détail en hausse en octobre, poursuite de la reprise sur le marché immobilier). La tonalité accommodante de la Réserve fédérale agit comme un bouclier face à la seconde vague, ainsi que face aux différends *post*-électorales et aux blocages politiques quant au plan de stimulus budgétaire. Le S&P 500 enregistre une performance quasi nulle sur la semaine. Le dollar se stabilise à un niveau proche de ses plus bas de cette année vis-à-vis d'un panier de devises et le cours du Brent progresse. Toutefois, les marchés obligataires continuent de témoigner de la prudence des investisseurs. Le taux dix ans allemand termine la semaine légèrement au-dessus de -0,6% à -0,57% et son homologue américain en repli de 5 points de base à 0,84%.

En Europe, les batailles politiques ont dominé l'actualité : elles concernent, d'une part, le Fonds de

relance européen et d'autre part sur le front du *Brexit*. Lors d'une réunion des ambassadeurs européens lundi, la Pologne et la Hongrie ont opposé leur veto à une loi relative au niveau maximal de ressources que le budget européen peut exiger des États membres, bloquant ainsi la mise en œuvre du Fonds de relance européen de 750 milliards d'euros sur lequel les pays se sont mis d'accord en juillet. La Pologne et la Hongrie menaçaient depuis des semaines d'utiliser leur droit de veto, si leurs demandes de suppression de la conditionnalité sur « l'État de droit » dans l'utilisation du Fonds n'étaient pas satisfaites. La réunion de lundi était donc une opportunité pour elles d'exercer ce droit. La vidéoconférence du Conseil européen ce jeudi n'a pas réglé cette bataille politique qui risque de retarder la mise en place du Fonds de relance européen bien au-delà de janvier prochain, délai butoir initialement prévu, ainsi que

de tous les nouveaux programmes prévus dans le cadre financier multi-annuel.

Concernant le *Brexit*, les voix au sein de l'Union européenne se sont faites plus fortes cette semaine en faveur d'une avancée sur les préparatifs pour un *No-deal*. Les négociations restent au point mort, alors qu'un accord doit voir le jour au plus tard à la fin de la semaine prochaine, si un *No-deal* doit être évité. À en juger par la bonne tenue de la livre sterling, les marchés gardent toujours l'espoir que les menaces de *No-deal* de part et d'autre ne sont qu'un bras de fer politique, pour obliger l'autre partie à des concessions. Nous anticipons également un accord dans les prochains jours. Selon les sources diplomatiques européennes, 90% de l'accord de libre-échange serait prêt, mais une entente reste difficile à trouver sur les points de blocage clés de la pêche et les règles de concurrence loyale.

Zone euro

Budgets 2021 : la Commission soutient le maintien du support à l'économie, mais alerte sur le risque de pérennisation des dépenses

Les conséquences économiques de la pandémie et des mesures de restriction à la mobilité et à l'activité ont été sans appel : l'écart de production négatif s'est fortement creusé dans la zone euro en 2020. Il aurait atteint 7,3 points de PIB. L'effort d'impulsion à l'économie fourni par la politique budgétaire a été à la hauteur du défi en 2020 : 3 points de PIB en moyenne dans la zone euro, si l'on prend en compte la définition traditionnelle de dégradation structurelle du solde public. Mais d'importantes mesures temporaires ont aussi été déployées en soutien de l'économie, se montant à 0,5 point du PIB supplémentaire. La dégradation des soldes publics associée à cet effort s'est couplée d'un impact fortement négatif de la conjoncture sur les soldes publics. Le déficit public a augmenté de 0,6% en 2019 à 8,8% en 2020 en moyenne dans la zone euro. Cet effort a été possible grâce à la suspension temporaire des règles de supervision budgétaire du Pacte de stabilité, ayant laissé des marges budgétaires aux États. Ainsi tous les États, y compris les plus endettés ont pu répondre à la crise en augmentant leur déficit.

Néanmoins, la réponse des États n'a pas toujours été proportionnelle aux dégâts causés par la pandémie aux économies. Pour certains pays fortement endettés des considérations de crédibilité sur la soutenabilité de leurs finances publiques ont prévalu et ont limité leur action. C'est le cas notamment pour l'Espagne et le Portugal où, malgré un plus fort impact de la crise, les mesures déployées – soient-elle enregistrées comme structurelles ou temporaires – ont été moins importantes qu'ailleurs. La dégradation plus importante du déficit due à la conjoncture a, en effet, limité leurs marges de manœuvre. En revanche, des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas, ayant connu une moindre baisse de l'activité, ont répondu massivement par des mesures de soutien. En France, si le déficit structurel est en baisse, une dégradation temporaire du déficit est annoncée avec des mesures « *one-off* » qui contribuent à garantir une impulsion budgétaire positive. Les États membres dont la position budgétaire est plus solide ont donc généralement fourni un soutien budgétaire plus direct, tandis que les États membres dont la position budgétaire est plus faible ont eu tendance à recourir davantage au soutien des liquidités. Ces mesures n'ont pas d'impact immédiat sur le déficit global, mais constituent un passif éventuel, si elles venaient à se matérialiser. Leur montant atteint 20% du PIB dans la zone euro, principalement sous forme de garanties étatiques et plus marginalement sous forme de report d'impôts et de cotisations. La Commission

européenne estime à 25% l'utilisation de ces garanties au mois d'octobre 2020.

La suspension des règles du Pacte de stabilité et croissance sera encore en vigueur en 2021, puisque les autorités européennes appellent les États à ne pas retirer trop vite leur soutien à l'économie.

Les projets de budget pour 2021 présentés par les États à la Commission européenne le 15 octobre prévoient en effet un écart de production encore négatif de 2,7 points de PIB en 2021, ce qui justifie que les mesures discrétionnaires en soutien de l'économie ne soient pas retirées aussi tôt. L'impulsion budgétaire, soit la variation du solde hors charges d'intérêts et effet de la conjoncture, serait encore positive en 2021.

En 2021, les mesures structurelles de soutien à l'activité s'accroissent légèrement par rapport à 2020, mais elles ne font que partiellement compenser le retrait des mesures temporaires. Ainsi, on peut affirmer que la reconnaissance d'une crise plus durable aura induit les gouvernements à pérenniser une partie des mesures anticipées initialement comme transitoires. C'est le cas notamment en France où la baisse des mesures provisoires coïncide avec la remontée du déficit structurel sans véritable modification de l'impulsion fournie à l'économie. Une meilleure situation conjoncturelle permettra de réduire le déficit de 8,8% à 5,8% en moyenne dans la zone euro. Selon les projets de budget pour 2021, le déficit passerait de 6,3% en 2020 à 4,3% en Allemagne, de 10,2% à 6,7% en France, de 10,5% à 7% en Italie et de 11,3% à 7,7% en Espagne. Dans tous les pays, la reprise de l'activité contribuera positivement à la baisse du déficit. Néanmoins, l'ampleur du soutien fourni à l'économie en 2021 s'annonce très diverse entre pays. Si des mesures additionnelles sont déployées en Espagne, en France et dans une moindre mesure au Portugal, leur niveau est stable par rapport à 2020 en Allemagne et en retrait en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique.

Les fonds européens n'interviendront que marginalement pour financer la relance en 2021. Peu de pays les ont comptabilisés dans leurs budgets pour 2021. Néanmoins, les fonds comptabilisés par certains États fournissent une impulsion budgétaire importante en complément de l'impulsion nationale, notamment en Espagne et dans une moindre mesure en France et en Italie. Ces fonds sont neutres comptablement sur le déficit, car ils interviennent en tant que ressources non fiscales et sont ensuite dépensés principalement comme dépenses en capital.

☑ Notre opinion – Les projections de croissance et de déficit fournies par les budgets pour 2021 sont d'ores et déjà obsolètes, puisqu'elles ne prennent pas en compte la matérialisation de la deuxième vague de pandémie et les nouvelles restrictions sur l'activité et la mobilité. Pour 2020, l'erreur est limitée, puisque la plus mauvaise croissance en fin d'année est compensée par une meilleure réalisation de la croissance pendant l'été, qui n'était pas encore connue lors de la formalisation des projections par les États. La croissance en 2020 ne devrait donc pas en être modifiée. Par contre, des mesures de soutien supplémentaires ont été annoncées entre temps et conduiront à une révision à la hausse des déficits en 2020. En revanche en 2021, la révision à la baisse de la croissance peut s'avérer importante : de 5,9% en moyenne dans la zone, selon les budgets 2021, à 4,2%, selon les prévisions d'automne de la Commission européenne. Cette plus faible croissance impliquerait automatiquement un déficit plus élevé de 0,9 point. Mais il paraît déjà évident que pour accompagner la croissance plus poussive en début 2021 se rendront nécessaires soit des nouvelles mesures de soutien, soit un retrait plus tardif qu'anticipé des mesures en place.

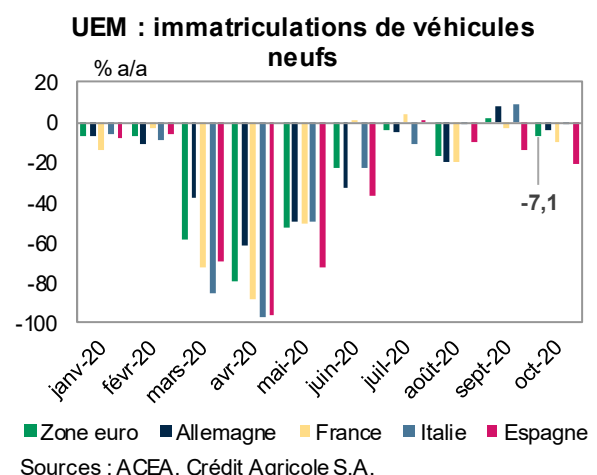
C'est donc contre ce risque de dérapage budgétaire dans un contexte de forte incertitude sur l'évolution de la pandémie et de la croissance que la Commission européenne alerte les États. L'évaluation de la Commission des projets de budget pour 2021 s'appuie sur les recommandations spécifiques par pays adoptées par le Conseil en juillet dernier. Cette année, son avis est de nature purement qualitative et n'inclue pas les exigences budgétaires numériques qui s'appliqueraient normalement. Cela reflète l'activation de la clause de sauvegarde générale du pacte de stabilité et de croissance. Les recommandations se sont concentrées sur les défis les plus urgents posés par l'épidémie et sur la nécessité d'une réponse budgétaire coordonnée. Ce n'est que lorsque les conditions économiques le permettront, que les politiques budgétaires devront viser à atteindre des positions budgétaires prudentes à moyen terme et à assurer la viabilité de la dette.

