

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/307 – 27 novembre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Thanks for giving us... the science!</i>	1
☞ <i>France : un deuxième confinement moins négatif pour l'économie</i>	3
☞ <i>Sociétés non-financières : où sont les risques ?</i>	4
☞ <i>Allemagne : un rattrapage partiel de l'activité au T3, mais un T4 vraisemblablement compromis par ce deuxième confinement</i>	5
☞ <i>Allemagne : un durcissement nécessaire du confinement pour freiner la propagation du virus</i>	6
☞ <i>Espagne : les ventes au détail résistent en octobre</i>	7
☞ <i>Espagne : le plan de vaccination ibérique</i>	7
☞ <i>Italie : le casse-tête du Noël sous Covid</i>	8
☞ <i>Macao : la flamme vacillante de « l'enfer du jeu »</i>	10
☞ <i>Qatar : un plan de soutien massif pour contenir la crise</i>	11
☞ <i>Chili : la reprise qui se dessine suffira-t-elle à apaiser les agences de rating ?</i>	12
☞ <i>Afrique sub-saharienne : un panorama de la dette inquiétant pour les vingt premières économies</i>	14
☞ <i>News géo-économiques</i>	16

☞ **Thanks for giving us... the science!**

Aux États-Unis, l'optimisme quant à l'arrivée des premiers vaccins à la mi-décembre a continué d'alimenter les performances des marchés actions. Une forme d'angélisme dont il faut bien faire preuve pour affronter la réalité sanitaire.

Le nombre de contaminations à la Covid-19 poursuit, en effet, son ascension au-delà des 12,8 millions de cas et les célébrations de Thanksgiving ce jeudi risquent de propulser ce chiffre vers un nouveau sommet. La lecture des minutes du FOMC, comité durant lequel le directoire de la Fed a débattu des futurs ajustements nécessaires pour mieux soutenir l'économie, a laissé entrevoir qu'une détérioration des conditions économiques pourrait pousser à prolonger la durée des achats d'actifs et éventuellement d'en augmenter la taille : cela a également rassuré les marchés. Par ailleurs, sur le plan politique, l'acceptation du président sortant d'une transition politique vers la présidence de Joe Biden a également redonné l'espoir d'un apaisement des tensions politiques internes. De plus, la

probable nomination de Janet Yellen au poste de secrétaire au Trésor du futur gouvernement Biden a conforté l'idée d'une politique économique sérieuse et crédible, lorsque le nouveau gouvernement sera à la manœuvre. Sur le plan des données macro-économiques, les enquêtes de novembre auprès des directeurs d'achat se sont montrées encourageantes, malgré le contexte sanitaire et le renforcement des contraintes dans plusieurs États. La confiance des consommateurs s'est, en revanche, effondrée au mois de novembre faisant craindre un nouveau coup de frein des dépenses de consommation qui contribuent à près de 70% de l'activité économique du pays.

En Europe, la situation sanitaire s'est quelque peu améliorée avec une moindre propagation de l'épidémie en France, en Italie et aux Pays-Bas. Mais l'heure est encore à la prudence à l'approche des fêtes de fin d'année, qui inévitablement seront synonyme de regroupements familiaux et amicaux. Une situation qui pousse à quelques acrobaties politiques pour concilier l'acceptabilité

citoyenne des mesures, l'efficacité sanitaire et les enjeux économiques sous-jacents. La France, qui a réussi à inverser la tendance des contaminations, s'octroie un relâchement graduel et conditionnel (puisque notamment soumis à l'atteinte du seuil des 5 000 cas par jour). À l'inverse, l'Allemagne qui peine à infléchir sa courbe épidémique, resserre la vis en instaurant des limites plus fermes d'accueil des clients dans les commerces. Des politiques qui peuvent sembler divergentes, mais dont les mesures tendent néanmoins à converger entre les deux pays, avec pour socle commun la prolongation de la fermeture des bars et restaurants, l'ouverture très encadrée des commerces, des contraintes renforcées dans les contacts au sein de la sphère privée et une moindre pression sur la mobilité individuelle.

Les enquêtes d'activité PMI de novembre ont montré les premiers stigmates de ce deuxième confinement sur la croissance avec un passage franc en récession de l'ensemble de la zone euro, avec en premier lieu la poursuite du repli de l'activité française et un sérieux coup de frein enregistré chez son partenaire allemand.

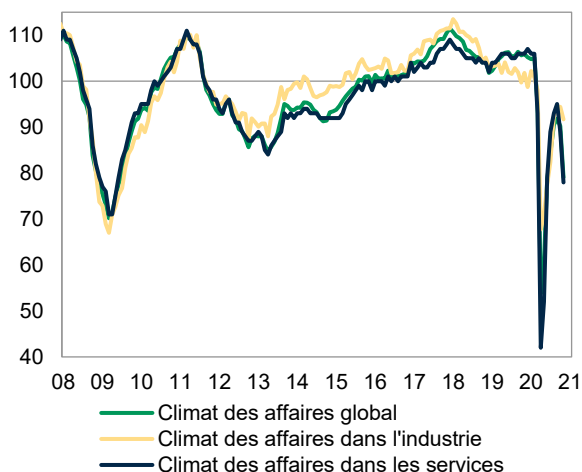
Les marchés mondiaux actions ont néanmoins misé sur l'optimisme engendré par les vaccins avec des gains sur l'Eurostoxx 50 et le S&P500 de respectivement 1,2% et 2% sur la semaine. L'appétit pour ces actifs risqués a détourné temporairement la demande des actifs sûrs, conduisant à une hausse des rendements des titres d'État américains à dix ans de 6 points de base, tandis que son homologue européen, le Bund allemand se stabilisait à -0,59%. Dans le même temps, la prime de risque italienne s'est réduite de 3 points face au Bund. Le cours de l'euro s'est apprécié de 0,4% face au dollar, sur fond de meilleur ciblage des mesures d'endiguement de la crise sanitaire en Europe, afin d'éviter l'écueil d'un relâchement hâtif, suivi d'un nouveau confinement qui entraverait plus durement la reprise de l'activité. Enfin, le prix du baril du Brent de mer du Nord a progressé de 5,8% grâce aux perspectives de croissance plus favorables envisagées pour 2021 rendues possibles par la perspective d'un vaccin.

Zone euro

France : un deuxième confinement moins négatif pour l'économie

Le climat des affaires chute de 11 points au mois de novembre pour atteindre 79, un niveau nettement inférieur à sa moyenne historique (100). L'effet des fermetures réglementaires liées au nouveau confinement est net, puisque la baisse est particulièrement importante dans les services et le commerce de détail. À l'inverse, l'industrie résiste et perd seulement 2 points à 92. Contrairement au premier confinement, les entreprises industrielles ont su adopter les normes sanitaires nécessaires à la poursuite de leur activité et ne subissent pas les nouvelles contraintes réglementaires, mais une baisse de la demande. Le renforcement des mesures de soutien et notamment du fonds de solidarité avec une prise en charge jusqu'à 20% des pertes de chiffre d'affaires ne permet cependant pas d'éviter la chute de la confiance des entreprises dans les secteurs de services les plus directement touchés.

Climat des affaires INSEE

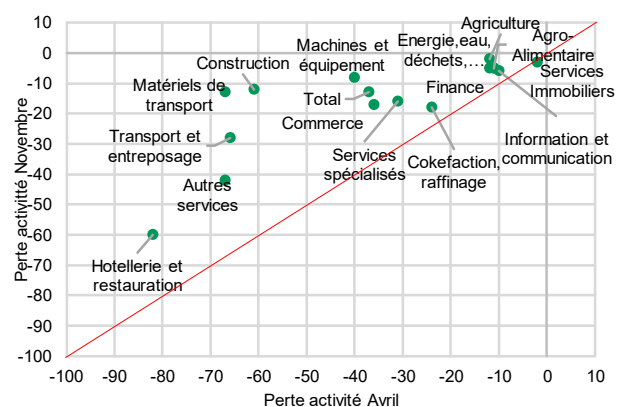


Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats d'IHS Markit transmettent des signaux similaires en novembre, avec une baisse particulièrement marquée de l'enquête sur les secteurs de services qui perdent 8 points à 38 et un recul moindre dans l'industrie manufacturière qui passe tout juste en zone de contraction (à 49,1 avec un seuil entre contraction et expansion de l'activité économique situé à 50).

Au total, alors que l'activité s'établissait à un niveau inférieur de 30% à la normale au mois d'avril, elle ne serait que 13% inférieure à la normale en novembre selon l'Insee et 12% selon la Banque de France. L'impact reste différencié d'un secteur à l'autre avec des secteurs toujours durement touchés (hôtellerie et restauration en premier lieu), tandis que d'autres secteurs presque à l'arrêt pendant le premier confinement sont cette fois en mesure de poursuivre leur activité, c'est le cas notamment de la construction et dans une large mesure de l'industrie.

Comparaison de l'impact des confinements



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les consommateurs semblent également affectés par ce nouveau confinement et l'incertitude autour de la situation sanitaire. La confiance des ménages recule de 4 points et atteint 90. Si la baisse des opportunités d'effectuer des achats importants peut s'expliquer par la fermeture des commerces, les opportunités d'épargner et les craintes du chômage sont en nette hausse. Le solde d'opinion sur les craintes de se retrouver au chômage atteint par ailleurs son plus haut niveau, depuis 2009 et la crise financière. Le taux d'épargne, qui après avoir atteint un pic à 26,5% au T2 a diminué au T3 à 16,5% avec la reprise de l'activité, devrait ainsi augmenter à nouveau au T4. Malgré l'assouplissement du confinement au mois de décembre, les consommateurs pourraient rester prudents sur leurs achats.

Notre opinion – La chute du climat des affaires au mois de novembre est importante et confirme une inévitable contraction du PIB au quatrième trimestre. Néanmoins, comme attendu, la contraction est d'une moindre ampleur par rapport au premier confinement. L'activité dans l'industrie montre une certaine résistance et celle dans les services chute moins brutalement qu'au printemps dernier. Les perspectives d'activité restent cependant médiocres.

Au mois de décembre, la réouverture des commerces permettra un rebond mécanique de la consommation en biens des ménages, malgré des protocoles sanitaires très stricts. Les ménages risquent cependant de maintenir des comportements de précaution de façon durable et jusqu'à la résolution de la crise sanitaire au minimum. En outre, certaines mesures telles que le couvre-feu devraient durer et pénaliser durablement les services les plus touchés (restauration par exemple). Nous envisageons ainsi une reprise plus progressive de l'activité au cours des prochains mois qu'à la suite du premier confinement.

Sociétés non-financières : où sont les risques ?

Dans sa dernière revue de stabilité financière, la BCE identifie les risques portés par les entreprises de la zone euro du fait de la crise.

