

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/035 – 5 février 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Reflation trade ? Plutôt, pour commencer, un non deflation trade.....</i>	2
☞ <i>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste de l'antisystème en Europe ?</i>	3
☞ <i>Zone euro : repli contenu du PIB au T4 2020.....</i>	5
☞ <i>Zone euro : le faible sursaut des ventes au détail de décembre sera-t-il suffisant pour limiter l'ampleur de la chute de la consommation du T4 ?.....</i>	6
☞ <i>Allemagne : coup de frein sur les commandes industrielles de décembre</i>	7
☞ <i>Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?.....</i>	7
☞ <i>Italie : hausse des ventes au détail en décembre.....</i>	8
☞ <i>Italie : recul modéré du PIB au T4</i>	9
☞ <i>La BoE anticipe une reprise rapide après le T1, mais garde la porte ouverte à des taux négatifs</i>	10
☞ <i>Inde : présentation du budget sur fond de tensions sociales persistantes</i>	12
☞ <i>Libye : après le cessez-le-feu, dévaluation du dinar et reprise de la production de pétrole</i>	13
☞ <i>Hongrie : la stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable.....</i>	14
☞ <i>Dette publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration.....</i>	15
☞ <i>Covax : qui va gagner du multilatéralisme ou du nationalisme vaccinal ?</i>	17
☞ <i>Sénat américain : retour de la culture du compromis ou préparation des futurs blocages ?</i>	18
☞ <i>News géo-économiques.....</i>	19

Reflation trade ? Plutôt, pour commencer, un *non deflation trade*

Hausse des marchés actions profitant aux États-Unis, mais aussi à l'Europe et aux pays émergents avec des hausses hebdomadaires peu dispersées et comprises entre 4% et 5% ; remontée sensible des taux longs sans risque entraînant une pentification des courbes avec des progressions des taux souverains (dix ans) allemands et américains proches de 8 points de base (pb), les portant à, respectivement, -0,45% et 1,15% soit les niveaux déjà très bas qui prévalaient à l'amorce de la crise juste avant le grand plongeon de la mi-mars 2020 ; resserrement des *spreads* qu'il s'agisse des écarts de rendement offerts par les souverains de la zone euro ou par le marché du crédit ; enfin, une mention particulière pour l'Italie dont le *spread* par rapport au Bund passe sous 100 pb, un engouement évidemment porté par la mission confiée à l'ancien président de la BCE Mario Draghi (*cf. infra*), chargé de former un gouvernement. Un vent d'enthousiasme souffle donc sur les marchés et les données récentes tant en termes de croissance que d'inflation y concourent.

Aux États-Unis, après une contraction du PIB de 3,5% en 2020, le *Congressional Budget Office* anticipe une reprise de 4,6% en 2021, tirée par le rebond de la demande interne, puis sur une croissance de 2,9% en 2022. Le PIB retrouverait ainsi son niveau d'avant-crise dès la fin de 2021, mais l'*output gap* (écart entre la croissance du PIB potentiel et la croissance constatée) resterait légèrement négatif. L'espoir d'une relance budgétaire très substantielle continue de porter les marchés. Le Congrès a commencé l'examen du plan de 1 900 milliards de dollars (soit environ 9% du PIB) proposé par la Maison-Blanche. Les sénateurs républicains, qui jugent notamment ce plan massif et insuffisamment ciblé, se sont opposés à certaines des dispositions. Afin d'éviter

le risque de ne pas obtenir la majorité qualifiée au Sénat, le gouvernement a opté pour une adoption selon une procédure simplifiée (dite « réconciliation budgétaire ») qui requiert une majorité simple au Sénat, mais ne permet notamment pas d'insérer d'autres propositions que celles affectant les recettes ou les dépenses publiques.

En zone euro, dans le sillage des chiffres de croissance publiés pour les grands pays indiquant de meilleures performances au dernier trimestre (ou de moins mauvaises contre-performances), la première estimation de la croissance pour l'ensemble de la zone a surpris positivement. Après un recul de 0,7% au quatrième trimestre, le PIB se contracte de 6,8% sur l'ensemble de l'année et se situe sous son niveau d'avant-crise à hauteur de près de 5%.