Or, les projets de budget projettent un niveau de déficit et de dette conforme aux prévisions d'automne de la Commission pour 2020. Par contre, le risque que la récente résurgence du virus fait peser sur les résultats économiques et budgétaires en 2021 implique des mesures de soutien bien ciblées et temporaires. Les mesures permanentes dont on ne prévoit pas le financement par des augmentations de recettes ou des réductions de dépenses compensatoires sont pointées du doigt par la Commission, car elles peuvent affecter la viabilité budgétaire à moyen terme. Pour l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas, l'Autriche, la Belgique, le Portugal, la Finlande, la Grèce, l'Irlande, Chypre, l'Estonie, la Lettonie, le Luxembourg, Malte et la Slovaquie les mesures sont (pour la plupart) temporaires. En revanche, certaines mesures prévues dans les projets de budget de la France, de l'Italie, de la Lituanie et de la Slovaquie ne semblent pas être temporaires ou assorties de mesures de compensation, selon la Commission, et donc à risque d'affecter plus durablement la trajectoire d'endettement.

👉 Zone euro : chute des ventes de véhicules neufs en dépit du redressement entamé ces derniers mois

Les immatriculations de véhicules neufs ont reculé de 7,1% sur un an en zone euro au mois d'octobre, après avoir brièvement augmenté en septembre de 1,7%. Cette rechute s'explique par la réintroduction de mesures restrictives pour contrer le virus dans plusieurs pays de la zone. La demande de véhicules neufs a particulièrement reculé en Espagne (-21% sur un an) et plus modérément en France (-9,5%), en Allemagne (-3,6%) ou en Italie (-0,2%). Si on compare le niveau actuel des volumes vendus avec ce qu'ils étaient au mois de janvier, soit avant les premières mesures d'endiguement de l'épidémie, on constate que la France, l'Allemagne et l'Italie ont dépassé leur niveau de janvier dernier. Toutefois, le volume des ventes cumulées sur les dix premiers mois de l'année reste très inférieur dans la plupart des pays à ce qu'il était sur la même période un an plus tôt, une période où les ventes étaient déjà très peu dynamiques. Sur les dix premiers mois, la zone euro accuse ainsi un recul de près de 27,4%.

L'Espagne et l'Italie sont les pays les plus impactés avec des pertes respectives de 36,7% et 31%, tandis que la France et l'Allemagne enregistrent des baisses moindres avec respectivement 26,9% et 23,4%.

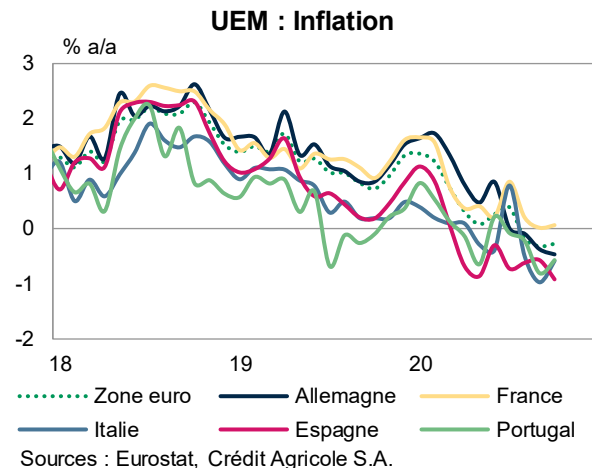


☑ Notre opinion – Les ventes de véhicules neufs en zone euro pâtissent de nouveau des mesures restrictives pour lutter contre l'épidémie. L'activité automobile demeure toujours bridée par une demande faible et des consommateurs contraints de limiter leurs déplacements. Le redressement des ventes du secteur devrait s'étaler dans le temps, avec le desserrement très progressif des contraintes sanitaires et l'amélioration des perspectives de croissance qui brident la confiance des ménages et freinent la consommation.

👉 Zone euro : l'inflation perdue en territoire négatif en raison d'une activité restreinte

Le taux de croissance de l'indice des prix harmonisés à la consommation en zone euro est resté stable au mois d'octobre à -0,3% en rythme annuel, confirmant ainsi les pressions baissières exercées par la faiblesse de la demande dans ce contexte de résurgence de l'épidémie de Covid-19 en Europe. L'inflation sous-jacente, corrigée des prix de l'énergie et des biens alimentaires, ressort stable à -0,2% sur un an. L'inflation globale est dominée par une contribution fortement négative de l'énergie (-1 point), contrebalancée par une contribution positive des services (+0,4 point) et des biens alimentaires (+0,3 point). La ventilation par pays indique un repli de l'inflation dans la grande majorité des pays de la zone. Toutefois, ce recul est plus particulièrement marqué en Espagne, en Italie et en Allemagne qui enregistrent respectivement -0,9%, -0,6%, et -0,4%, tandis que la France et les

Pays-Bas connaissent encore une inflation positive avec respectivement +0,1% et +1,1%.



☑ Notre opinion – L'inflation continue de reculer en zone euro avec un plus grand nombre de pays impactés (11 sur 19) par ces tensions baissières. Toutefois, celles-ci sont pour l'instant essentiellement guidées par la baisse des prix de l'énergie, elle-même étant le reflet d'une moindre activité et de moindres déplacements sur le territoire, en raison des contraintes mises en place pour limiter la propagation du virus.

👉 Portugal : restrictions à la mobilité

Le gouvernement portugais réévalue tous les quinze jours la liste des communes couvertes par l'état d'urgence en fonction des critères généraux du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies. Ces critères prévoient l'état d'urgence pour plus de 240 cas de contagion avérés pour 100 000 habitants au cours des quatorze derniers jours, en tenant compte de la proximité d'une autre commune dans cette situation et de la densité de la population dans chaque territoire. Aujourd'hui, 191 communes sont couvertes par les mesures de l'état d'urgence en vigueur jusqu'au 23 novembre, dont l'interdiction de circuler sur la voie publique en semaine entre 23 heures et 5 heures et pendant le week-end entre 13 heures et 5 heures.

Pendant le week-end, l'ouverture des commerces aura lieu à partir de 8 heures jusqu'à 13 heures, sauf pour les pharmacies, les cliniques, les bureaux, les stations-service et les points de vente jusqu'à 200 mètres carrés de surface avec leur porte donnant sur la rue. Avec l'autorisation du maire de la commune et avec l'accord de l'autorité sanitaire

locale et des forces de sécurité, les établissements dont les heures d'ouverture sont antérieures à 8 heures du matin peuvent continuer à pratiquer les heures d'ouverture habituelles. Pendant le week-end, à partir de 13 heures, les restaurants de ces municipalités ne peuvent travailler que pour la livraison à domicile. Ils bénéficieront d'un soutien de 20% de la perte de revenus subie par rapport à la moyenne des 44 week-ends précédents (janvier à octobre 2020). De plus, avec le couvre-feu, les habitants doivent rester à la maison, le télétravail est imposé, les magasins doivent fermer à 22 heures et les restaurants à 22 heures 30 et les événements et les réunions de plus de cinq personnes (sauf à l'intérieur du même ménage) sont interdits. Il est défendu de circuler sur la voie publique, une mesure qui prévoit treize exceptions de déplacement autorisées (les déplacements des professionnels de la santé et des agents de la protection civile, les rendez-vous médicaux, les déplacements dans les établissements d'alimentation et d'hygiène, l'assistance aux personnes vulnérables).

Notre opinion – Les autorités sanitaires portugaises ont confirmé ce jeudi un nouveau record quotidien de cas de Covid-19, avec près de 7 000 nouveaux cas positifs en 24 heures. L'Assemblée nationale devrait approuver une prolongation de l'état d'urgence ce soir. La Direction générale de la santé a signalé un total de 243 009 depuis le début de la pandémie. Au moins 3 701 personnes ont perdu la vie des suites de la Covid-19. Les autorités portugaises estiment que 3 017 patients sont hospitalisés pour la Covid, dont 458 dans des unités de soins intensifs. Le Portugal n'a pas encore atteint le pic de cette deuxième vague d'infections et le gouvernement défend la nécessité de prolonger l'état d'urgence actuel.

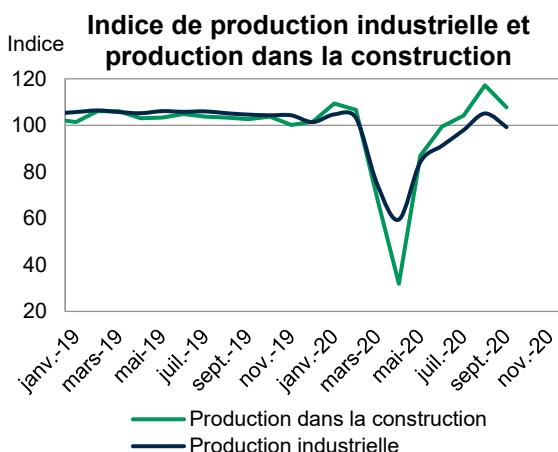
Italie : les voyants passent au rouge

Après la forte reprise de cet été, le ralentissement de l'activité faisant écho à la dégradation de la situation sanitaire commence à se matérialiser dans les données de septembre. La production industrielle s'est ainsi contractée de 5,3% en septembre, par rapport aux données d'août, laissant un acquis négatif de 2% au quatrième trimestre 2020. Même son de cloche du côté des nouvelles commandes et du chiffre d'affaires dans l'industrie qui ont respectivement diminué de 3,2% et 6,4%. Tandis que la baisse du chiffre d'affaires dans l'industrie est principalement imputable à une baisse sur le marché domestique (-4,9%), la contraction des nouvelles commandes trouve son origine aussi bien sur le marché domestique (-5,7%) qu'extérieur (-7,3%). À l'exception du segment des biens d'équipement qui fait encore preuve d'une certaine résilience (+0,9%), les chiffres d'affaires de toutes les autres catégories de biens affichent des baisses marquées avec -3,5% pour les biens de consommation, -5,6% pour les biens intermédiaires et -7,3% pour l'énergie.

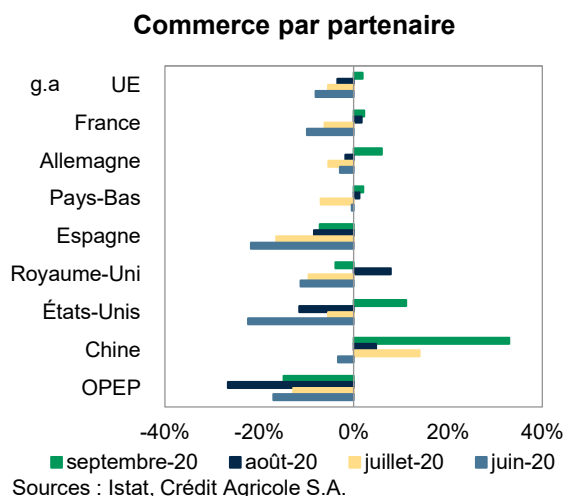
L'industrie n'est pas la seule branche à montrer les signes d'un retournement. La production dans la construction a également diminué en octobre après le fort rattrapage de cet été. L'indice de production dans la construction aurait ainsi diminué de 8,1% par rapport au mois d'août. Malgré ce recul en fin de trimestre, elle aurait crû de 50% au troisième trimestre.