La baisse de l'activité a eu un coût immédiat sur la profitabilité des entreprises : les marges bénéficiaires ont chuté de 6% au T1 2020 et de 18% au T2. Plusieurs mesures de soutien ont néanmoins permis aux sociétés non-financières (SNF) d'augmenter leurs réserves de liquidité et améliorer leur trésorerie. Leurs actifs liquides ont augmenté de 9,6% au T1 et de 18% au T2.

Les dispositifs de chômage partiel et de report des charges ont permis de limiter les coûts liés à la réduction temporaire d'activité. Les garanties étatiques aux prêts ont permis d'allonger les maturités, de payer les intérêts, les dépenses de fonctionnement et d'ajuster la production au nouvel environnement. La part des prêts faisant l'objet de garanties d'État était de 1,6% en Allemagne, de 4,8% en France, de 5,6% en Italie et de 9,2% en Espagne au T2 2020. Pour les grandes entreprises, ces prêts comptent pour 3,8% du total dans la moyenne de la zone euro, pour les PME 14,3%. Les moratoires sur les prêts aux SNF ont aussi joué leur rôle. Leur part est de 2,6% du total des prêts en Allemagne, de 7,7% en France, de 13,9% en Italie et de 0,2% en Espagne.

L'impact de ces politiques a été plus important en Italie et en Espagne, où le stress de liquidité serait intervenu plus rapidement qu'en France et en Allemagne. Selon la BCE, ces dispositifs auraient réduit des trois-quarts la probabilité que les SNF connaissent une crise de liquidité au cours des deux premiers mois de la crise pour l'Espagne, des deux-tiers pour la France et l'Allemagne et de la moitié pour l'Italie. Ainsi, ils ont allongé l'horizon sur lequel les entreprises peuvent faire face à leurs passivités jusqu'à la reprise de leurs chiffres d'affaires et à la restauration de leur capacité à servir leurs obligations en autonomie.

Au deuxième trimestre 2020, les défaillances d'entreprises étaient inférieures de 41,7% au même trimestre de 2019 en moyenne dans la zone euro. Le taux de défaillance a augmenté en revanche auprès des indépendants, mais reste proche de sa moyenne de long terme. Ces évolutions sont certes redevables des mesures de prévention des faillites liées aux contraintes de liquidité qui ont satisfait les besoins de trésorerie, mais aussi des suspensions des déclarations de faillite.

L'ensemble de ces mesures, étant temporaires et ayant reporté les besoins de financement et favorisé la hausse de l'endettement, elles se sont accompagnées d'un abaissement des notations ou des perspectives de notation sur un certain nombre d'émetteurs *corporate*.

Aussi, la probabilité de défaut sur les prêts aux SNF a augmenté de 2% fin 2019 à 2,6% en septembre 2020, la hausse étant quatre fois plus importante pour les PME que pour les grandes entreprises (selon Anacredit).

Pendant la phase initiale de la pandémie, les entreprises ont augmenté leur endettement bancaire fondamentalement pour couvrir leurs dépenses courantes de fonctionnement, avec des prêts de maturité inférieure à un an. Au T2, l'endettement bancaire est resté à un niveau élevé, pendant que l'endettement de marché des entreprises atteignait un niveau record. Avec le rebond de l'activité de l'été, les émissions *corporate* et le flux d'endettement bancaire ont ralenti, tout en demeurant soutenus. Entre temps, les sociétés non-financières ont allongé la maturité moyenne de leurs prêts (la part des flux nets de crédits de maturité supérieure à cinq ans a augmenté de 57% en moyenne en 2019 à 100% en septembre 2020), en réduisant ainsi leurs besoins de refinancement immédiat et consolidant sur le plus long terme les conditions de financement actuelles très favorables. Le volume des garanties étatiques a dépassé le montant net des nouveaux crédits, ce qui suggère que des crédits existants ont été transformés en prêts garantis, notamment en Italie et en Espagne.

Malgré une remontée du risque sous-jacent, les conditions de crédit restent favorables. Les garanties publiques ont réduit la perte par défaut des nouveaux crédits et soulagé la pression à la hausse sur les taux, causée par des probabilités de défaut plus élevées. Les conditions de crédit pourraient donc se tendre rapidement avec la fin de ces dispositifs.

Pour les plus grandes entreprises, la remontée de l'endettement préoccupe moins la BCE. Plus de la moitié de la hausse du ratio dette/PIB serait, en effet, expliquée par la baisse du dénominateur. La progressive reprise de l'activité ferait donc baisser automatiquement le ratio. Mais surtout l'augmentation de la dette s'est accompagnée d'une hausse de même ampleur des liquidités, de sorte à maintenir stable leur dette nette. Néanmoins, si cette stabilité est observée sur la moyenne des SNF, il existe une importante hétérogénéité entre secteurs et d'importantes fragilités apparaissent dans les secteurs les plus touchés par la crise, où la dette nette a augmenté et où le risque de refinancement s'est fortement accru.

La BCE a publié un indicateur composite de vulnérabilité des entreprises fonction de multiples facteurs : l'évolution de l'activité, la profitabilité, le niveau d'endettement, le risque de refinancement, le coût du service de la dette. Selon l'indicateur, le degré de vulnérabilité aurait atteint le niveau connu lors de la crise souveraine de 2021, mais serait inférieur à celui de la grande crise économique et financière de 2009. La hausse de l'indicateur en

2020 est principalement due à la baisse de l'activité, la dégradation observée et anticipée de la profitabilité et à la hausse de l'endettement, mais le risque de refinancement et le coût du service de la dette jouent, en revanche, un rôle d'atténuation des vulnérabilités, alors qu'ils avaient fortement contribué à la remontée des vulnérabilités en 2009. Des

conditions de financement favorables et des maturités longues justifient ces évolutions aujourd'hui. Les garanties étatiques des prêts, les moratoires sur les prêts et la suspension des déclarations de défaillance ont donc largement contribué à circonscrire les vulnérabilités.

✓ Notre opinion – À l'évidence, les mesures de soutien ont été très efficaces pour limiter la vulnérabilité des entreprises. La récente prolongation des dispositifs de chômage partiel va permettre aux entreprises de maintenir les capacités de production à un moindre coût, tant que l'activité reste affaiblie ou interrompue.

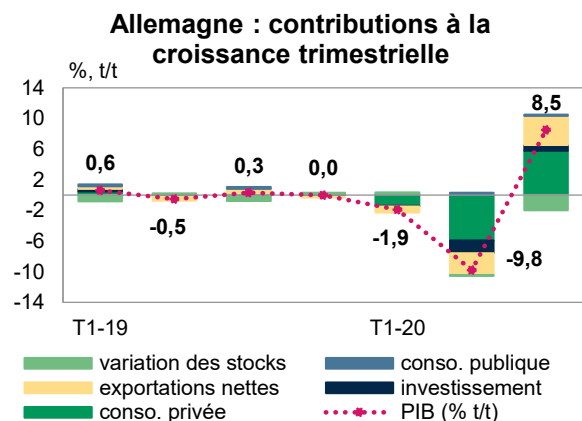
En revanche, une partie des reports de charges et des nouvelles demandes pour les prêts garantis par l'État n'est pas reconduite après la fin 2020, dans certains pays. Le risque lié à un retrait trop rapide de ces dispositifs est mis en évidence par la BCE, puisqu'il ne s'agit pas que d'arrêter de fournir des liquidités aux entreprises, mais aussi de déclencher le remboursement des exonérations temporaires accordées. Cela s'applique non seulement aux moratoires et aux reports de charges, mais aussi aux prêts garantis de plus courte durée. La cessation simultanée des mesures politiques pourrait déclencher une inflexion de la trajectoire de reprise. Le risque d'un effet d'escalade serait concentré sur le premier semestre de 2021.

👉 Allemagne : un rattrapage partiel de l'activité au T3, mais un T4 vraisemblablement compromis par ce deuxième confinement

Le PIB allemand a bondi de 8,5% au T3 en variation trimestrielle, après -9,8% au T2 et -1,9% au T1. Ce rebond provient de l'effet mécanique de la levée des contraintes pesant sur l'activité lors de la première vague épidémique qui avait conduit à un confinement strict du pays du 16 mars au 5 mai. Ce sursaut permet de compenser partiellement le recul de l'activité enregistré au T2, mais le niveau du PIB demeure au T3 toutefois inférieur de 4% à ce qu'il était au T4 2019, soit avant la crise sanitaire. Sur un an, la chute du PIB du T3 atteint -3,9% et l'effet d'acquis laissé par ce troisième trimestre sur la croissance annuelle est de -5,3% en 2020.

La consommation des ménages, après avoir baissé de 11,1% au T2, s'est redressée de 10,8%, en raison de la réouverture des magasins et de l'arrêt des contraintes de déplacements imposées aux personnes. Les dépenses publiques ont continué de progresser, mais à un rythme plus modeste (+0,8% par rapport au T2) qu'au trimestre précédent (+2,2%). Néanmoins, elles devraient poursuivre leur rôle de soutien à l'activité au cours du prochain trimestre en raison de la mobilisation accrue des fonds provenant du plan de relance qui devrait avoisiner 266 Mds € cette année, soit 7,7 points de PIB (si on tient compte de l'aide apportée aux entreprises contraintes de fermer au mois de novembre) et qui tarde à se matérialiser sur le terrain. L'investissement global a augmenté de 3,6% sur le trimestre, après un repli massif de 6,6% au T2. Ce redressement provient du rebond marqué de l'investissement productif qui enregistre une hausse de 16% sur le trimestre, après une chute

de 15,1% au trimestre précédent. En revanche, l'investissement dans la construction se révèle plus durablement touché par la crise avec une chute de 2% au T3 après -4,3% au T2. Du côté de la demande extérieure, les exportations allemandes se sont fortement redressées (+18% sur le trimestre) grâce au rebond des commandes industrielles, notamment en automobiles et en biens d'équipement, vraisemblablement en provenance de la Chine. Dans le même temps, les importations ont effectué un rebond notable de 9% sur le trimestre, en lien avec l'accélération de la demande domestique et la reprise des chaînes d'approvisionnement dans l'industrie. Au total, les exportations nettes contribuent ainsi à hauteur de 3,9 points à la croissance du PIB sur le T3. Enfin, la variation des stocks a retiré près de 2 points à la croissance du PIB au T3.