En zone euro, toujours, après s'être repliée de 0,3% en décembre (en glissement annuel), l'inflation de janvier a également surpris favorablement : très supérieure aux attentes, elle atteint 0,9% pour une inflation sous-jacente à 1,4%. Cette accélération sensible reflète essentiellement des facteurs techniques (dont des hausses de taux de TVA) et n'augure pas d'un mouvement pérenne de redressement de la hausse des prix qui devrait se replier à l'été, avant de rebondir à l'automne. Les facteurs exerçant des pressions structurelles sur les prix n'ont pas disparu.

À ce stade, une petite « précision sémantique » s'impose donc : il semble moins audacieux d'évoquer un *non deflation trade* (et c'est déjà bien) qu'un véritable *reflation trade*.

Editorial

Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste de l'antisystème en Europe ?

Une fois de plus, la politique italienne se présente comme un laboratoire avancé des scénarios politiques. Tout comme avec l'élection de Biden aux États-Unis, le panorama politique italien se redessine dans une configuration qui pourrait laisser penser à un échec, du moins momentanément des forces antisystème. Le compromis socio-démocrate incarnant l'orientation technocratique scientifique avait été défié et décrié par l'antisystème, qui lui reprochait son abdication face au néolibéralisme, son incapacité à gérer la grande crise économique et financière, son acceptation passive du déclin des économies occidentales. Pourtant, après quelques expériences de gouvernement, les forces antisystème sont écartées du pouvoir. On aurait pu s'attendre, par une sorte de retour de balancier, que ce soient les forces progressistes qui s'imposent à leur tour. Or, ce sont bien les forces socio-démocrates et libérales qui reviennent au pouvoir. C'est le cas aux États-Unis où l'aile modérée des démocrates l'a emporté sur l'aile progressiste. C'est aussi le scénario qui se dessine cette semaine en Italie, où l'axe du grand centre balaie la tentative de construire un axe progressiste à gauche par la convergence stratégique du mouvement antisystème M5S vers la gauche traditionnelle et radicale. Ce nouveau compromis large sera-t-il la bonne solution pour écartier durablement le risque antisystème ?

Italie : une redistribution totale des cartes

Avec le retrait de son soutien à l'alliance de gouvernement entre la gauche traditionnelle et radicale (Parti Démocrate et Leu) et le M5S, M. Renzi, fondateur du parti de centre-gauche, *Italia Viva*, pose le premier jalon de son projet de reconstitution d'un grand centre, qui relèguerait à la marge de l'échiquier politique les principaux acteurs populistes qui ont occupé la scène depuis 2018 (M5S, *Fratelli d'Italia* et, dans une moindre mesure, la Ligue).

En Italie, c'est une personnalité extérieure à la politique, M. Draghi, précédent gouverneur de la BCE, à laquelle les partis du centre (centre-gauche et centre-droit) souhaitent confier la tâche de gouverner. L'absence d'une personnalité politique forte au centre et un système électoral à forte connotation proportionnelle ne permettent en effet pas un essor « à la Macron ».

Ce recentrage ne pourra se faire qu'avec le soutien du M5S ou de la Ligue. De ce fait, il pourrait avoir pour conséquence une fracture définitive au sein du M5S entre l'aile gouvernementale et l'aile « mouvementiste » et consolider la transformation du mouvement antisystème dans une force progressiste plus conventionnelle. Cela entérinerait forcément des

pertes à la faveur de l'abstention ou de la droite antisystème. Il aura aussi des conséquences à droite, en repositionnant vers le centre l'alliance de droite entre *Forza Italia*, la Ligue et *Fratelli d'Italia*. Si S. Berlusconi, avec *Forza Italia*, est revenu au cœur du jeu politique avec son appui à M. Draghi, la Ligue voit s'accélérer son questionnement existentiel.

La question du soutien à M. Draghi va fournir des arguments et de l'influence à l'aile traditionnelle de G. Giorgetti qui travaille depuis longtemps à un recentrage de la Ligue, avec pour objectif la réactivation d'un canal de communication avec la droite traditionnelle européenne et l'adhésion au Parti populaire européen. La « normalisation » de la Ligue affaiblirait la position de M. Salvini et pourrait entraîner des départs de son aile souverainiste en faveur de *Fratelli d'Italia*, qui profite déjà largement de la surenchère nationaliste.