L'affaiblissement du marché domestique s'est également traduit par un recul des importations en

septembre de 0,6%. Dans le même temps, les exportations ont progressé de 2,3%, portées par une hausse des exportations hors UE de 8,1% qui a largement compensé la baisse des exportations au sein de l'Union européenne de 2,1%. Avec ce chiffre positif en septembre, les ventes à l'étranger ont enregistré leur cinquième mois de hausse consécutive, portant leur croissance trimestrielle à 30%. Elles restent cependant inférieures de 4,2% à leur niveau d'avant-crise. L'Istat précise, en outre, que cette dynamique reste positive, même si l'on exclut les effets dus aux exportations occasionnelles à fort impact, telles que la construction navale, qui ont contribué significativement à l'augmentation du bon résultat de septembre, contribuant à la hausse des exportations dans les secteurs des transports, hors automobiles de (+28,7%). Parmi les autres secteurs qui ont contribué positivement, on retrouve les métaux de base et produits métalliques, à l'exclusion des machines et installations (+9,9%), les produits pharmaceutiques, les articles médico-chimiques et botaniques (+8,2%), les vêtements, y compris les articles en cuir et en fourrure (+6,4%) et les véhicules automobiles (+5,8%). Les partenaires commerciaux ayant contribué le plus à l'augmentation des exportations sur un an sont les États-Unis (+11,1%), la Suisse (+15,7%), l'Allemagne (+6,0%), la Chine (+33,0%) et la Pologne (+19,4%), tandis que les ventes vers les pays de l'OPEP (-14,8%), l'Espagne (-7,2%), et le Royaume-Uni (-3,9%) ont diminué.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

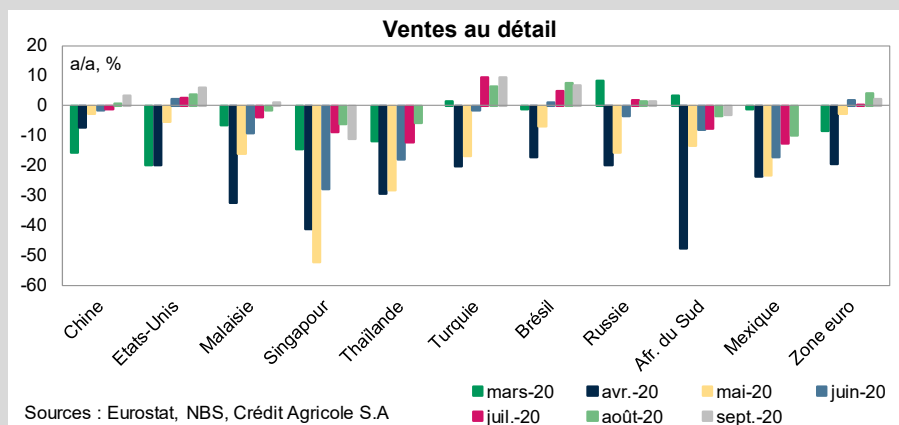
☑ **Notre opinion** – Sans grande surprise, les voyants conjoncturels passent progressivement du vert au rouge. Ce qui aurait pu prendre la forme d'un tassement après la forte récupération estivale devrait se muer en un retournement de conjoncture, une fois les effets du second confinement intégrés. Les données de mobilité indiquent que la baisse d'activité est inférieure à celle enregistrée lors du choc d'avril, mais elle n'en vient pas moins gripper la mécanique de récupération, retardant davantage une normalisation de la situation. La perception des agents reste en partie décorrélée de la réalité de la crise sanitaire et du confinement. L'indice de confiance des entreprises a continué de s'améliorer en octobre (passant de 91,3 à 92,9), aussi bien dans l'industrie que dans le commerce de détail. La confiance des ménages a, en revanche, marqué une inflexion passant de 103,3 à 102,0, un pessimisme que l'on retrouve dans les anticipations sur la situation économique du pays et l'évolution du chômage, tandis que les évaluations de la situation personnelle sont moins négatives. L'indice Confcomercio marque aussi le pas dans sa dernière prévision d'octobre, avec un net recul de la consommation de services qui pénaliserait la consommation. Les PMI de novembre devrait nous renseigner davantage sur les effets du confinement sur l'activité.

Pays émergents

Le chiffre de la semaine



La courbe des ventes au détail reflète les différences de trajectoires de reprise entre les pays émergents, qui sont en train de s'accroître. Cette reprise plus ou moins dynamique renvoie d'abord, évidemment, à la question épidémique (seconde vague en Pologne et en Russie et, à l'inverse, à l'impact d'une épidémie mieux maîtrisée en Corée...) et à l'ampleur du choc macro-économique, très violent au Mexique ou en Afrique du Sud, par exemple. Elle reflète aussi les différences de politique de relance (relance par le crédit en Turquie), ainsi que les différences de comportement des consommateurs, plus ou moins frileux. Cela tient au niveau de développement du pays et au niveau du PIB par habitant (la Corée, avec une part importante de consommation dans le PIB), mais aussi aux structures d'âge (jeunesse de la population turque), à l'absence éventuelle d'un filet d'une protection sociale (le cas chinois) et à une propension historique plus ou moins forte à aller vers l'épargne de précaution, en cas de crise.



Asie

Chine : toujours de la croissance, toujours des interrogations

La reprise est là, c'est sûr, et les chiffres d'activité du mois d'octobre l'ont encore confirmé. Comme depuis le début du deuxième trimestre, c'est surtout le secteur de l'offre qui tire l'activité.

La production industrielle continue ainsi sa progression (+6,9% en octobre en glissement annuel, la même hausse qu'en septembre), la production de services, qui demeurerait moins dynamique, accélère également (+7,4%, après +5,4% en septembre). Du côté de la demande, le consensus continue d'être déçu par les chiffres de la consommation et des ventes au détail (+4,3% en octobre, quand 5% était attendu) qui accélèrent néanmoins par rapport à septembre (+3,3%). Ce décalage offre/demande se reflète dans les chiffres de l'inflation, en net ralentissement (0,5% en octobre, après 1,7% en septembre) et dans ceux des importations, qui restent loin de leur niveau pré-crise.

Les signaux de reprise sont également venus du marché du travail, avec une nette accélération des créations d'emplois (+15,6% en glissement annuel), soit 1,1 million d'emplois créés en octobre, un niveau jamais atteint depuis plus de trois ans. Les autorités chinoises espèrent maintenant que cette embellie

rassurera les consommateurs chinois et les conduira à diminuer le niveau de leur épargne de précaution.

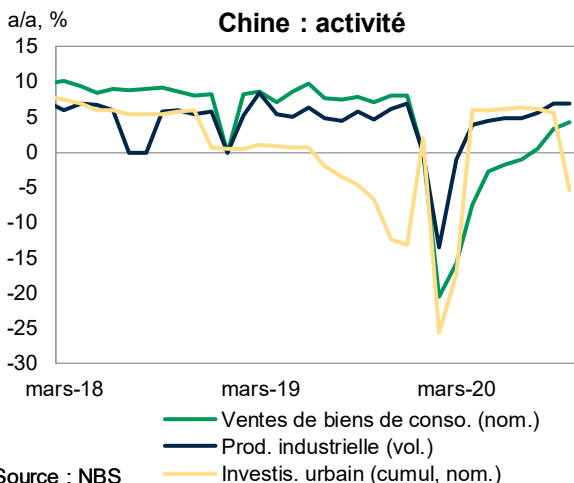
Enfin, l'investissement en immobilisations a également accéléré (1,8%, contre 0,8% en septembre), tout comme le marché immobilier (transactions conclues notamment).

À ces bonnes nouvelles économiques, qui tranchent une fois de plus avec les perspectives plus sombres en Europe et aux États-Unis, où la deuxième vague épidémique contraint toujours fortement l'activité, s'ajoute la signature cette semaine d'un nouvel accord de libre-échange (cf. encadré), qui pourrait encore renforcer les exportations chinoises, qui se portent déjà très bien (+11,4% en octobre, après +9,9% en septembre).

Pourtant, des signaux montrent que la Chine ne sort pas totalement indemne de la crise.

Il y a d'abord ce décalage offre/demande persistant, sur lequel nous avons plusieurs fois alerté, qui tranche nettement avec les trajectoires de la plupart des autres économies, développées ou non (États-Unis, zone euro, mais aussi Russie ou Turquie), dans lesquelles la consommation a rebondi beaucoup plus nettement et rapidement qu'en Chine. Les

dernières données du marché du travail sont certes encourageantes et la reprise se consolide mois après mois : il n'empêche que l'absence de courbe en V dans ce pan de l'économie interroge. La trajectoire de désinflation que connaît actuellement la Chine est le signe que nous ne disposons peut-être pas de tous les paramètres pour construire notre scénario, car la baisse des prix alimentaires n'est pas suffisante pour expliquer ce phénomène, alors même que l'activité repart et que – contrairement à l'Europe ou au Japon – la Banque centrale est loin d'avoir atteint des taux zéro.



Deuxième préoccupation : une série de défauts sur les paiements d'entreprises publiques, qui fragilise le marché obligataire chinois. Cette semaine, un grand fabricant de semi-conducteurs (Tsinghua Unigroup) et un constructeur automobile (Brilliance Auto Group) ont indiqué qu'ils ne pourraient pas faire face à leur prochaine échéance de remboursement, et qu'ils ne seraient a priori pas soutenus par l'État. La semaine dernière, c'était le groupe énergétique Yongcheng Coal&Electricity qui annonçait son défaut sur un milliard de yuans (environ 130 millions d'euros) de dette. Et la liste des entreprises publiques en difficulté serait bien plus importante. Traditionnellement considérées comme des placements sûrs par les agences, car bénéficiant du soutien de l'État comme prêteur en dernier ressort, les entreprises publiques bénéficiaient jusque-là de la confiance des investisseurs.