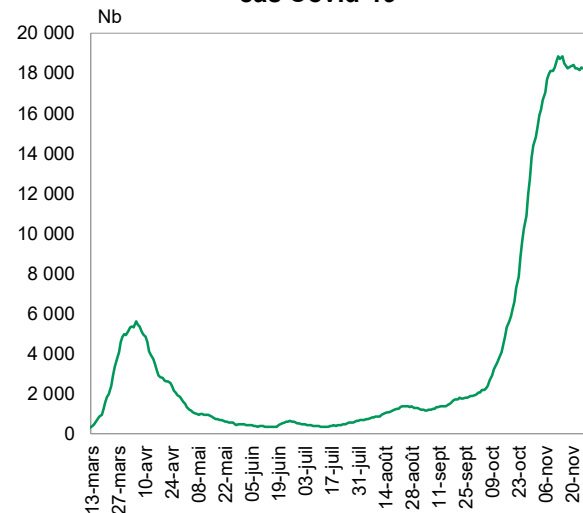
☑ Notre opinion – L'essor de l'activité industrielle allemande au T3 a été rendue possible par l'absence de problèmes d'approvisionnement et un redémarrage vigoureux des carnets de commandes domestiques et étrangers. Néanmoins, même si l'économie allemande s'est jusqu'ici montrée plus résiliente que ses principaux partenaires européens, elle devra faire face aux effets néfastes du deuxième confinement débuté au mois de novembre et prolongé en décembre, avec à la clé le risque d'un nouveau coup de frein attendu sur sa croissance au T4.

👉 Allemagne : un durcissement nécessaire du confinement pour freiner la propagation du virus

Au terme d'une réunion de plus de sept heures avec l'ensemble des seize ministres-présidents des *Länder*, la Chancelière allemande a finalement obtenu la mise en place de mesures plus restrictives, afin d'endiguer l'épidémie dont le niveau de contamination s'est certes récemment stabilisé, mais demeure néanmoins à un niveau très élevé de 18 000 cas par jour. Ils ont ainsi convenu de renforcer les mesures de distanciation sociale avant la période des fêtes de fin d'année, en limitant dans la sphère privée les rassemblements de plus de cinq personnes de deux foyers différents hors enfants de moins de quatorze ans. Cette mesure est par ailleurs atténuée pour la période allant du 23 décembre au 1^{er} janvier, pendant laquelle les rassemblements familiaux ou amicaux sont autorisés dans la limite de dix personnes sans les enfants. L'interdiction d'ouverture des bars, restaurants et activités culturelles ou sportives est prolongée jusqu'au 20 décembre. De plus, il a été également décidé de limiter le nombre de personnes présentes dans les commerces en fonction de la capacité d'accueil du magasin. Les commerces dont la superficie de vente n'excède pas 800 mètres carrés devront respecter la jauge d'une personne pour 10 mètres carrés, tandis que les commerces de plus grande taille seront limités à une personne pour 20 mètres carrés. De plus, le port du masque obligatoire est étendu au commerce de détail. Enfin, si le nombre d'incidences

dépasse 200 cas pour 100 000 habitants, alors des mesures plus restrictives encore devront être introduites comme la mise en place d'un système d'enseignement à distance par alternance. À ce stade, le nombre d'incidences au niveau national ne dépasse pas 138 cas et une seule région, la Hesse, semble concernée par cette dernière mesure.

Allemagne : évolution du nombre de cas Covid-19



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

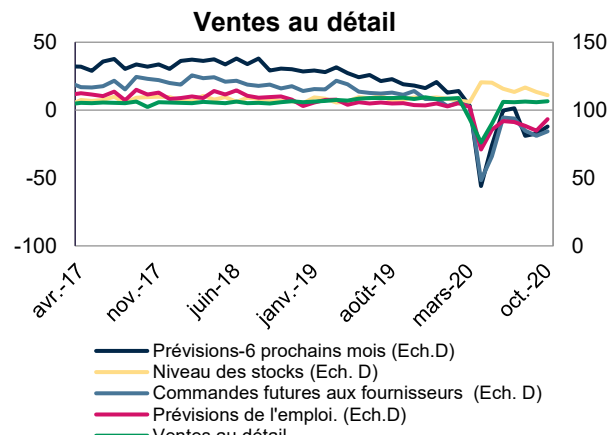
☑ Notre opinion – L'Allemagne a dû se résigner à instaurer de nouvelles mesures plus restrictives au regard des faibles résultats de la politique sanitaire actuelle sur l'évolution de l'épidémie, qui ne recule pas substantiellement, contrairement à ce que l'on peut observer chez ses voisins français, néerlandais ou italiens. À la différence de la France, tous les commerces étaient autorisés à rester ouverts en novembre, à l'exception des bars et restaurants. Les nouvelles contraintes imposées devraient contribuer à freiner la circulation du virus, mais affaibliront de nouveau la croissance.

Espagne : les ventes au détail résistent en octobre

Les ventes au détail espagnoles ont augmenté légèrement en octobre, de 0,2% par rapport à septembre, tirées par l'alimentation (+3%) et l'équipement ménager (+0,9%). En glissement annuel, la baisse continue de se contracter depuis le pic du mois d'avril (-31%) pour s'établir à -2,7%.

Les données de l'INE révèlent l'impact négatif des mesures de restriction de l'activité commerciale sur les ventes des petites chaînes de distribution (-15,2% sur un an) et des détaillants (-6,6%), alors que la dynamique est plus soutenue pour les grandes chaînes de distribution, dont les ventes ont déjà rebondi et affichent une progression de 7,3% par rapport à octobre 2019. L'alimentation atteint une variation annuelle positive en octobre (0,5%), après six mois de contraction continue, tandis que les ventes des articles ménagers progressent fortement (+10,5%), probablement en raison d'un rattrapage qui se poursuit après les contractions très marquées de mars, avril et mai. Quant aux ventes

de vêtements et chaussures, la chute se maintient pour le huitième mois consécutif, à -19,4% sur un an en octobre.



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le maintien du télétravail dans les entreprises et la baisse du tourisme se poursuivent et tirent vers le bas les ventes des stations-service (-11,3% sur un an). De même, les communautés les plus dépendantes du tourisme subissent les plus fortes baisses des ventes au détail, avec des taux annuels de -12,1% aux Îles Baléares et de -15,2% aux îles Canaries. L'emploi du secteur a également été touché dans ces communautés, en particulier dans les Îles Baléares, avec un recul annuel de -9% (-3% au niveau national). La forte progression du commerce électronique (+43% sur un an et 20% des ventes totales en 2019) a certainement contribué à modérer la baisse des ventes.

Même si les ventes au détail signalent une certaine résilience en octobre, indice de modération de la baisse de la consommation au quatrième trimestre, les enquêtes de la Commission européenne signalent un recul de la confiance du secteur en novembre, reflétant les effets des mesures de restriction de l'activité pour contenir la propagation du virus.

Espagne : le plan de vaccination ibérique

Après avoir appliqué l'un des confinements les plus stricts d'Europe au printemps, l'exécutif espagnol n'a pas confiné à nouveau tout le pays et a laissé la responsabilité de l'adoption des restrictions aux gouvernements autonomes. Le nombre de cas de Covid-19 est descendu à moins de 400 pour 100 000 habitants au cours des deux dernières semaines, alors qu'au début du mois de novembre il était de 530 positifs pour 100 000 habitants.

Ce matin, le ministre de la Santé, Salvador Illa, a dévoilé les détails de la stratégie de vaccination que l'Espagne mettra en place à partir de janvier et qui se déroulera en trois étapes : la première avec un approvisionnement encore limité, qui durera de janvier à février ou début mars, puis une deuxième avec une augmentation du nombre de doses, jusqu'à fin mai-début juin et une troisième avec des doses pour toute la population en été. Le plan de vaccination établit dix-huit groupes de population selon quatre critères de risque : le risque de mortalité, d'exposition à la maladie, de l'impact socio-économique et de la transmission de la

maladie. En janvier, lorsque les premières doses arriveront, les premiers à être vaccinés seront les résidents et le personnel de santé des foyers pour personnes âgées et handicapées. Ensuite, le reste du personnel de santé et les personnes à charge. Cette première phase concerne environ 2,5 millions de personnes, soit 5% de la population.

Bien qu'il n'ait pas encore été décidé dans quelle phase de vaccination ils entreront, les autres groupes sont : les personnes de plus de soixante-cinq ans, les personnes à risque, les personnes vivant ou travaillant dans des communautés ou environnements fermés, les personnes vulnérables en raison de leur situation socio-économique, les personnes occupant des emplois essentiels, le personnel enseignant, les enfants, les adolescents et les jeunes, les personnes qui vivent dans des zones à forte incidence et les femmes enceintes. L'Espagne (47 millions d'habitants) recevra un total d'environ 140 millions de doses, pour immuniser environ 80 millions de personnes. L'excédent se destinera à d'autres pays par solidarité.

☑ **Notre opinion** – La vaccination se réalisera dans les 13 000 établissements de santé dispersés à travers le pays (un pour 3 400 personnes) et ne sera pas obligatoire. Le pays a vacciné 14 millions de personnes contre la grippe pendant l'automne. Par conséquent, la stratégie du gouvernement (10 200 personnes par établissement de santé sur six mois) ne nous semble pas irréaliste, de même que les priorités (personnel de santé en premier lieu) sont logiques dans l'objectif d'éviter la saturation des hôpitaux.

Concernant les fêtes de Noël, le débat commence et les frictions entre gouvernement central et communautés autonomes sont toujours présentes. Le Conseil Interterritorial du Système National de Santé analyse le plan du gouvernement pour Noël, dans lequel il conseille de ne pas tenir de réunions de plus de six personnes ou de prolonger la mobilité nocturne la veille de Noël et du Nouvel An jusqu'à 1 heure. Ce ne sont là que deux des propositions de l'exécutif. La Catalogne maintient son plan d'en autoriser dix, de même que Madrid. Volontairement ou contraint par ses finances, le gouvernement a réussi (pour l'instant) à faire face à la deuxième vague sans confiner sa population. Par conséquent, l'économie espagnole sera nettement moins pénalisée qu'au deuxième trimestre. Pourtant, le pays ne peut pas se permettre de prendre le risque d'une remontée de la diffusion du virus, qu'il arrive à peine à maîtriser. Baisser les bras face aux communautés à l'heure actuelle, ne nous semble pas la meilleure stratégie.

Italie : le casse-tête du Noël sous Covid

Alors que le décret du 3 novembre définissant les contours du confinement par région prendra fin le 3 décembre, le gouvernement planche sur un nouveau décret qui devrait couvrir la période des fêtes.

Le travail de communication a été entamé depuis plusieurs semaines et vise à faire accepter à la population des fêtes de fin d'année différentes de celle des années précédentes. L'objectif affiché est clair et semble commun à tous les pays européens : éviter une troisième vague en janvier qui risquerait de paralyser à nouveau le pays.

Pour le moment, le gouvernement s'est tenu à la stratégie amorcée depuis la fin octobre d'un confinement différencié. Cette approche commence à faire ses preuves avec une inflexion de la courbe de contamination. Le pays est ainsi divisé en trois grandes zones (rouge, orange et jaune), permettant une gradation des mesures de distanciation sociale et de limitation de la mobilité. Le système ne sera pas remis en cause, mais l'exécutif espère que la grande majorité du pays passe en zone jaune d'ici à la fin décembre.