Les fronts antisystèmes – à droite comme à gauche – pourraient ainsi, du moins temporairement, s'affaiblir, tout comme le front progressiste formé par la gauche radicale et le M5S.

Le compromis socio-démocrate à l'épreuve de la dernière crise

C'est donc la réponse modérée plutôt que la réponse progressiste qui est de nouveau proposée comme alternative aux populismes. Cette réponse moins clivante peut-elle ramener au centre les électeurs et les partis et éloigner temporairement la vague populiste ? Cette question sera au cœur du nouveau cycle électoral qui s'ouvre en Europe et qui voit le retour aux urnes des pays européens (Pays-Bas, Allemagne, France et Italie).

La réussite et la survie même du compromis socio-démocrate passera par ses choix économiques. C'est un défi de reconstruction économique qui attend ces majorités recomposées. Ce compromis qui domine encore aux niveaux national et supranational en Europe sera-t-il capable de se libérer de la vision néo-libérale pour revenir sur des positions ordo-libérales plus classiques ? Les positions ordo-libérales, tout en soulignant les principes fondateurs de marchés ouverts, de respect de la propriété privée, de responsabilité des acteurs et de constance des politiques économiques, envisagent un rôle actif des institutions dans la correction des externalités, dans la limitation des pouvoirs monopolistiques et dans des politiques progressives des revenus pour éviter la concentration.

Ces positions semblent aujourd'hui plus aptes à répondre aux besoins de rééquilibrage du système.

En effet, la crise de la Covid, en accélérant le processus de transformation structurelle de l'économie et de réallocation sectorielle a renforcé la demande de protection et de redistribution. L'ordolibéralisme est capable de dessiner les incitations correctes pour orienter la transformation des agents privés. Mais il doit aussi apprendre à mieux dessiner les politiques d'accompagnement de cette transition qui ne générera pas que des gagnants. Donc, la question de la redistribution s'impose aussi et on pourra espérer que ce soit une vision « synergique » du système productif, d'une offre vertueuse créant mais distribuant de la valeur. Le principal défi des gouvernements sera donc de

savoir placer le curseur au bon point d'équilibre entre incitation et accompagnement de la transformation avec une contrainte budgétaire de plus en plus mordante qui oblige à orienter l'élargissement de la base fiscale vers les rentes d'oligopole.

Des majorités larges incluant à la fois forces modérées et forces progressistes pourront-elles mieux affirmer ces principes et dessiner ces politiques ? Leur capacité à répondre à ces demandes et besoins sera clé pour interpréter l'avenir du risque politique en Europe comme ailleurs.

Zone euro

Zone euro : repli contenu du PIB au T4 2020

La première estimation du PIB en zone euro a surpris positivement : le repli du PIB de 0,7% sur le trimestre (après une forte croissance de 12,4% au T3) est plus modéré qu'initialement attendu par le consensus des prévisionnistes et prévu dans notre scénario de décembre (-3%).

Alors qu'après le rebond de l'été l'écart du PIB de son niveau d'avant crise s'était réduit à -4,4%, il s'est creusé davantage au T4 atteignant -5,1%. Sur l'année 2020, le PIB a enregistré un recul de 6,8%. Bien que négatif, le taux de croissance du T4 laisse un acquis assez positif de 2,1% pour l'année 2021.

Le repli dans la zone euro est le résultat d'une croissance positive en Allemagne (+0,1%), en Espagne (+0,4%), en Belgique (+0,2%) et au Portugal (+0,4%) et d'un recul de l'activité en France (-1,3%), en Italie (-2%), et en Autriche (-4,3%). Ces évolutions dépendent à la fois de la dureté et de la temporalité des mesures de confinement sur le trimestre : plus strictes en milieu du trimestre en France, plus tardives mais restrictives durant les fêtes en Allemagne et en Italie, moins contraignantes et différenciées sur le territoire en Espagne.