Côté autorités, la stratégie n'est pas encore très lisible. Pékin cherchant à attirer de nouveaux investisseurs étrangers sur son marché obligataire, une étape de « nettoyage » est sans doute nécessaire pour les rassurer et assainir ce segment de marché qui a plusieurs fois inquiété (vagues de mini-krachs en 2015-2016, puis en 2017), en raison de son surendettement. Des efforts de transparence sont toutefois encore bien nécessaires, car les entreprises qui ont fait défaut étaient pour la plupart jusqu'ici notées AAA par les agences.

Le désengagement – relatif – de l'État du secteur public va également à l'encontre des derniers

discours de Xi Jinping, qui a plusieurs fois rappelé l'importance du caractère planifié de l'économie chinoise et de l'obligation pour les entreprises privées d'être avant tout au service de leur pays et du Parti.

Quoi qu'il en soit, il s'agit d'un sujet à suivre de près, car agences et banques s'accordent pour dire que la phase de défauts ne fait que commencer et ne sera pas totalement visible, tant que les mesures exceptionnelles de soutien liées au Covid-19 (moratoires sur certains prêts notamment), seront encore en place, ce qui devrait être le cas jusqu'au premier trimestre 2021 au moins.

Ce n'est sûrement pas cette année que se déclencherait la crise de liquidité annoncée des entreprises publiques chinoises, mais il n'empêche que le nombre et le montant des défauts sera une indication de l'état dans lequel le Covid-19 a vraiment laissé l'économie chinoise.



Focus sur le Partenariat économique global (RCEP)

Quinze pays d'Asie et du Pacifique ont signé le 15 novembre un nouvel accord commercial, englobant plus de deux milliards d'habitants.

Incluant la Chine, les pays de l'Asean, mais aussi le Japon, la Corée du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, cet accord n'est pas révolutionnaire sur sa forme – il s'agit peu ou prou d'un traité de libre-échange traditionnel, visant à supprimer les droits de douane sur les marchandises dites non-sensibles, c'est-à-dire excluant la plupart des produits agricoles, et n'inclut pas de normes environnementales et sociales contraignantes –, sa portée n'en est pas moins extrêmement symbolique.

Il aura, en effet, fallu pas moins de huit ans de négociations pour parvenir à ce résultat et, malgré le retrait de l'Inde qui souhaitait protéger son agriculture et ses industries, et dont les relations avec la Chine se sont fortement dégradées, qui pourra toutefois rejoindre l'accord après la signature, il s'agit tout simplement du plus grand accord jamais signé, puisque ses membres représentent 30% du PIB mondial.

Pour la Chine, la victoire est d'autant plus symbolique que cet accord venait directement concurrencer l'accord de partenariat transpacifique, initié par les États-Unis et signé en 2016, dont les États-Unis s'étaient pourtant retirés dès 2017 sur décision de Donald Trump. Le RCEP inclut de surcroît des alliés traditionnels des Américains, dont le Japon, la Corée du Sud et l'Australie.

Il devrait de manière pratique permettre à la Chine de fluidifier et sécuriser les chaînes d'approvisionnement régionales, dans un contexte de tensions croissantes sur certains biens, notamment électroniques.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Émirats Arabes Unis : une crise douloureuse, mais le pire est évité

Malgré la diversification de leur économie qui leur assure une forme de résistance aux chocs économiques externes, les Émirats souffrent assez fortement de la crise sanitaire du coronavirus et ce pour quatre raisons principales :

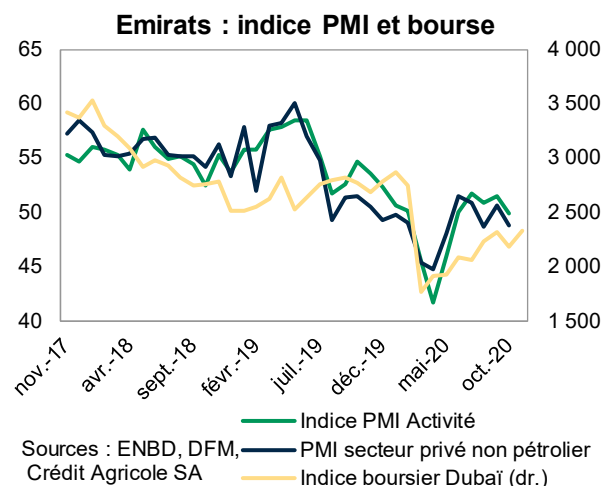
- 1 - Les mesures de confinement du printemps ont entraîné un premier semestre en récession de 4,3% (7,8% au deuxième trimestre). Un redressement au second semestre se profile (cf. graphique sur les indicateurs de confiance PMI), mais la hausse du nombre de contaminés à la Covid depuis septembre est forte (8 000 par semaine) et pourrait compromettre le redressement au quatrième trimestre.
- 2 - L'industrie touristique (11% du PIB) est à l'arrêt depuis de nombreux mois et de nombreuses entreprises (notamment les compagnies aériennes) sont en grande difficulté, soutenue financièrement par l'État.
- 3 - Le double choc sur les activités pétrolières (baisse de la demande mondiale et accord Opep+ de réduction des productions et effondrement des prix à environ 40 dollars le baril en moyenne en 2020) va fortement peser sur les recettes fiscales et creuser le déficit budgétaire à environ 10% du PIB. Un léger déficit courant devrait être constaté.
- 4 - Et enfin, l'intégration des EAU dans les chaînes de production mondiales est remise en question, cela entraîne de graves difficultés pour les entreprises locales.

Le pays n'est certes plus un pays totalement rentier, mais cette crise affecte les équilibres macro-économiques, car elle touche fortement les secteurs de diversification du pays, c'est-à-dire le tourisme et le transport aérien. Une détérioration de l'endettement est donc aussi à prévoir, car la récession devrait atteindre 5,5% en 2020 (1,5% plus élevée que les estimations du printemps). Un rebond à 2,2% est espéré en 2021, mais il reste incertain, car il dépendra des prix du pétrole et de l'évolution de la pandémie fin 2020 et de la disponibilité d'un vaccin

dans les prochaines semaines. Une baisse des investissements est aussi à prévoir puisque l'exposition universelle de Dubaï a été repoussée à 2021. La consommation des ménages et les investissements privés devraient se contracter respectivement de 5% et de 6% en 2020, compensés seulement par un soutien des investissements de l'État de +2%. De son côté, la crise immobilière s'accroît et prolonge la déflation (-1,1%).

Le solde courant, resté excédentaire malgré la volatilité du pétrole, y compris en 2015, devrait devenir modestement déficitaire (1% du PIB en 2020) et il se redressera en 2021. La dette externe restera donc plutôt convenable de 70% à 80% des recettes d'exportation. Les réserves en devises vont rester solides et le fonds souverain d'Abu Dhabi peut éventuellement servir d'amortisseur en cas de besoin.

C'est sur les questions de finances publiques que la Fédération va connaître l'impact le plus douloureux : le déficit budgétaire sera très élevé (estimé à 10% du PIB en 2020), en partie en raison du plan de soutien très important de l'État. Malgré sa hausse, la dette publique (hors secteur parapublic) s'établirait à seulement 40% du PIB à l'horizon 2021. Un ratio enviable dans la région et pour les pays émergents.



Notre opinion – Au-delà de l'économie, l'évolution de la géopolitique devrait également influencer le développement du pays au cours des prochaines années. L'accord de reconnaissance avec Israël (signé aussi par Bahreïn) est important et est perçu comme favorable au développement régional. Si la région reste tendue en raison des tensions avec l'Iran, des récentes attaques dans le détroit d'Ormuz et de la longue crise du Qatar qui bride la croissance, la possibilité de renforcer la coopération avec Israël, voire de relier par une route terrestre (oléoduc ou chemin de fer) les rives du golfe Persique à celles de la Méditerranée et la possibilité d'accroître les liens touristiques pourraient apporter un léger regain de croissance et de débouchés commerciaux à une région qui doit aussi diversifier ses débouchés et ses clients.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne et Hongrie : la soutenabilité du veto au plan de relance européen

Ce n'est pas la première fois que la Pologne et la Hongrie apposent leurs vetos sur une décision commune au Parlement européen. Mais cette fois-ci, cela prend une autre dimension et la démarche peut marquer un tournant dans les rapports politiques entre les États de l'Europe de l'Ouest et de l'Est. Ce que la Hongrie et la Pologne rejettent dans le plan de relance européen, ce sont les conditionnalités de versement de ces aides liées strictement donc au respect de l'État de droit.

Le fond de la problématique ne se présente pas du tout en termes financiers, mais plutôt en termes de politique, voire de régimes politiques dans une Europe qui se veut unie. En revanche, la conséquence est bel et bien financière, puisque sont en jeu 750 milliards d'euros de plan de relance et 1,1 trillion d'euros de budget de développement pour les années 2021-2027.

Il était donc temps de mettre sérieusement la question des dérives de l'État de droit au centre des débats et des actions européennes.

Les débuts de ces dérives remontent à plus de dix ans en Hongrie et cinq ans en Pologne. Les gouvernements ont procédé quasiment de façon identique en commençant par les restrictions légales de l'indépendance des médias, en continuant par l'intimidation des organes judiciaires. Ensuite, les réformes du système judiciaire ont abouti à un manque de transparence et d'indépendance de ces organes. Puis, est venu le thème de la culture et de l'écriture de l'histoire, donc en somme des valeurs à transmettre. Le tout s'est déroulé dans un climat de discours très sévère et conservateur, marqué par un certain héritage chrétien. La Hongrie a, quant à elle,

modifié sa Constitution et pose désormais de façon académique les bases idéologiques d'une nouvelle vision de la « démocratie chrétienne », nommée au départ comme démocratie illibérale.

Face à ces dérives quotidiennes, les institutions européennes se sont retrouvées face à trois difficultés. D'une part, elles ont été désarmées politiquement pour réagir. En effet, l'Europe n'avait pas été suffisamment dotée d'institutions et/ou de réglementations pour condamner ou exclure rapidement des membres qui avaient un tel programme contraire à la définition initiale de l'État de droit des fondateurs de l'Union. D'autre part, il y a eu sans doute une sorte de négligence – ou de sous-estimation du phénomène politique « antisystème » – face à la gravité des événements, qui aurait pu d'ailleurs se résoudre, dans un cadre d'alternance des partis politiques dans les pays concernés. Mais cela n'a pas eu lieu. Enfin, l'activation du seul mécanisme prévu, le fameux « article 7 » qui aurait pu suspendre le droit de vote des deux pays concernés, n'a pas pu aboutir, puisque les deux alliés ont posé un veto pour se protéger mutuellement.