Plusieurs questions sont encore en suspens sur ce que sera le nouveau décret qui devrait être présenté lundi. Alors que le gouvernement recommande fortement des fêtes de Noël en petit comité et qu'il a exprimé son intention de ne pas autoriser les rassemblements dans l'espace public, tels que les manifestations et les veillées, il lui reste à trancher l'épineuse question des déplacements entre régions. Il se pourrait qu'il n'autorise que les déplacements de parents proches et de proches, en plus des retours à leur résidence principale pour les travailleurs. Le couvre-feu devrait être maintenu avec une dérogation pour le soir de Noël. Les magasins seront autorisés à ouvrir pour permettre les achats de Noël sur des plages horaires plus larges, ce qui pourrait également impliquer une prolongation du couvre-feu jusqu'à 23 heures. Les centres commerciaux pourraient rester ouverts les

week-ends et les jours fériés. Cet allègement sera accompagné d'un renforcement des contrôles afin d'éviter les files d'attente et les rues bondées. Des limitations d'entrée dans les rues commerçantes sont également à l'étude. Les bars et les restaurants devraient encore se soumettre à une fermeture à 18 heures.

Giuseppe Conte avait déjà tranché : les vacances de ski ne seront pas autorisées à Noël et ce malgré les protestations des acteurs du secteur qui craignent de perdre 70% de leur chiffre d'affaires. Une décision que le président du Conseil voulait européenne, mais qui, si elle ne l'est pas, sera assortie probablement d'une fermeture des frontières alpines, afin d'éviter tout risque d'importation de cas. Les retours de vacances à l'étranger seront également assortis d'une quarantaine renforcée.

La réouverture des classes de lycée annoncée pour le 9 décembre est toujours en suspens, certains présidents de région souhaitant un retour progressif avant une normalisation à la rentrée.

Dans la journée de vendredi, le gouvernement devrait faire le point sur les régions en zone rouge et orange. La Toscane devrait passer de rouge à orange. Le sort de la Lombardie et du Piémont reste encore inconnu, même si les indicateurs vont dans le bon sens. La Calabre et le Val d'Aoste devrait maintenir un confinement renforcé. Enfin, l'Emilie Romagne et les Marches pourraient passer en jaune.

Ce nouveau décret devrait être assorti de nouvelles mesures de soutien complétant la longue lignée de décret Ristori, qui porte déjà à plus de 10 milliards le montant des ressources déployées par le gouvernement au cours du dernier mois.

Le premier décret Ristori en vigueur depuis le 29 octobre a permis d'allouer une enveloppe de

5 milliards aux mesures de soutien¹ avec notamment l'allongement du dispositif de chômage partiel de six semaines, des subventions aux secteurs touchés par les fermetures administratives, en particulier dans les zones rouges à hauteur de 400 millions, un crédit d'impôt pour les loyers commerciaux (220,6 millions), une allocation unique de 800 € pour les travailleurs du sport et de 1 000 € pour les travailleurs du tourisme, ainsi que deux nouvelles tranches de 400 € de revenus d'urgence.

Le décret Ristori bis datant du 10 novembre est venu compléter ce dispositif avec une enveloppe supplémentaire de 2,9 milliards pour accompagner le passage en zone rouge de certaines régions. La liste des activités ayant droit aux subventions a également été étendue. L'une des principales innovations du décret Ristori bis est la suspension des cotisations de Sécurité sociale et d'aide sociale du mois de novembre pour les zones jaunes et de novembre et décembre pour les zones oranges et rouges, pour les secteurs d'activités les plus touchés. Le crédit d'impôt de 60% pour la location d'immeubles commerciaux pour les mois d'octobre, novembre et décembre a également été étendu (243,3 millions pour 2020 et de 78,1 millions pour 2021). Le décret annule, en outre, la deuxième tranche de l'IMU (impôt municipal) pour les entreprises qui bénéficient de subventions et prolonge le délai de paiement de l'Irpef, de l'Ires et de l'Irap au 30 avril 2021.

Le 26 novembre, Ristori Ter augmente l'effort de soutien face à la deuxième vague de 2 milliards, dont 1,8 milliard visant à élargir les mesures de soutien aux nouvelles zones rouges.

Un Ristori Quater est en préparation. Il devrait être transmis au Conseil des ministres dimanche 29 novembre après-midi, dans le but d'être publié au journal officiel le dimanche 29 novembre au soir, pour permettre le report des échéances fiscales du 30 novembre. Ce nouveau moratoire fiscal qui portera sur 8 milliards d'euros, permettra le report des échéances fiscales jusqu'au 30 avril 2021. Les reports d'impôt concerneront une prolongation des avances d'impôts dues le 30 novembre (Irpef, Ires E Irap), les paiements du 16 décembre (TVA, retenues à la source, impôts supplémentaires) et l'avance annuelle de TVA du 27 décembre. À la demande de l'opposition qui a permis le vote de la déviation budgétaire à la quasi-unanimité, le moratoire fiscal sera étendu à toutes les entreprises ayant subi des pertes de chiffre d'affaires et non pas seulement celles touchées par les fermetures administratives avec un seuil de perte qui devrait être fixé à terme à 33%. Outre le moratoire fiscal, cette dernière mesure pourrait inclure un bonus de chômage partiel à hauteur de 1,6 milliard sur la période des fêtes et prolongerait les mesures déjà existantes dans les décrets précédents.

☑ Notre opinion – *L'arsenal de mesures en réponse au Covid ne cesse de s'accroître. Le vote de la dernière déviation budgétaire, bien qu'il vienne alourdir la facture de la crise sur les finances publiques, n'en est pas moins rassurant au niveau politique. Le positionnement de Silvio Berlusconi a contraint les autres partis d'opposition à faire front commun avec le gouvernement en échange de concessions pour les indépendants et les petites entreprises. Les dissensions partisans sont toujours là, mais face à l'impératif de la crise, elles ont laissé place au compromis. C'est également le cas au sein de la majorité, qui malgré les désaccords, semble avoir mis de côté pour le moment un possible remaniement gouvernemental. Sur le front des régions, les tensions entre pouvoir central et gouverneurs demeurent. En témoignent certaines polémiques sur le passage d'une zone à l'autre, mais le dispositif de monitoring de l'épidémie défendu par Giuseppe Conte qui se base sur vingt-et-un indicateurs la catégorisation des zones portent ses fruits.*

¹ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [23 octobre 2020](#)

Pays émergents

Asie

Macao : la flamme vacillante de « l'enfer du jeu »

L'économie de Macao s'est effondrée avec la crise de la Covid-19 et la fermeture des frontières. Dans ce territoire dont la croissance repose avant tout sur le tourisme et l'industrie du jeu, les mesures de distanciation sociale ont, en effet, mis à terre l'activité, qui ne pourra véritablement redémarrer qu'avec la réouverture totale des frontières. Macao doit donc se préparer à survivre à plusieurs trimestres difficiles.

Les indicateurs de conjoncture virent à l'écarlate

La trajectoire de croissance de Macao reste très instable. Après deux années de contraction en 2015 et 2016 dues à la campagne anti-corruption lancée par la Chine (restrictions de visas et interdiction de fumer dans les casinos), Macao a renoué avec la croissance pendant deux ans, avant d'entrer de nouveau en récession en 2019 (-4,7%), en raison des tensions commerciales entre Washington et Pékin.

Rien de comparable dans l'ampleur avec le tsunami annoncé pour le 2020, puisque le FMI prévoit une chute du PIB de plus de 50%, qui ferait passer la richesse par habitant de 79 000 à moins de 40 000 dollars. Et si la croissance doit repartir en 2021 (+24%), il faudra plusieurs années pour effacer les pertes causées par l'année 2020.

Jusqu'ici, les phases de récession, très liées à l'environnement international et aux décisions chinoises (plus de 70% des visiteurs viennent en effet de Chine continentale) ne suffisaient pas à effacer les excédents courants massifs dégagés par le territoire, issus des recettes d'exportation de services (tourisme) : 34,6% en 2018, 34,8% en 2019.

En 2020 cependant, la tendance va s'inverser, puisque le FMI anticipe un déficit de 23% du PIB. Sans possibilité de diversification et dépendante de l'extérieur pour tout son approvisionnement, Macao se retrouve ainsi dans l'impossibilité de réduire fortement ses importations, alors que ses exportations se sont effondrées.

Les fondamentaux résistent, mais pour combien de temps ?

Malgré un plan de relance d'une ampleur historique (plus de 15% du PIB) mené grâce à des finances publiques très saines et des excédents budgétaires accumulés année après année, les montants décaissés sont loin de compenser la contraction de l'activité. Macao devrait ainsi enregistrer son premier déficit depuis la rétrocession de 1999, estimé à -7% du PIB, avant de renouer avec les excédents en 2021, si la situation sanitaire ne se dégrade pas de nouveau.

Ce plan de relance a été intégralement financé par les fonds de réserve (qui s'élevaient à 120% du PIB en 2017), si bien que la dette publique devrait rester nulle. Les réserves de change demeurent également à un niveau élevé (quinze mois d'importations). L'encours des crédits domestiques continue en revanche de s'envoler, atteignant les 122% du PIB fin 2019, contre 63% en 2013, faisant craindre une bulle financière incontrôlée. Et si le chômage reste pour l'instant maîtrisé, grâce au plan de soutien à l'emploi mis en place, une flambée de l'inactivité pourrait entraîner des défauts en cascade.

La diversification comme unique solution ?

La crise sanitaire a mis encore plus en lumière le besoin impérieux pour Macao de diversifier son économie, bien trop dépendante de l'industrie du jeu (qui représente plus de 69% de revenus du PIB et 86% des recettes fiscales) et du tourisme, mais aussi de la Chine.

La décision du continent de rouvrir ou non totalement ses frontières avec sa région autonome spéciale et les incitations de Pékin pour encourager le tourisme vers Macao conditionnera, en effet, la trajectoire de reprise. Et si Macao ne subit pas les mêmes pressions géopolitiques que son voisin hongkongais, la crise pourrait toutefois accélérer sa réintégration dans le giron chinois, cette fois-ci pour des questions d'ordre économique.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Qatar : un plan de soutien massif pour contenir la crise

Le Qatar ne devrait connaître qu'une récession de 3% en 2020 et à l'exception de l'Égypte, c'est le pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord qui va le moins souffrir en termes d'activité économique. Plusieurs raisons expliquent cette bonne performance, qui aura néanmoins un coût élevé pour les finances de l'émirat.

Sur le plan sanitaire tout d'abord, le Qatar a réussi à maîtriser la crise du coronavirus dès juin 2020 et si le nombre de cas est élevé en pourcentage, il est maîtrisé et le nombre de décès est très faible, illustrant la solidité du système de santé qatari.

En termes d'économie, le pays profondément rentier et diversifié dans le tourisme, souffre d'une double crise pétrolière et de l'arrêt des activités. Il est entré en récession au printemps après la mise en place des mesures de confinement et l'arrêt l'industrie touristique (10% du PIB et 5% des recettes export). Le double choc sur les activités pétrolières (baisse de la demande mondiale et accord Opep+ de réduction des productions et effondrement des prix à 41 dollars par baril) a entraîné un effondrement des exportations de 36% au deuxième trimestre, partiellement compensé par une chute de 16% des importations. Une tendance qui devrait perdurer sur l'année 2020.

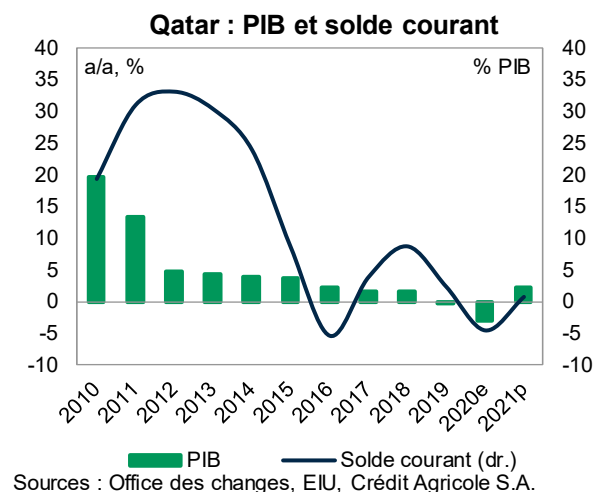
La croissance est déprimée depuis 2017, en raison de l'embargo qui frappe le pays et après une légère récession (-0,3%) en 2019, le PIB va se contracter de 3% en 2020 et sans doute rebondir de seulement 2,1% en 2021, car le pays a lancé un vaste plan de soutien estimé à 13% du PIB. Cette crise affecte les équilibres macro-économiques et une détérioration de l'endettement est à prévoir.

Les excédents courants ont disparu en 2016 (déficit de 5% du PIB) en raison de la baisse des prix du pétrole. En 2020, il faut s'attendre à un nouveau déficit courant (4,6% du PIB) accentué par l'effet volume, qui ne se redressera pas en 2021. Les réserves en devises seront soutenues par le fonds

souverain QIA et le peg au dollar, de son côté, va rester très solide. Mais, la dette externe, déjà élevée, va atteindre plus de deux fois les exportations et c'est un signe défavorable, car elle oblige les investisseurs à tenir compte en permanence de la taille du Fonds souverain QIA qui fait du Qatar un créancier net mondial.

Sur le plan fiscal, l'effondrement des recettes gazières et les mesures de soutien vont faire plonger le déficit budgétaire à 8% du PIB. Le gouvernement ne pourra plus contenir sa dette publique qui devrait passer de 66% à 80% du PIB entre 2019 et 2020. Le coût de l'augmentation de la dette va aussi intégrer le soutien par l'État des nombreuses entreprises publiques, parapubliques, voire privées en difficulté (notamment les compagnies aériennes).

Au total, malgré la solidité financière et économique du Qatar, le pays va sortir de la crise un peu fragilisé car, sur le plan économique, les ressources du QIA (estimées à 300 milliards de dollars avant-crise) semblent sanctuarisées et n'évitent pas un double dérapage des dettes publiques (150 milliards de dollars) et externes (216 milliards de dollars) qui ne devraient diminuer qu'à beaucoup plus long terme. Un indicateur à surveiller avec attention.



☑ Notre opinion – D'un point de vue géopolitique, trois ans après l'embargo de l'Arabie et des Émirats en raison de son indépendance politique et de ses liens avec l'Iran, le Qatar devrait subir cet embargo indéfiniment, d'autant qu'il s'est rapproché de la Turquie et de l'Iran pendant cette période. Il a bien résisté (sans remettre en cause son soutien à l'islam politique transnational), grâce à ses larges ressources financières qui lui offrent de nombreuses années de résistance, et il devra continuer à s'adapter sur le long terme. L'accord entre Israël, les Émirats et Bahreïn est toutefois positif pour la région et relativement neutre pour le Qatar, malgré ses liens étroits avec la Palestine. Mais l'environnement géopolitique reste toutefois très tendu dans la région et le Qatar devra aussi tenir compte de la nouvelle politique américaine au Moyen-Orient. Une vision plus positive des États Unis envers Téhéran pourrait à la fois le favoriser et tendre encore un peu plus les relations avec les pays qui l'ont mis sous embargo.

Amérique latine

Chili : la reprise qui se dessine suffira-t-elle à apaiser les agences de rating ?

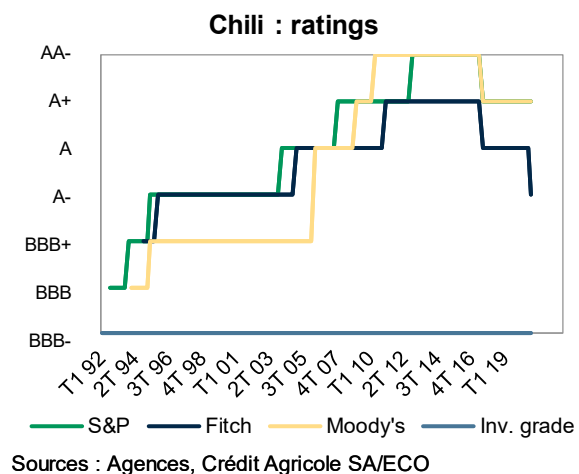
Le PIB a rebondi au troisième trimestre avec une progression trimestrielle de 5,2% (après une contraction de 13,5%) qui conduit néanmoins le niveau d'activité à afficher un recul de 9,1% sur un an. Cette récupération partielle est en ligne avec, d'une part, la levée progressive des mesures de contrôle sanitaire et, d'autre part, les mesures de soutien économique, dont l'autorisation de retirer jusqu'à 10 % de l'épargne retraite par anticipation (environ 8,5% du PIB), retraits qui, selon la Banque centrale (BCCh) auraient pour moitié financé des dépenses de consommation. En émettant l'hypothèse (très défavorable) d'une stabilisation du PIB au quatrième trimestre, la contraction atteindrait 7,3% en 2020. La dernière enquête de la BCCh (réalisée avant la publication des chiffres du troisième trimestre) fait état d'une prévision de récession de 5,5% en 2020 (FMI, -6%) : celle-ci suppose la poursuite du rebond à un rythme élevé en fin d'année (8% laissant un acquis négatif de 1% pour l'année 2021). La récession serait suivie d'une reprise de 4,5% en 2021 (identique à la prévision du FMI²).

Alors que la gestion de la crise sanitaire a été très critiquée, l'activisme monétaire et budgétaire semble donc avoir permis d'atténuer le choc. La sortie de crise risque néanmoins d'être chaotique, comme partout, mais l'incertitude sera aggravée par un calendrier politique dense³. Or, depuis le début de l'année, les agences ont soit révisé leur perspective de stable à négative tout en maintenant leur notation (Moody's à A1, S&P à A+) soit abaissé leur notation (Fitch à A- en octobre, perspective stable) : que nous disent-elles ?

Le constat sur les atouts historiques est évidemment commun aux trois agences : gouvernance, institutions solides, longue tradition d'élaboration prudente des politiques macro-économiques (politique budgétaire flexible, transparente et fondée sur des règles, Banque centrale autonome, ciblage crédible de l'inflation, taux de change flottant), solidité budgétaire (ratios d'endettement publics faibles notamment en termes nets, offrant des « coussins fiscaux » pour atténuer les chocs et ce en dépit de la perte du statut de créancier net), accès aisé aux financements. Les trois agences convergent pour diagnostiquer un ralentissement de la croissance (qui rend plus saillantes les vulnérabilités externes, qui ne constituent cependant pas un danger, et les fragilités liées à la dépendance aux produits de base), une demande sociale croissante et, *in fine*, une détérioration de la situation budgétaire.

La perspective négative (avril 2020) de **S&P** se fonde ainsi sur le risque d'une croissance durablement faible susceptible d'éroder le profil budgétaire

et de conduire à une révision à la baisse de son *rating* (dans les vingt-quatre prochains mois). S&P souligne néanmoins d'une part, l'importance des mesures destinées à soutenir les perspectives de croissance (y compris celles qui ont amorti le choc immédiat lié à la pandémie) et, d'autre part, l'apaisement des tensions sociales auquel le processus constitutionnel et les récentes mesures sociales ont contribué. Même si elle incorpore de nouveaux droits sociaux, la future Constitution ne devrait pas altérer les piliers fondamentaux dont la transparence et la prudence des politiques budgétaire et monétaire. Cependant, l'incertitude créée par ce processus pourrait affecter les perspectives de croissance ainsi que la capacité du gouvernement à contenir l'érosion fiscale potentielle.



La dégradation par **Moody's** de la perspective (août 2020) reflète également les risques croissants pesant sur la solidité budgétaire : compte tenu des revendications sociales et de perspectives de croissance à moyen terme médiocres, il sera difficile de donner la priorité à l'assainissement budgétaire. L'abaissement de la note (sur un horizon de douze à dix-huit mois) résulterait d'une détérioration continue des « paramètres de la dette publique » : changements dans le consensus sociopolitique motivé par des demandes sociales modifiant les priorités politiques, la conception et l'approbation des politiques budgétaires ; affaiblissement de la croissance (difficulté à maintenir un taux proche de 3%).