Tout cela explique pourquoi le dernier recours et pas des moindres était l'argument financier, car les bénéfiques potentiels du simple plan de relance représentent, par exemple pour la Pologne, 23 milliards d'euros. Les autres enveloppes viendront s'ajouter pour constituer un potentiel d'investissement assez conséquent pour les deux pays. Manne qui semblait essentielle dans un contexte où la crise a créé des problématiques budgétaires non négligeables...

✓ Notre opinion – *Alors comment lire le « non » à un plan de relance nécessaire à toute l'Europe, mais aussi à la Pologne et à la Hongrie ? En fait, cela ne pouvait pas vraiment se passer autrement. Car la politique et l'idéologie que ces pays bâtissent depuis dix ans est loin d'être passagère. Les changements de l'État de droit ont été inscrits si profondément dans l'organisation et le fonctionnement des institutions que respecter à présent une autre vision des droits, telle que définie par l'Union, se traduirait par un détricotage trop important. Cela voudrait dire également que ceux qui représentent cette idéologie (V. Orban et J. Kaczynski) et qui dirigent ces deux pays feraient marche arrière de façon aussi visible et assumée ?! C'est un risque politique dont il faut comprendre la profondeur pour comprendre la position qui a été prise.*

Mais au final, c'est aussi une vraie impasse politique dans un moment très critique pour tous les peuples d'Europe.

Toutefois, il y a des voies de sortie possibles. D'une part, la Pologne, pour qui les enjeux sont colossaux, s'est montrée plus ouverte dans son veto, ce qui laisse envisager une possible négociation sur les modalités pratiques et concrètes. Il faut dire que le gouvernement polonais est déjà dans une posture fragile à l'intérieur du pays à cause de la loi sur l'avortement, qui a déclenché une importante révolte populaire.

Ensuite, un fléchissement de positionnement entre la Pologne et la Hongrie isolerait encore plus V. Orban, qui se trouve face à une position politique européenne soutenue par quasiment tous les autres pays membres. Dans un tel cas, la position d'Orban pourrait aussi lui coûter sa place de Premier ministre. Il ne faudrait pas sous-estimer, en effet, le soutien pro-européen des populations hongroise et polonaise en cas

d'un éventuel référendum, par exemple. D'autant qu'il n'y aura plus le support du président Trump à ce type de politiques, et c'est un point non négligeable.

Les négociations vont donc se poursuivre dans les prochains jours et risque de mettre l'Europe face à un arbitrage délicat : bloquer trop longtemps le plan de relance ou protéger durablement sa vision de l'État de droit, en stoppant la marche engagée vers l'autoritarisme en Europe.

Amérique latine

Mexique : que nous disent les agences de rating ?

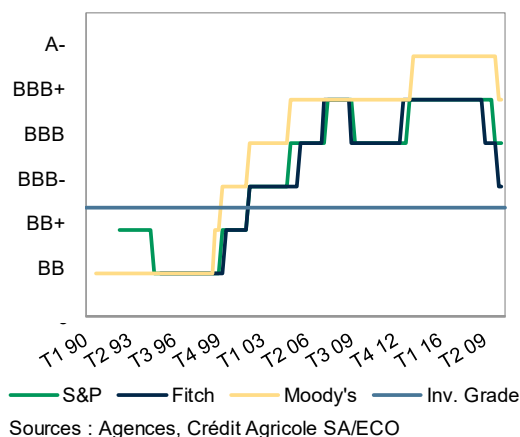
Alors que Fitch vient de confirmer, sans surprise, la note souveraine (dette en devises à long terme) à BBB- (perspective stable), le moment est propice à un survol des actions des agences de notation. Chacune des trois agences a, en effet, abaissé sa notation souveraine depuis le début de l'année. L'agence Standard & Poor's a donné le ton dès la fin du mois de mars (BBB, perspective négative), rapidement suivie (mi-avril) par Fitch (BBB-, perspective stable) et Moody's (Baa1, perspective négative) : les trois notes s'étagent ainsi à l'intérieur de l'univers BBB ; l'une d'entre elles (Fitch) se situe un cran seulement au-dessus de la frontière « fatidique » de l'investment grade.

Les diagnostics sont évidemment convergents en ce qu'ils listent des traits saillants (forces/faiblesses) identiques.

Moody's justifie l'abaissement de sa notation par l'affaiblissement « considérable » des perspectives de croissance à moyen terme, l'érosion de la solidité budgétaire du souverain (hausse ralentie des recettes budgétaires due à une faible croissance, détérioration continue de la situation financière et opérationnelle de PEMEX) et la faiblesse de l'élaboration des politiques et des capacités institutionnelles. À l'actif figurent le statut de grande économie diversifiée, l'absence de déséquilibres macro-économiques majeurs, la solidité budgétaire, ainsi qu'un système financier et une politique monétaire tout deux qualifiés de sains. La perspective négative reflète le risque de détérioration économique et budgétaire (incertitude sur l'orientation politique à moyen terme, réponses politiques insuffisantes pour relever efficacement les défis économiques, problèmes financiers et opérationnels persistants de PEMEX).

Lors de son appréciation d'avril, Fitch débute par la gravité de la récession à venir et supposée suivie d'une reprise (débutant au second semestre 2020) probablement freinée par les entraves responsables des (contre) performances économiques récentes : détérioration du climat des affaires et érosion du cadre réglementaire. Alors que le cadre de politique macro-économique reste intact, les interventions de politique micro-économique ont endommagé le climat d'investissement. Par ailleurs, même en l'absence de relance budgétaire, la dette publique devrait augmenter (d'au moins 6 points à près de 50% du PIB, le niveau plus élevé depuis les années 1980). Le retour de la dette/PIB sur une trajectoire soutenable serait difficile. La dette de PEMEX (9% du PIB) reste un facteur de risque majeur, déjà largement intégré dans l'appréciation du risque. Enfin, les inquiétudes ne concernent pas les comptes extérieurs malgré la dépréciation du peso et les sorties de capitaux de portefeuille (politique monétaire crédible, taux de change flexible, ligne de swap de la Réserve fédérale, réserves de change élevées et intactes, ligne de crédit flexible du FMI). En novembre, Fitch confirme sa note : cadre de politique macro-économique cohérent, finances extérieures stables et solides, gouvernance relativement faible, croissance à long terme modérée, dégradation des ratios d'endettement public. Fitch table cependant sur le maintien d'une orientation budgétaire stricte et une probable réforme fiscale en 2022, limitant les risques pour le profil de crédit liés à la

Mexique : ratings



Lors de son diagnostic (fin mars), S&P anticipe ainsi un choc sévère (effets combinés de la Covid-19 aux Mexique et aux États-Unis, baisse des prix du pétrole) qui, bien que temporaire, pèsera sur une dynamique de croissance déjà faible (PIB réel par habitant) et désigne nommément l'administration de López Obrador, incapable d'améliorer la confiance du secteur privé et la dynamique des investissements : la confiance est faible et les initiatives d'investissement dans les infrastructures présentées en novembre 2019 n'ont pas contribué à l'améliorer. La perspective négative signale un risque de dégradation liée à un affaiblissement potentiel des finances publiques. Compte tenu de la faiblesse de la base fiscale hors pétrole et de la rigidité des dépenses, le compromis entre maintien de la croissance et pression croissante sur PEMEX est difficile.

détérioration des finances publiques et contribuant à la « perspective stable ».

Si les constats sont globalement convergents, les analyses se distinguent selon qu'elles insistent sur les dégâts conjoncturels ou sur les faiblesses pré-existantes. Moody's évoque les blocages en amont ; S&P complète en évoquant un choc pénalisant mais transitoire ; Fitch insiste sur la conjoncture. L'attention se concentre évidemment sur les finances publiques et la dérive du ratio dette/PIB avec deux approches distinctes selon que, schématiquement, soit privilégié le dénominateur ou le numérateur. Sans déplorer qu'aucun plan de relance n'ait été envisagé, Fitch cible la dégradation immédiate des finances publiques, tout en soulignant que les recettes fiscales ont dépassé les attentes et que les autorités ont cherché à minimiser le recours à l'emprunt en 2020. Moody's souligne la faiblesse tendancielle de la croissance. C'est de la hiérarchie des faiblesses, de la pondération entre risques immédiats et déficiences durables (entre lesquels s'opèrent souvent des arbitrages) que naît la gradation.

Dès lors, que reste-t-il pour « rassurer » les agences de notation ? Pas grand chose de tangible à brève échéance. La dernière enquête de l'IMEF table sur une contraction du PIB de 9% en 2020, suivie d'une reprise au rythme de 3,1% couplée à une inflation juste inférieure à 4% (borne haute de l'actuelle cible

d'inflation de 3% +/- 1 point de pourcentage). En laissant son taux inchangé à 4,25% lors de sa dernière réunion (12 novembre), la Banque centrale a opté pour une « pause » dans son assouplissement monétaire. Alors que les possibilités d'accommodation monétaire se réduisent, une politique de relance budgétaire traditionnelle est encore exclue. Le projet de loi de finances 2021¹ (déficit prévu à 2,9% du PIB) vient d'être adopté par le Parlement.

L'approche fiscalement conservatrice, certainement guidée par le souvenir des crises de la balance des paiements et des plans de sauvetage des années 80 et 90, a donc résisté à la crise. Le gouvernement se trouve ainsi pénalisé par sa propre « obstination austéritaire » en subissant simultanément une récession violente, qu'il ne s'est pas donné les moyens d'accompagner, et un choc budgétaire. Il devrait être plus facile de rassurer sur la « non dégradation pénalisante » (on est encore loin de la restauration) des finances publiques que de reconforter sur l'élévation du potentiel de croissance : le Baa1 de Moody's serait ainsi plus à risque que le BBB- de Fitch. À terme, seule une réforme fiscale profonde couplée à un désengagement progressif du secteur de l'énergie est susceptible d'endiguer l'érosion lente du *rating* faisant glisser le Mexique à la frontière de l'*investment grade* voire en-dessous.

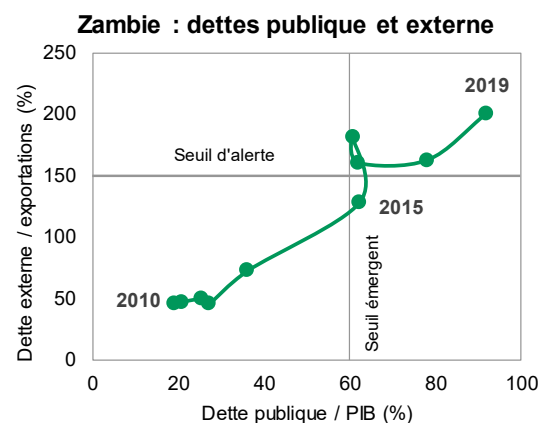
Afrique sub-saharienne

Zambie : le défaut souverain annoncé est là

La Zambie est en passe de devenir le premier pays africain à faire défaut sur sa dette souveraine, suite à la pandémie de la Covid-19. En effet, le pays souffre d'un double surendettement comme le montre le graphique ci-dessous. La dette publique a atteint 92% du PIB en 2019. En comptant l'ensemble des prêts garantis par l'État, la seule dette publique externe représente un peu plus de 50% du PIB. Elle est majoritairement contractée auprès de créanciers privés (77%). Cela comprend trois obligations en devises émises en 2012, 2014 et 2015 pour une valeur nominale de 3 milliards de dollars. C'est sur la seconde obligation que la Zambie a manqué le paiement d'un coupon d'une valeur de 42,5 millions de dollars.