La baisse de sa notation par **Fitch** (octobre 2020) pointe, sans surprise, un affaiblissement des finances publiques et table sur une augmentation de la dette publique à moyen terme (perspectives de croissance tendancielle plus faible, contexte politique lourd, pressions sociales). Fitch semble en outre déplorer tant les arbitrages immédiats que les dérives potentielles. Tout en amortissant le choc

² Cf. « [Regional Economic Outlook Western Hemisphere](#) » – Octobre 2020

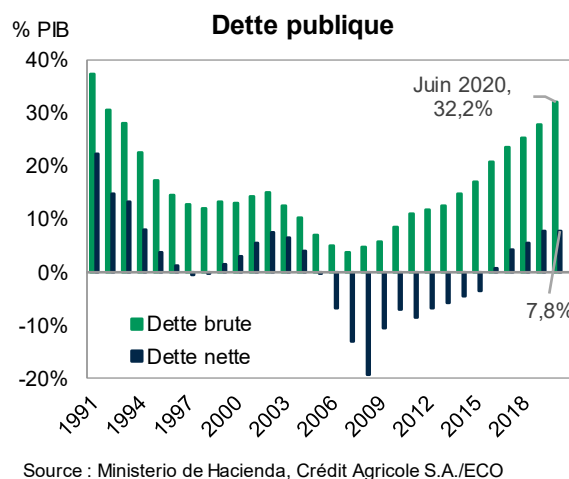
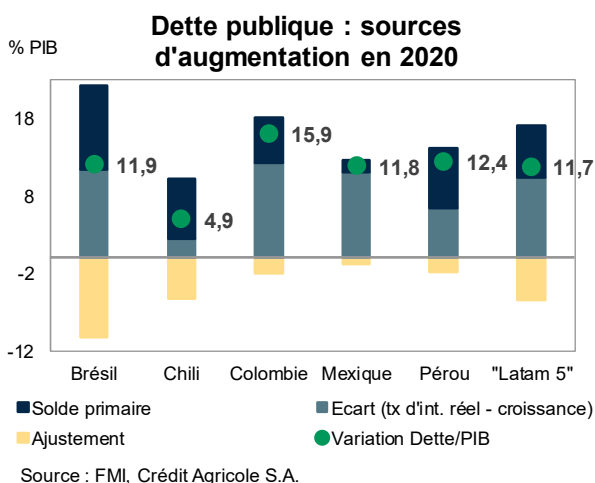
³ Cf. « Chili : les entreprises retrouvent le moral (les ménages moins) » – [Monde – L'actualité de la semaine du 13 novembre 2020](#)

économique, l'autorisation de retrait partiel de l'épargne retraite a en effet été adoptée, malgré les objections initiales de l'exécutif : cela réduit la prévisibilité de l'élaboration des politiques et exacerbe le problème lié aux taux de remplacement des pensions relativement bas. Par ailleurs, le gouvernement s'est concentré sur la rationalisation des dépenses et l'amélioration de l'administration fiscale mais a exclu toute réforme fiscale au cours de sa dernière année au pouvoir. Le gouvernement doit créer une commission chargée d'étudier les réductions des exonérations fiscales⁴ qui, si elles sont mises en œuvre, ne le seront que sous la prochaine administration en 2022. Enfin, le processus de réécriture de la Constitution et les élections au cours des deux prochaines années sont susceptibles de freiner l'investissement, les perspectives de reprise et d'aggraver les pressions en faveur d'une hausse des dépenses sociales.

Les agences affichent donc une tolérance à la dégradation des finances publiques visiblement graduée selon leur « sensibilité » à l'arbitrage délicat croissance/risque social/équilibre budgétaire et « dégainent » en conséquence à des vitesses différentes. À la rapidité de Fitch (qui aurait accordé une

sorte de *satisfecit* aveugle à la vertu budgétaire quels qu'en soient les causes, l'absence d'outils de correction des inégalités et les dommages collatéraux tels qu'injustices, troubles sociaux et politiques) s'oppose la plus grande pondération de S&P et de Moody's. Par ailleurs, si l'on salue la solidité des finances publiques et l'existence de « buffers », il n'y a pas lieu de s'alarmer de leur utilisation en temps de crise majeure. La dégradation budgétaire liée à la pandémie est en outre limitée au regard, notamment, des autres grands pays latino-américains. Selon le FMI, le déficit primaire atteindrait certes 8,1% du PIB en 2020 (-3,7% en 2021), mais la dette brute se situerait à 32,8% du PIB⁵ (37,5% en 2021). La dégradation tendancielle est évidemment plus patente si l'on retient une longue période.

Au-delà de la période troublée qui s'annonce (2021-2022), les sources d'inquiétude (modérée) se situent plus du côté des perspectives de croissance et du contenu de la future Constitution. Il conviendra également de s'interroger sur les conséquences de l'hyper présence chinoise via les investissements directs.



⁴ Sur la base des recommandations formulées par le FMI et l'OCDE (IMF, Country Report – « *Chile : Technical Assistance Report—Assessment of Tax Expenditures and Corrective Taxes* », Novembre 2020).

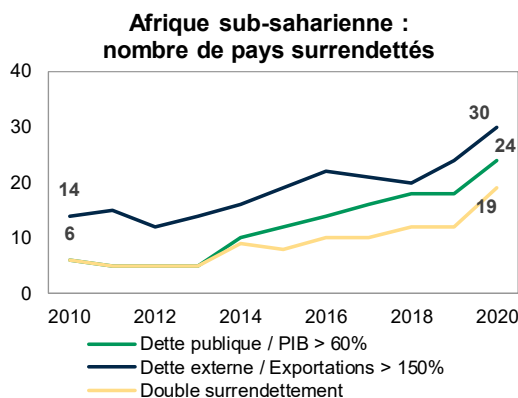
⁵ Au sein des sources d'augmentation de la dette figure (cf. graphique), figure le poste « Ajustement », un résidu qui capte des facteurs ponctuels comme l'utilisation des actifs de réserve diminuant l'émission de dette.

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : un panorama de la dette inquiétant pour les vingt premières économies

Avec le défaut souverain zambien, le sujet de la soutenabilité des dettes africaines est porté au-devant de la scène. Ce défaut est le premier *post-Covid*. Pourtant, la pandémie mondiale n'en est que le déclencheur et la trajectoire de la dette zambienne était préoccupante depuis plusieurs années. Entre 2010 et 2019, la dette publique zambienne en proportion du PIB a ainsi été multipliée par cinq pour atteindre 92% du PIB en 2019. La Zambie n'est pas le seul pays à avoir connu cette trajectoire. Parmi les vingt premières économies africaines, neuf ont vu leur dette publique en proportion du PIB doubler pendant cette période.

Dans le cas de la Zambie, c'est sa dette en devises qui l'a mené au défaut. Là encore, la trajectoire d'autres pays d'Afrique sub-saharienne était préoccupante avant 2020, avec encore, neuf des vingt premières économies qui ont vu leur ratio de dette extérieure sur recettes d'exportations doubler. En élargissant à l'ensemble de l'Afrique sub-saharienne, on observe que le double surendettement (caractérisé par une dette publique supérieure à 60% du PIB et une dette extérieure supérieure à 150% des exportations) concerne désormais plus de 42% des pays⁶.



Arrivent en 2020 la crise de la Covid et la chute du cours des matières premières. Parmi les vingt premières économies de la zone, cinq – à savoir l'Angola, le Gabon, le Botswana, le Nigéria et la Zambie – dépendent d'un seul type d'exportations pour plus de 50% de leurs recettes courantes. À l'exception du Gabon qui fait partie de la zone CFA, ces pays ont connu des dévaluations importantes de leur monnaie face au dollar depuis le début de l'année (36% pour l'Angola, 5% pour le Botswana, 24% pour le Nigéria et 49% pour la Zambie). Dans d'autres pays, c'est la perte des revenus du tourisme qui est la plus perceptible : en Tanzanie, en Éthiopie et au Kenya, les services (majoritairement le tourisme) représentent plus d'un tiers des revenus du

compte courant. Dans le cas éthiopien, cela aboutit à une forte dévaluation de la monnaie (le birr a perdu 20% de sa valeur face au dollar en 2020), en raison de réserves de devises chroniquement faibles avant la crise. Dernier impact et non des moindres pour la soutenabilité de la dette, celui sur la croissance du PIB. Quinze des vingt premières économies devraient entrer en récession en 2020 selon le FMI, avec pour quatre d'entre elles, une contraction excédant les 5% du PIB. Face à un tel choc et quand on connaît la trajectoire de la dette pré-Covid de ces pays, on comprend qu'ils aient manqué de ressources pour soutenir leurs économies, surtout à un moment où les marchés internationaux de la dette se fermaient pour eux. Le soutien s'est donc fait en rognant sur les recettes fiscales parfois déjà très faibles (ex : Nigéria).

Une fois ce tour d'horizon achevé, quatre pays semblent particulièrement vulnérables. Le premier, la Zambie⁷, a déjà fait défaut. L'Angola est également dans une situation précaire avec un niveau de dette extérieure très important. Par ailleurs, le pays a d'importants besoins de financement pour maintenir sa production de pétrole. Viennent ensuite le Sénégal et le Mozambique, qui affichent également des niveaux de dettes extérieures élevés. Dans le cas du Sénégal, des prévisions de croissance vigoureuses, l'appartenance à la zone CFA et l'arrivée prochaine de revenus pétroliers tempèrent les inquiétudes. Au Mozambique, d'importants revenus des hydrocarbures sont également promis au pays. Pourtant leur arrivée est plus lointaine et la situation sécuritaire y est préoccupante. Ces espoirs d'enrichissement futurs exagérément anticipés ont également participé à une mauvaise gestion économique du pays. À ces quatre pays, s'ajoutent l'Éthiopie et le Kenya qui, malgré des niveaux de dettes extérieures moindres en proportion de leur PIB, sont à risque du fait de leurs maigres recettes du compte courant. La crise étant mondiale, les revenus de la diaspora, très élevés dans ces deux pays, (respectivement 48% et 31% des recettes du compte courant en 2019) n'ont pas pu jouer un rôle stabilisateur. L'Éthiopie, pays le plus à risque, devrait afficher un ratio de dette extérieure sur exportations de 470% en 2020. Le conflit au Tigré ne peut qu'empirer ces difficultés économiques, notamment en compliquant une hypothétique intervention du FMI. La situation de l'Afrique du Sud, bien que préoccupante, est plutôt celle d'une lente dégradation causée par une dette publique qui croît régulièrement, renchérissant son coût à mesure qu'elle inquiète les investisseurs.

⁶ À partir de données disponibles pour 45 des 49 pays de la zone (données non disponibles : Soudan, Somalie, Guinée Bissau, Zimbabwe)

⁷ Cf. Monde – L'actualité de la semaine du [20 novembre 2020](#)

Afrique sub-saharienne : dettes publiques 2010-2020 (% du PIB)

Pays	2010	2019	2010-2019 (%)	2020E	2019-2020 (%)	PIB 2019 (Mds USD)
Nigeria	9	29	+210%	35	+20%	444
Afrique du Sud	35	62	+79%	79	+27%	352
Kenya	44	62	+40%	66	+7%	96
Angola	37	109	+194%	120	+10%	95
Éthiopie	40	58	+45%	56	-3%	93
Ghana	35	63	+82%	77	+22%	67
Tanzanie	27	38	+41%	39	+1%	64
Côte d'Ivoire	46	38	-17%	42	+10%	59
Congo (RDC)	31	15	-52%	16	+9%	47
Cameroun	15	43	+190%	45	+5%	39
Ouganda	18	38	+108%	46	+20%	32
Soudan du Sud	62	202	+223%	259	+29%	25
Zambie	19	92	+386%	120	+31%	24
Sénégal	28	64	+126%	65	+2%	23
Zimbabwe	50	11	-78%	n.d	n.d	21
Botswana	20	15	-26%	21	+36%	18
Mali	25	40	+60%	45	+11%	18
Gabon	21	62	+193%	74	+18%	17
Burkina Faso	28	43	+54%	47	+9%	16
Mozambique	40	104	+163%	121	+16%	15

Sources : FMI, EIU, Crédit Agricole SA

Afrique sub-saharienne : dettes externes 2010-2020 (% des exportations)