Malgré les tentatives de négociation de la part du gouvernement zambien, le groupe de quinze investisseurs détenant 40% de la valeur des euro-bonds n'a pas accédé aux demandes du gouvernement de différer le paiement des intérêts. Ainsi, avec la fin de la période de grâce sur le paiement du coupon, la Zambie entre en situation de défaut. Selon le ministère des Finances, la Zambie dispose d'une partie des fonds, mais ne procédera pas au

paiement du coupon par souci d'égalité entre ses créanciers.



La situation est le résultat de mois de défiance entre les créanciers privés et le gouvernement au sujet des autres dettes contractées par le pays, notamment auprès de la Chine. Ils reprochent à la Zambie un manque de transparence sur ces prêts, ainsi que l'absence de plan clair pour redresser les finances du pays. Parallèlement à ce refus des détenteurs

¹ « [Budget mexicain 2021 : priorités affichées, obsessions véritables et moyens limités](#) », Monde – L'actualité de la semaine – 18 septembre 2020

d'eurobonds, la Zambie a annoncé avoir réussi à négocier avec l'Exim Bank of China le report du

paiement de 110 millions de dollars dus entre mai et décembre.

✓ Notre opinion – *Le problème zambien, au-delà du surendettement, est celui de la confiance des créanciers privés envers les pays ayant une importante dette chinoise (environ un quart de la dette extérieure zambienne). Un des rôles du cadre commun adopté par le G20 sera de rétablir cette confiance. Dans le cas de la Zambie, les choses sont rendues plus compliquées par le calendrier électoral. Effectivement, des élections législatives et présidentielles doivent se tenir en août 2021 : la signature d'un accord avec les membres du G20 serait coûteuse politiquement, car elle signifierait l'adoption d'un programme FMI avant les élections. Programme souvent accompagné de conditionnalités socialement douloureuses et généralement impopulaires.*

Pays pauvres : le G20 et le Club de Paris accordent leurs violons sur la dette

Le 15 novembre à Riyad, s'est réuni virtuellement le G20 pour discuter de ce qui avait été esquissé lors de précédentes réunions : **un « cadre commun pour le traitement de la dette au-delà de l'Initiative sur la suspension du Service de la Dette (ISSD) »**. En effet, l'ISSD paraît toujours plus inadapté à la situation des pays pauvres les plus endettés. Une suspension du service de la dette pour un an ne suffit pas pour des pays comme l'Angola ou la Zambie. Plus encore, bien que ce soit un outil efficace pour améliorer la liquidité de certains pays peu endettés, le report du service de la dette aggrave dangereusement à long terme le poids de la dette de pays dont l'endettement est déjà astronomique. Par ailleurs, l'ISSD n'a jamais permis d'obliger les créanciers privés à y participer, bien qu'ils y aient été fortement incités. De là à dire qu'ils ont profité de l'ISSD pour continuer à être remboursés, alors que cet argent devait servir à des dépenses sanitaires, il n'y a qu'un pas, que certaines critiques de l'ISSD franchissent.

Les principes de ce cadre commun sont donc les mêmes que ceux précédemment annoncés : un traitement au cas par cas, mais impliquant l'ensemble des créanciers sur un pied d'égalité et dans la transparence. Dans les faits, les pays endettés seront à l'initiative de leur demande de reprofilage de dette et celui-ci sera obligatoirement accompagné par un programme supervisé par le FMI. Le tout doit être formalisé par un *Memorandum of Understanding (MoU)*, signé par l'ensemble des parties. Ce processus doit aboutir à :

- ✓ Un changement de la valeur nominale du service de la dette sur la durée du programme FMI ;
- ✓ Dans certains cas, à la réduction des intérêts de la dette en préservant le capital ;

✓ Et à l'extension de la maturité des dettes traitées.

Les effacements purs et simples de dette (abandon de créance) sont en principe exclus, mais néanmoins envisagés dans les cas les plus difficiles. La participation des prêteurs privés est prévue par l'obligation qu'aura un pays participant au programme de réclamer de la part de l'ensemble de ses autres créanciers, des termes aux moins aussi favorables que ceux qui lui sont accordés par le *MoU*. Autrement dit, il ne peut participer à ce programme que si tous ses créanciers y participent. Les signataires du *MoU* auront un droit de regard et de contrôle dans l'avancement de ces négociations. Sur les soixante-dix-sept pays pauvres éligibles à ce mécanisme, trente-sept sont des pays d'Afrique subsaharienne



La position chinoise

63% de la dette due aux pays du G20 par les pays les plus pauvres est détenue par la Chine, ce qui en fait l'acteur incontournable de ces négociations. Le choix d'un ralliement à une position commune traduit probablement à la fois une logique financière et un des objectifs diplomatiques. En effet, ces dernières semaines la Chine a sans aucun doute réalisé que d'importantes pertes étaient inévitables sur les prêts qu'elle avait accordés. Le cadre commun qui implique l'ensemble des prêteurs, y compris privés, pourrait désormais permettre à la Chine de minimiser ses pertes. Face à cet impératif financier, la Chine ne va pas pour autant renoncer à tout ce qu'elle a investi en Afrique. Ce choix du multilatéralisme a donc aussi un enjeu de réputation autant que diplomatique.

✓ Notre opinion – *Le ralliement de la Chine, de l'Inde, de l'Arabie saoudite, de l'Afrique du Sud, de la Turquie, du Koweït et des Émirats à la position du Club de Paris est une avancée nette vers un traitement coordonné du problème du surendettement. Pourtant, les limites de ce mécanisme sont également importantes. L'exclusion de principe de l'effacement de dette limite la portée du programme. Parallèlement, la nécessité d'entrée dans un programme FMI augmente son coût politique pour les gouvernements des pays concernés.*

Géo-économie

Point sur les alliances militaires dans l'espace Indo-Pacifique

Début novembre, les États-Unis, l'Inde, le Japon et l'Australie ont lancé les exercices militaires conjoints annuels « Malabar » dans le golfe du Bengale. Initiés en 1992 par les États-Unis et l'Inde, ils intègrent le Japon depuis 2015. **L'Australie y participe cette année, une première depuis treize ans.** Les manœuvres militaires incluent des exercices anti-sous-marins et anti-aériens dans l'objectif d'encourager « l'interopérabilité » entre les quatre armées.

Surtout, elles ont **une portée symbolique forte** et interviennent **moins d'un mois après la réunion des quatre ministres des Affaires étrangères à Tokyo dans le cadre du Dialogue quadrilatéral pour la sécurité (Quadrilateral Security Dialogue).**

Signe d'une **rupture géopolitique**, Canberra et New Delhi, longtemps prudents et soucieux de ne pas froisser Pékin, s'engagent ouvertement auprès de Washington dans un front, perçu par la Chine, comme anti-chinois. Le contexte géopolitique n'est plus le même qu'il y a dix ans : en 2008, l'Australie quittait le groupe Quad sous la pression de la Chine et l'Inde était fière de son non-alignement stratégique. Mais les relations bilatérales entre Canberra et Pékin se sont détériorées après les critiques australiennes de la gestion chinoise de la pandémie et la demande d'une enquête indépendante internationale sur les origines de la pandémie. En guise de représailles, la Chine a taxé ou interdit l'importation de produits agricoles australiens (orge, vin, bœuf). Depuis octobre, Pékin n'achète plus de charbon australien. Quant aux relations sino-indiennes, elles ont atteint un plus bas en juin dernier, après le conflit meurtrier au Ladakh indien.

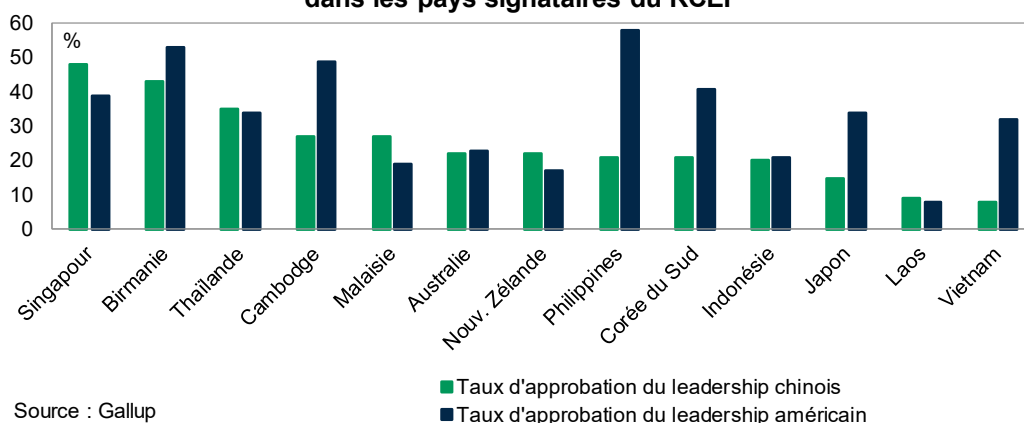
Le groupe Quad, défenseur d'un « Indo-Pacifique libre et ouvert » est paradoxalement redynamisé **par l'ascension militaire et politique de la Chine dans**

la région. En effet, Pékin ne cesse d'y étendre son influence, d'abord à travers la stratégie du « collier de perles » (structures logistiques déployées dans l'océan Indien à double usage, civil et militaire), puis, évidemment avec les « nouvelles routes de la soie »

Paradoxe du calendrier, l'opération Malabar se déploie au moment où vient d'être signé un accord important de libre-échange (RCEP – cf. [article Chine](#)) entre la Chine, le Japon, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Corée du Sud et les pays de l'Asean. En donnant un coup d'accélérateur à l'intégration économique de l'Asie, le RCEP va donc à **contre-courant des logiques d'alliances militaires qui se structurent au même moment la région** et qui visent à endiguer la Chine. Notons la présence de l'Australie et du Japon parmi les pays signataires (ainsi que d'autres pays très méfiants à l'égard de Pékin comme la Corée du Sud, le Vietnam ou l'Indonésie), puissances qui sont **des éléments clés du « front anti-chinois » dans l'Indo-Pacifique.**

L'importance de l'alliance Indo-Pacifique fait l'objet d'un consensus bipartisan à Washington : elle est au cœur de la politique d'endiguement de la Chine. En 2011, le président démocrate Obama fait du « pivot asiatique » une priorité de sa politique étrangère. Sous Donald Trump, le département de la Défense considère la région dans un rapport de 2019 comme un « théâtre prioritaire ». Les opérations de « liberté de navigation » de la marine se multiplient : entre 2017 et 2019, l'US Navy mène vingt opérations à moins de 12 milles marins, la limite des eaux territoriales, d'îlots occupés par Pékin et patrouille dans le détroit de Taiwan à dix-sept reprises². **Joe Biden devrait poursuivre cette logique de renforcement de l'alliance indo-Pacifique.**

Image des Etats-Unis et de la Chine dans les pays signataires du RCEP



² [Indo-Pacifique : une alliance XXL face à la Chine](#) – Le Monde, 16 novembre 2020

News géo-économiques

Politique américaine – Le Sénat américain a bloqué mardi la nomination de Judy Shelton, candidate de Donald Trump, au Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine (Fed). C'est d'autant plus un revers pour le président sortant que ses deux précédents candidats à ce poste avaient été rejetés par les sénateurs et que trois sénateurs républicains se sont opposés à cette dernière nomination (les démocrates ont tous voté contre).