Pays	2010	2019	2010-2019 (%)	2020E	2019-2020 (%)	Dettes externe 2019 (% du PIB)
Nigeria	20	81	+302%	156	+92%	12%
Afrique du Sud	101	167	+65%	190	+14%	50%
Kenya	107	308	+187%	381	+24%	37%
Angola	52	154	+198%	290	+89%	56%
Éthiopie	200	397	+98%	470	+19%	31%
Ghana	87	103	+18%	112	+9%	37%
Tanzanie	142	200	+41%	220	+10%	31%
Côte d'Ivoire	93	127	+36%	241	+90%	30%
Congo (RDC)	69	34	-50%	43	+25%	11%
Cameroun	55	195	+255%	353	+81%	32%
Ouganda	86	236	+175%	270	+15%	44%
Soudan du Sud	322	1796	+458%	4 042	+125%	227%
Zambie	46	202	+337%	207	+3%	80%
Sénégal	122	246	+102%	299	+21%	57%
Zimbabwe	190	276	+45%	n.d	n.d	n.d
Botswana	32	25	-22%	51	+100%	9%
Mali	101	140	+39%	155	+11%	32%
Gabon	34	82	+142%	144	+76%	42%
Burkina Faso	104	78	-25%	79	+1%	22%
Mozambique	195	290	+49%	487	+68%	110%

Sources : FMI, EIU, Agricole SA

☑ Notre opinion – Après 2010, créanciers privés et créanciers chinois ont montré un fort appétit pour financer le continent africain. Aujourd'hui, c'est la méfiance entre ces deux groupes qui est responsable du défaut désorganisé de la Zambie et qui ralentit les discussions ailleurs. En Angola, en Zambie ou en Éthiopie les prêts de la Chine n'ont pas toujours financé des projets productifs et donc soutenables (ex : financement de l'armée). Cependant, ce n'est pas l'apanage de la Chine que de financer ce type de projets : au Mozambique des prêts privés dissimulés ont financé l'armée et la corruption, menant le pays dans une situation de grave surendettement. La crise actuelle est aussi, en partie, le fruit d'une décennie de pratiques peu regardantes de la part de nombreux créanciers. Il sera donc douloureux pour les pays africains de s'en défaire.

Géo-économie

News géo-économiques

La Russie est également dans le Pacifique – Mardi, l'US Navy a dépêché un navire de guerre dans une zone revendiquée par Moscou dans le Pacifique ouest. Le destroyer lance-missiles USS John McCain a croisé dans le golfe de Pierre-le-Grand dans le cadre d'une opération de liberté de navigation (FONOP), une première depuis décembre 2018. Ce golfe est le plus grand de la mer du Japon : il couvre une superficie de 6 000 kilomètres carrés. En 1984, l'URSS affirmait que la zone faisait partie de ses eaux intérieures, revendication toujours d'actualité, mais contraire au droit international tel que reflété par la Convention des Nations-unies sur le droit de la mer, selon la marine américaine.

Le ministère russe de la Défense a annoncé que l'USS John McCain avait quitté la zone, après que le destroyer russe anti-sous-marins Admiral Virnogradov le lui a enjoint *via* un canal de communication international, menaçant d'employer la force en cas de refus d'obtempérer. Le lieutenant américain Joe Keiley de la VII^e flotte a démenti. Selon lui, le McCain menait une FONOP en accord avec le droit international et il a rappelé que les revendications maritimes russes étaient « illégitimes ». L'US Navy mène ce genre d'opérations pour contester des revendications territoriales et affirmer le droit à la liberté de navigation. **Depuis 2017, le VII^e flotte a fortement augmenté ses opérations de liberté de navigation visant généralement les revendications chinoises en mer de Chine du Sud et en mer de Chine orientale. Cette année, la marine a dépêché au moins six navires dans les deux mers aux environs des îles contestées.**

Dissuasion nucléaire – L'Agence américaine de défense anti-missile (MDA) a confirmé qu'un système de défense anti-missile Aegis avait intercepté et détruit un missile balistique intercontinental (ICBM) lors d'un essai mené le 16 novembre au nord-est d'Hawaï. Depuis la fin des années 1990, les efforts de défense anti-missile américains ont un objectif défensif : il s'agit de se prémunir du risque d'une frappe d'un missile balistique lancé depuis la Corée du Nord ou l'Iran. L'Iran ne possédant pas actuellement de capacité ICBM, la Corée du Nord constitue la principale menace. Pyongyang a conduit trois tests ICBM, impliquant deux modèles de missiles différents.

Les conséquences de cet essai sont plus larges : **il est à contre-courant des efforts internationaux pour prévenir une course aux armements, notamment en matière nucléaire.** La Russie et la Chine ont déjà exprimé leurs inquiétudes par le passé concernant la politique de défense anti-missiles américaine qui pourrait miner leur capacité de dissuasion nucléaire. D'autant que Washington

s'est retiré en 2002 du traité anti-missiles balistiques (ABM).

Relations Taiwan-États-Unis – Vendredi, Washington et Taipei ont signé un mémorandum d'entente (MoU) établissant une coopération pour cinq ans dans le domaine de la santé, de la technologie et de la sécurité. Les négociations, menées par le vice-ministre aux Affaires économiques taiwanais Chen Chernchy et le sous-secrétaire d'État américain Keith Krach, interviennent dans un contexte de fortes tensions régionales sino-américaines. Ces pourparlers économiques de haut niveau et la signature du MoU sont des signaux forts envoyés à Taipei par l'administration Trump qui a renforcé les marques de soutien à l'île ces derniers mois (visites de haut niveau et des milliards de dollars de ventes d'armes). **Ils s'inscrivent dans un contexte d'activisme de l'administration républicaine, alors même que les États-Unis sont dans une période de transition présidentielle.**

Taipei espère à terme conclure un accord commercial bilatéral avec Washington, d'autant qu'il est isolé en Asie-Pacifique sur le plan commercial. Alors que le plus grand accord commercial jamais conclu a été signé la semaine dernière entre quinze pays d'Asie-Pacifique dont la Chine, le ministère taiwanais des Affaires étrangères a déclaré que Tawan ne rejoindrait certainement pas l'accord en raison de la présence chinoise. L'île aurait également souhaité rejoindre l'Accord de partenariat transpacifique (TPP), mais le président chinois Xi Jinping a laissé entendre que la Chine pourrait en devenir membre, la candidature de Taïwan serait alors bloquée.

Chine et Philippines : des signaux de négociation sur le contentieux maritime ? – Il y a six ans, les Philippines imposaient un moratoire sur l'exploration de gaz et de pétrole sur le Reed Bank en mer de Chine du Sud, en réponse à l'expansion chinoise dans la zone. En 2016, le président Duterte est élu et revient sur la position sans concession de son prédécesseur. À partir de 2018, les deux pays s'engagent donc dans une négociation pour aller vers une exploitation commune de la zone, négociation qui se heurte cependant à la question juridique, car les Philippines exigent que cela se fasse dans le cadre d'un droit national – ce qui serait une reconnaissance *de facto* par la Chine de leur souveraineté sur la zone concernée...

Or, le 15 octobre dernier, le président Philippin lève le moratoire, et rouvre la zone à l'exploration pour les entreprises locales. Deux jours plus tard, le porte-parole du ministère des Affaires étrangères chinois déclare que la Chine et les Philippines auraient trouvé un consensus, et qu'il espère que les deux pays pourront travailler ensemble pour le

développement conjoint des ressources. Le même jour, l'information d'une négociation entre les entreprises philippine *PXP Energy Corp* et chinoise *China Offshore Oil Corp* (CNOOC) est diffusée, sans que les termes de la négociation soient encore précisés, mais est évoqué l'hypothèse d'un contrat de service pour CNOOC, sous droit philippin. Tout cela est bien sûr à confirmer, et surtout à suivre, car ce serait une information très importante sur les concessions que la Chine serait prête à faire sur l'énorme contention du droit maritime dans la région, qui conditionne à la fois toutes les stratégies d'alliance, mais aussi la relation sino-américaine...

Israël-Arabie saoudite : rencontre à haut niveau – La rencontre (secrète et démentie, mais sans doute bien réelle) entre Benjamin Netanyahu et le prince héritier saoudien Mohamed ben Salman (MbS), à Néom, ville nouvelle saoudienne en construction sur les bords de la mer Rouge, est le signe très concret de l'évolution rapide des événements géopolitiques au Moyen-Orient sous l'égide de l'administration américaine actuelle. Les intérêts géostratégiques des trois protagonistes sont probablement les suivants :

1 - Pour Israël, c'est bien évidemment la poursuite de son ancrage régional après les accords signés

avec les Émirats et Bahreïn et une collaboration plus étroite avec l'Arabie dans leur lutte commune contre l'activisme iranien.

2 - Pour l'Arabie, c'est une façon pour MbS d'affirmer son pouvoir sur les évolutions futures des dossiers de politique étrangère lorsque le roi Salman se retirera et un l'occasion de créer un front commun contre Téhéran. C'est aussi, pour le prince héritier, un moyen de sonder son opinion publique après ses déclarations sur la très forte opposition de la population à un rapprochement avec Israël.

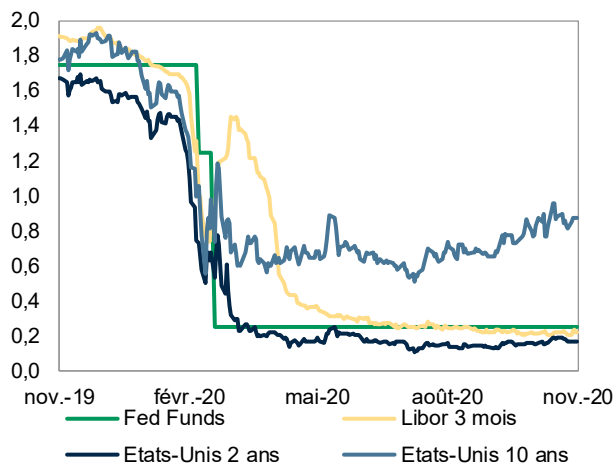
3 - Et enfin, pour l'administration Trump, c'est un moyen d'influer sur la politique future du prochain gouvernement Biden.