Le manque d'indépendance de l'économiste controversée a été souligné. Conseillère de Donald Trump pour la campagne de 2016, elle avait remis en cause l'indépendance de la Fed à l'égard du pouvoir politique. Elle soutient également le retour à l'étalon-or qui consisterait à rattacher la valeur du dollar à son poids fixe en or.

Diplomatie américaine et Turquie – Mike Pompeo entame une tournée de plusieurs pays. Depuis la France où il est arrivé lundi, le secrétaire d'État américain a déclaré dans le quotidien *Le Figaro* que les États-Unis et l'Union européenne devaient travailler de concert pour répondre aux **actions « très agressives » de la Turquie** au Moyen-Orient ces derniers mois. Le secrétaire d'État a mentionné le récent soutien turc aux Azéris, les avancées militaires en Libye et en Méditerranée. Cette déclaration intervient alors que **les États-Unis sont jusqu'ici demeurés prudents à l'égard de l'assertivité turque**. Rappelons qu'Ankara a ouvert cinq fronts militaires (Irak, Syrie, Libye, Méditerranée orientale, Haut-Karabagh). Pompeo doit justement se rendre en Turquie après la France. Il est ensuite attendu en Géorgie, en Israël, aux Émirats arabes unis, au Qatar et en Arabie saoudite.

Le conflit en Éthiopie dépasse déjà les frontières – Sans surprise, l'Érythrée semble impliquée dans le conflit qui oppose le gouvernement éthiopien et la région du Tigré (dont l'Érythrée est frontalière). Du moins, c'est ce dont le TPFL, le parti tigréen, accuse le régime de Isaias Afwerki. L'Érythrée permettrait à l'armée éthiopienne d'opérer depuis son territoire. D'après certains témoins, l'armée érythréenne, précédemment massée à la frontière, prêterait main forte à l'armée éthiopienne dans les combats. Le TPFL a répliqué en tirant des missiles sur Asmara, sans qu'un bilan matériel ou humain ne soit connu pour le moment. La crainte d'un vide sécuritaire laissé par une armée éthiopienne accaparée par ce conflit s'est également matérialisée avec un massacre ethnique en Oromia.

Ces violences en Éthiopie laissent présager des effets régionaux que pourrait avoir un retrait éthiopien du théâtre somalien.

Abiy Ahmed s'est montré sourd aux appels à la paix de la communauté internationale et annonce un assaut final sur le Tigré avant la fin de la semaine.

Cela devrait aggraver la crise humanitaire d'envergure qui se dessine, y compris au Soudan voisin qui aurait déjà reçu 27 000 réfugiés depuis le début du conflit.

Influence russe en Afrique et au Moyen-Orient – Vladimir Poutine a publié un décret lundi autorisant **la création d'un complexe naval russe à Port Soudan**, au milieu de la mer Rouge. La base permettra d'amarrer quatre navires dont des vaisseaux à propulsion nucléaire et d'accueillir 300 militaires, ainsi qu'un personnel civil. Elle constituera **le premier point d'appui russe en Afrique depuis la chute de l'Union soviétique et la deuxième base navale à l'étranger après Tartous en Syrie**. Elle sera un **relais de l'influence russe en Afrique et au Moyen-Orient et améliorera la capacité de Moscou à opérer dans l'océan Indien**. À mi-chemin entre le canal de Suez et le détroit de Bal-el-Mandel, cet emplacement est stratégique, car il est aussi situé en face de la Mecque et de Djeddah et au nord-ouest de Djibouti où sont présentes les armées française, américaine, italienne, chinoise et japonaise. Cette annonce intervient quelques semaines seulement après que le président américain Trump a retiré le Soudan de la liste américaine des États finançant le terrorisme et la signature consécutive d'un accord de reconnaissance entre le Soudan et Israël.

Ces dernières années, Moscou a cherché à accroître son influence géopolitique sur le continent africain, en retrait depuis la chute de l'Union soviétique, *via* des accords commerciaux et de défense. Les entreprises russes investissent notamment dans la production de bauxite en Guinée, dans des projets pétroliers au Nigéria et dans des mines de nickel en Afrique du Sud. Moscou est un fournisseur majeur d'armes au Soudan, à l'Égypte, l'Algérie, l'Angola et a développé des liens militaires étroits avec la République centrafricaine.

Maroc : regain de tensions dans le Sahara occidental – Un regain de tensions militaires est constaté dans le Sahara occidental après un blocage par le Front Polisario de la route reliant le territoire à la frontière mauritanienne et une réponse militaire marocaine d'envergure pour dégager cette voie. Le Front a annoncé la fin de la trêve (effective depuis trente années) avec les autorités marocaines. Dans le même temps, le Maroc a reçu le soutien des pays du Golfe et la Jordanie a annoncé l'ouverture d'un consulat à Laâyoune, la principale ville du territoire. La plupart des pays appellent à la retenue tandis que seule l'Algérie a condamné l'intervention marocaine. Le risque d'opérations militaires plus violentes dans le futur n'est pas certain sur ce territoire supervisé par l'ONU.

La région vit de la pêche, de l'exploitation de phosphates et d'agriculture. La population actuelle

serait de 300 000 personnes dont les deux tiers à Laâyoune, la principale ville de la côte Atlantique.



Sahara occidental

Les quelques dates qui ont marqué l'histoire de ce territoire de l'Ouest africain voisin de la Mauritanie et en conflit non résolu depuis presque un demi-siècle :

Territoire quasi désertique peuplé de Berbères et lié au Maroc au Moyen-Age, il devient un protectorat espagnol au XIX^e siècle, puis une colonie au XX^e siècle. Lors de la décolonisation en 1975, son partage par l'Espagne entre la Mauritanie et le Maroc a été entériné, mais sans referendum d'auto-détermination. Soutenu par l'Algérie, le Front Polisario, adepte de l'indépendance, s'oppose militairement à cet accord en 1976, mais accepte un cessez-le-feu en 1991 sous l'égide de l'ONU qui, de son côté, préconise un referendum avalisé par une résolution. Celui-ci ne sera jamais organisé.

Selon la FAO, le territoire sahraoui était peuplé, en 1975, d'environ 80 000 nomades non fixés et dont l'état civil était, à l'époque, très incertain. Territoire non autonome depuis 1963, le Sahara occidental est administré à 80% de son espace par Rabat, dont l'autorité n'est toutefois pas reconnue internationalement. Ce territoire est par ailleurs une source de tensions majeures entre le Maroc et l'Algérie qui soutient le Polisario.

États-Unis-Irak-Afghanistan : diminution significative de la présence militaire américaine – À quelques semaines de la transition vers une

administration démocrate sous la présidence Biden, le gouvernement Trump a décidé de réduire de moitié stationnées en Afghanistan et de 17% celles stationnées en Irak. Des voix s'élèvent en Europe et aux États-Unis pour dénoncer ce mouvement qui accroîtrait le risque d'une recrudescence d'attentats liés à l'État Islamique et une hausse de l'instabilité politique.

Péninsule arabe : de nouvelles routes commerciales en discussion – L'accord récent de reconnaissance et de coopération entre Israël et deux États arabes du Golfe (Émirats et Bahreïn) fait naître des espoirs de renforcement, voire de création de nouvelles routes commerciales terrestres qui permettraient de compléter les routes maritimes existantes ou les lignes aériennes commerciales actuellement en cours de création.

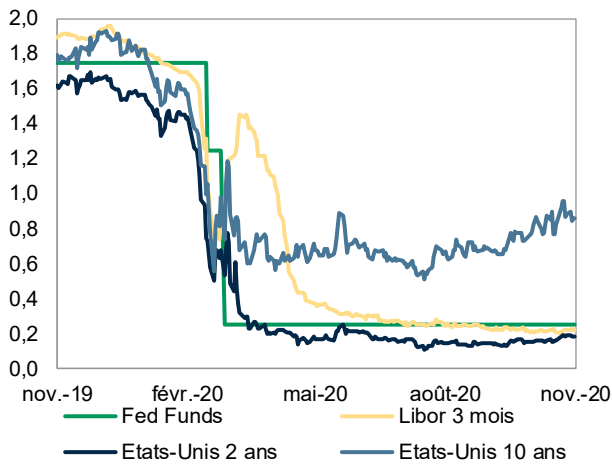
Après la possibilité de construire un oléoduc sur le territoire saoudien pour relier Israël et les Émirats (ce qui permettrait au transport de pétrole vers l'Europe de contourner les détroits d'Ormuz et de Bab El Mandeb), une liaison ferroviaire a été récemment évoquée par des autorités israéliennes. L'Union européenne a été associée à ces discussions. Environ 2 000 kilomètres séparent les Émirats Arabes Unis d'Israël, situés presque exclusivement sur le territoire saoudien.

La prudence est cependant de mise avec ce type de projet à long terme : dans la région, un projet de chemin de fer existe entre Oman et les Émirats, mais n'a jamais abouti, en partie pour des raisons politiques.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

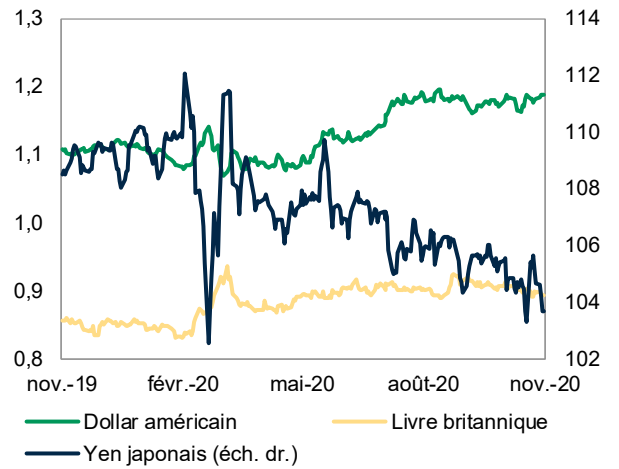
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

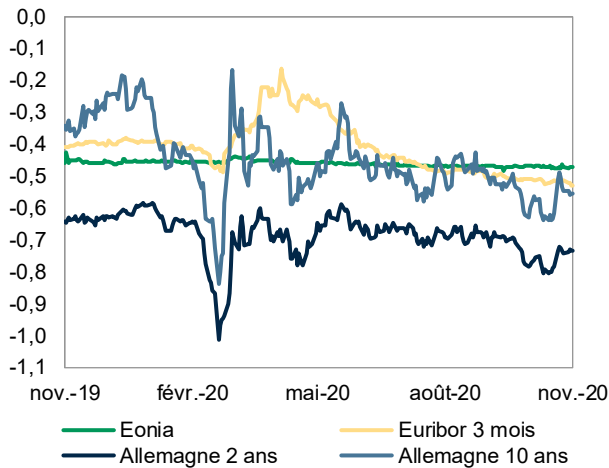
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

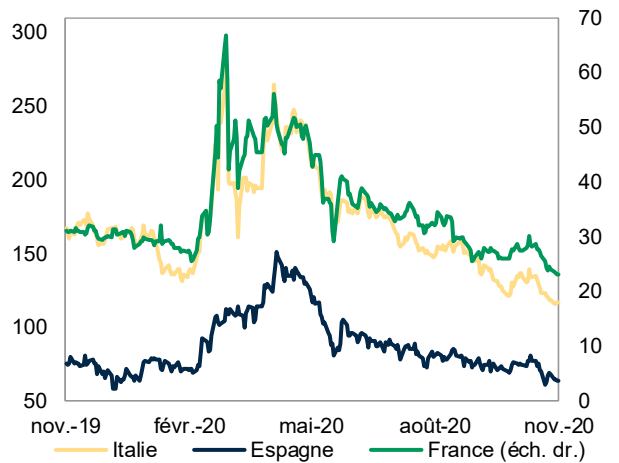
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

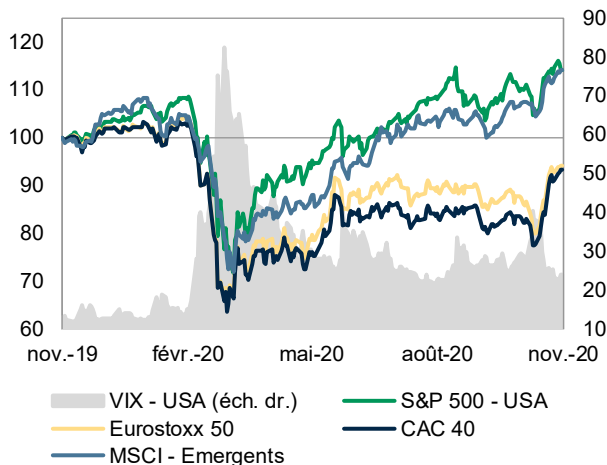
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

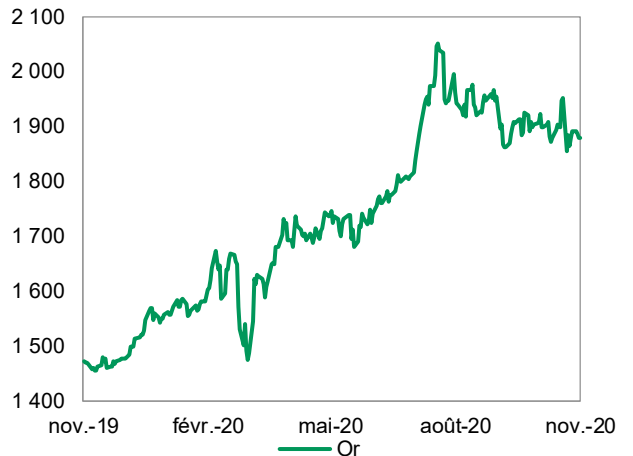
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

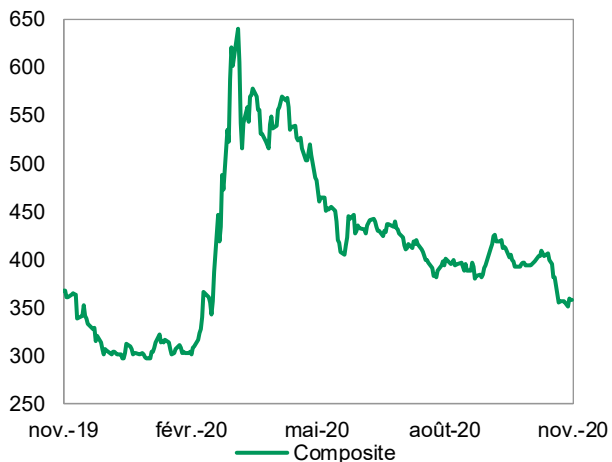
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

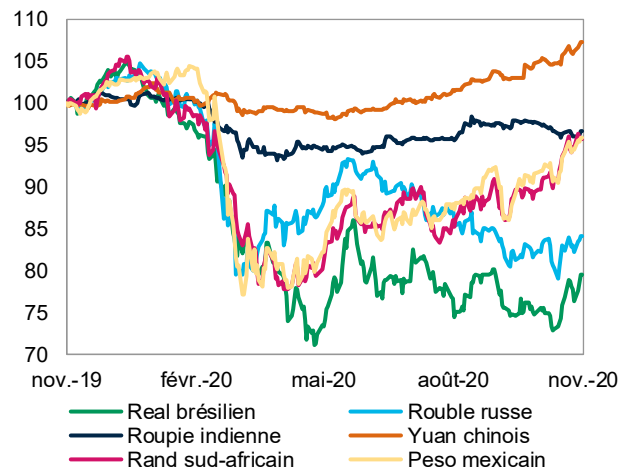
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

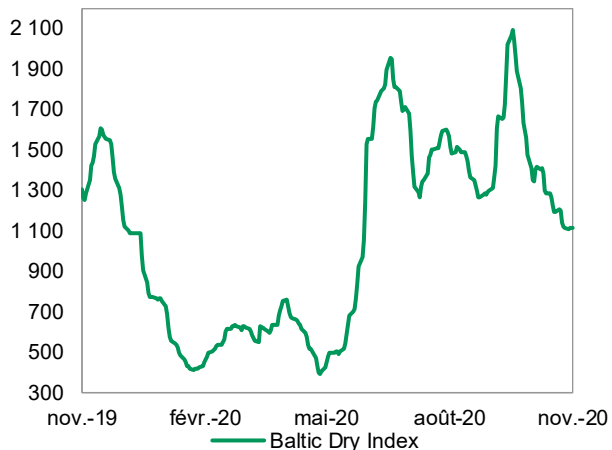
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

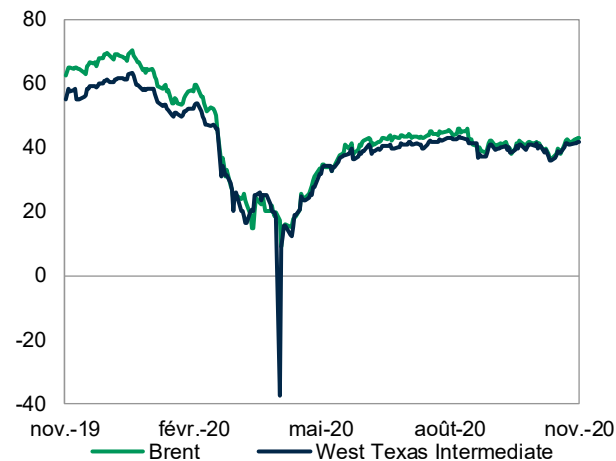
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

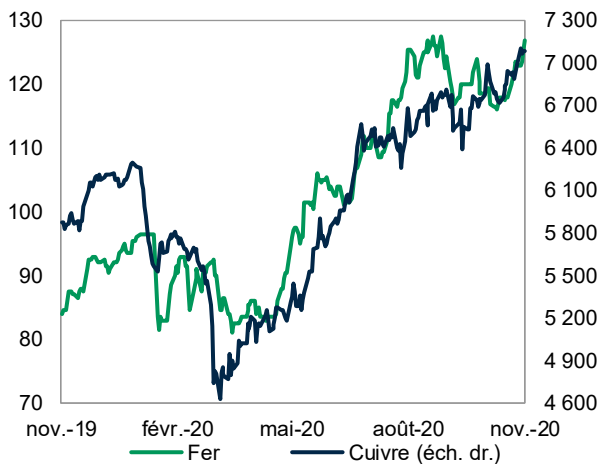
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

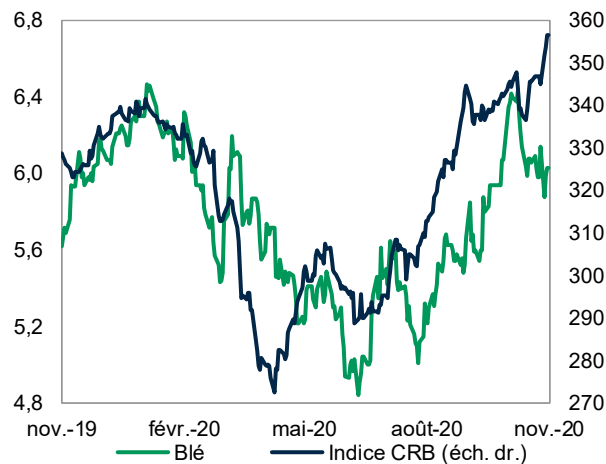
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2020-2021 – 2 octobre 2020

Tous sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres...

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques UE
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	Monde
13/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE
06/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/11/2020	<u>Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
03/11/2020	<u>États-Unis : la crise de légitimité</u>	États-Unis
03/11/2020	<u>Russie – La stratégie d'hibernation ?</u>	Russie
02/11/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3</u>	Italie
02/11/2020	<u>Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020</u>	UE
02/11/2020	<u>UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</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 BENADJAOU, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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