Et pour les trois acteurs enfin, c'est sans doute et avant tout une réponse anticipée à l'éventualité d'un retour des États-Unis dans l'accord sur le nucléaire civil avec l'Iran, sujet majeur sur lequel le candidat élu Biden ne s'est pas exprimé, contrairement à l'accord de Paris sur le climat. La future politique américaine envers l'Iran est le sujet central qui va orienter les évolutions géopolitiques de la région pour de nombreuses années.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

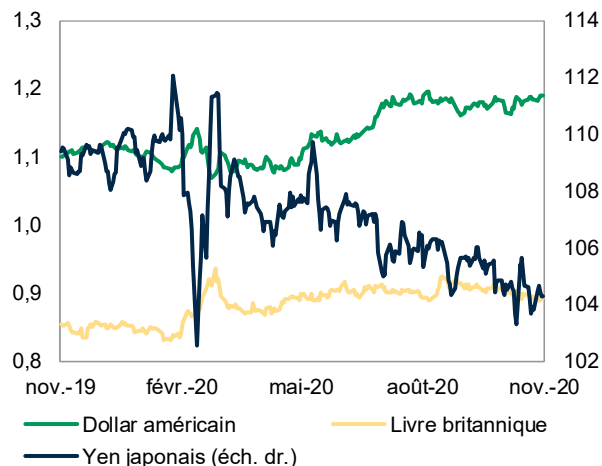
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

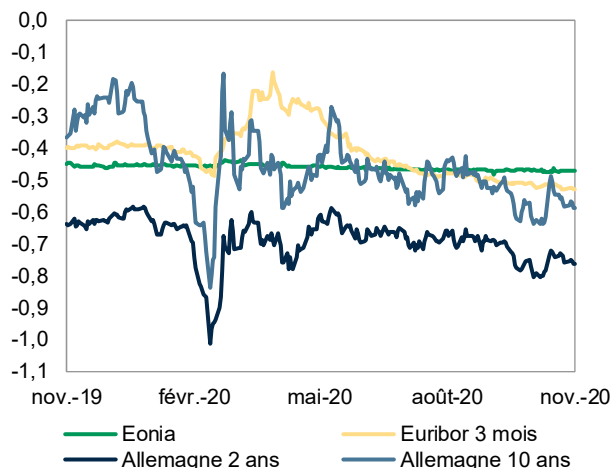
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

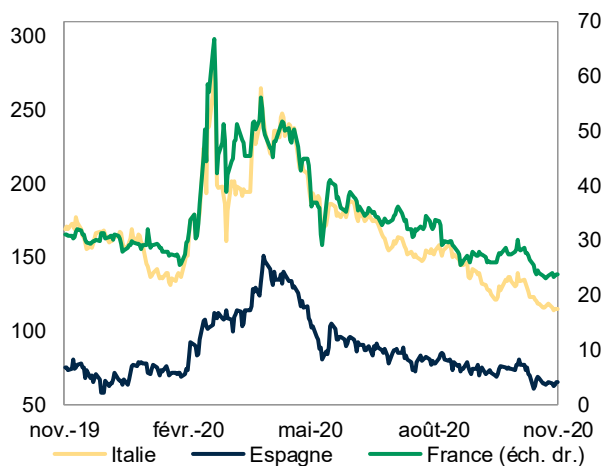
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

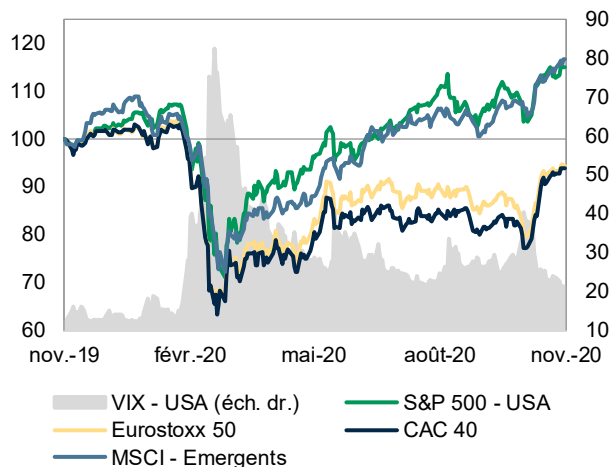
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

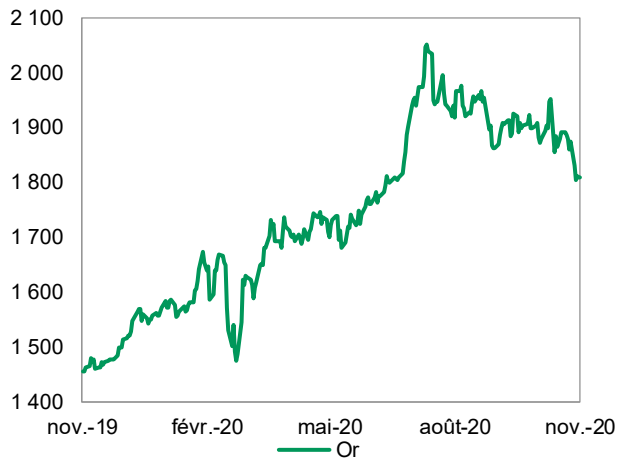
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

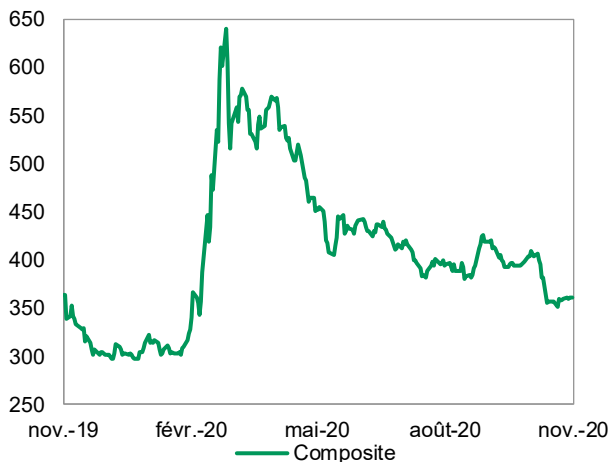
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

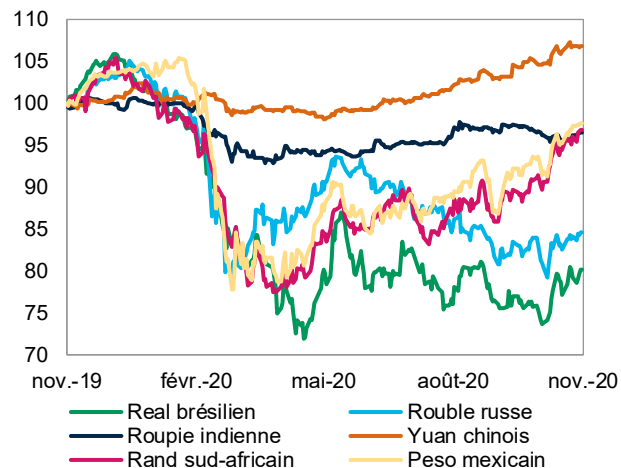
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

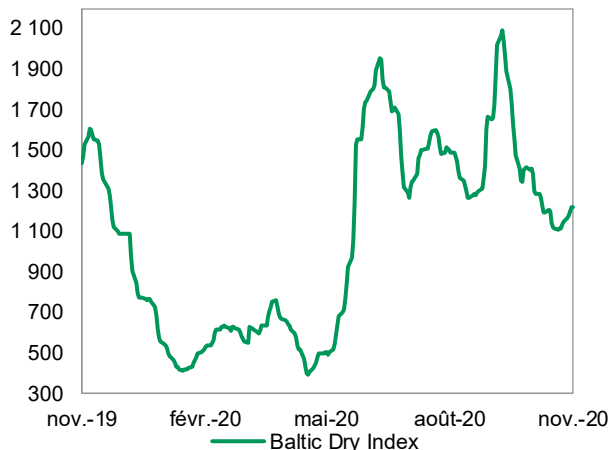
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

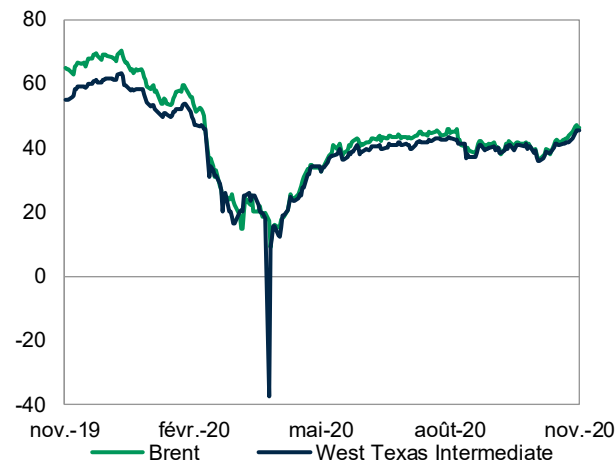
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

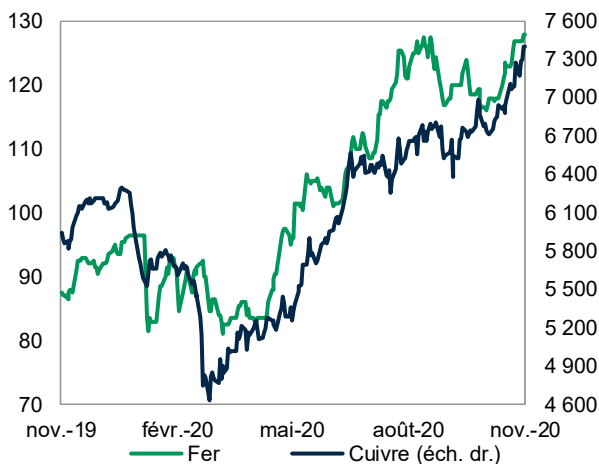
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

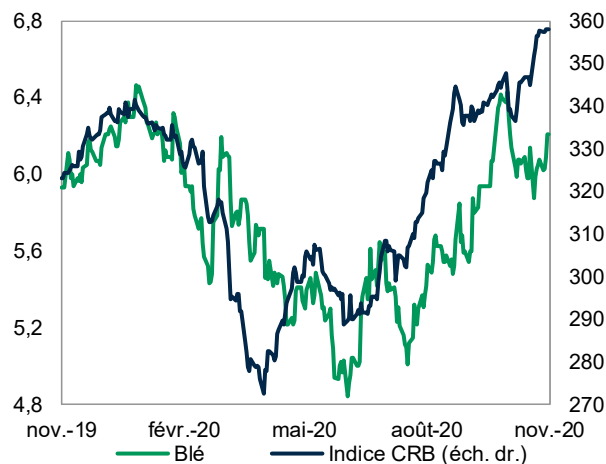
USD/tonne métrique



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
25/11/2020	<u>Point d'étape sur la notation souveraine des pays émergents par les agences de rating</u>	Emergents
25/11/2020	<u>Allemagne – Conjoncture : PIB au T3 2020</u>	Allemagne
25/11/2020	<u>Chine – Une désinflation qui interroge</u>	Chine
24/11/2020	<u>Zone euro – Baisser le déficit en maintenant le soutien à l'économie : le défi des budgets en 2021</u>	UE
24/11/2020	<u>Pologne & Hongrie – La soutenabilité du veto au plan de relance européen</u>	PECO, UE
23/11/2020	<u>Mexique – Que nous disent les agences de rating ?</u>	Amérique latine
20/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	UE
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

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 BENADJAOUD, 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 LEBOUGRE (coordination scénario)

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – 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.