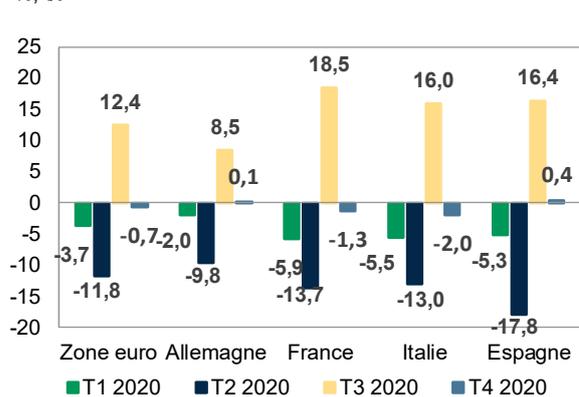
En fin d'année 2020, l'écart de croissance du PIB par rapport au niveau d'avant-crise se chiffre à -3,9% en Allemagne, -5% en France, -6,6% en Italie et -9,1% en Espagne.

L'investissement et le commerce extérieur ont contribué à la résilience de l'activité dans la zone euro. La croissance de l'investissement était positive en France (+2,4%) et moins négative que prévu en

Espagne (-3,1%). L'investissement a pu donc réduire son écart au niveau d'avant-crise à -3,2% en France, alors qu'il est encore inférieur de 11% en Espagne. La croissance des exportations était aussi meilleure qu'anticipé (+4,8% en France et -1,4% en Espagne), mais reste encore très inférieure au niveau d'avant-crise à la fois en France (-11%) et en Espagne (-20,6%). En Allemagne, bien qu'on ne dispose pas encore du chiffrage des composants du PIB, la croissance a été également tirée par l'investissement et par les exportations.

La consommation des ménages a naturellement été affectée par le deuxième confinement. En repli en Allemagne et en France (-5,7%), elle est en revanche en hausse en Espagne (+2,5%). La consommation est encore inférieure de 7,1% à son niveau d'avant-crise en France, de 8,3% en Espagne.

Zone euro : croissance du PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Nous ne disposons pas encore du détail du PIB au T4 2020 pour la zone euro, mais la plupart des indicateurs mensuels couvrent le mois de novembre et montrent que leur écart par rapport au niveau d'avant-crise a continué de se réduire (pour les exportations, les commandes industrielles, la production dans le secteur manufacturier et dans la construction). Seules les immatriculations de nouvelles voitures et les ventes au détail ont creusé leur écart en novembre. Ces deux indicateurs de la consommation ont rebondi en décembre, mais ils sont en baisse au T4 par rapport au trimestre précédent. Leur évolution par pays montre bien la différente temporalité des mesures de restriction de la mobilité : forte reprise des ventes en France et dans une moindre mesure en Espagne en décembre, après le repli en novembre. Fort recul en Allemagne et aux Pays-Bas en décembre, après une dynamique positive en novembre.

Le résultat moins négatif en fin d'année apporte la confirmation que le lien entre mobilité et activité s'est fortement affaibli avec le confinement plus léger. Ce lien reste cependant important en ce qui concerne les dépenses et les plus récents indicateurs d'enquêtes en janvier signalent un affaiblissement global déterminé par une dégradation de la confiance et de l'activité dans les services et dans le commerce de détail. La confiance et l'activité restent plus soutenues dans l'industrie et dans la construction, signe que les retombées sur les secteurs non concernés par les restrictions sont très limitées. Ces derniers ont jusqu'ici bénéficié aussi d'une demande étrangère dynamique, qui s'affaiblit néanmoins en janvier, notamment en Asie.

Les perspectives à six mois restent résilientes à l'affaiblissement de la prévisibilité du cours de la pandémie, lié aux nouveaux variants et aux retards dans la fourniture des vaccins. Cependant, le tâtonnement des stratégies de lutte face à une deuxième vague qui n'est toujours pas maîtrisée rajoute de l'incertitude en début d'année.

La levée toujours partielle des contraintes de mobilité dans certains pays, voire leur durcissement sur la presque totalité du trimestre en cours dans d'autres (Allemagne et Pays-Bas), fait peser un risque fortement baissier sur notre prévision de croissance pour le T1 2021, qui prévoyait un rebond de l'activité sur la base d'une fin d'année anticipée plus faible.

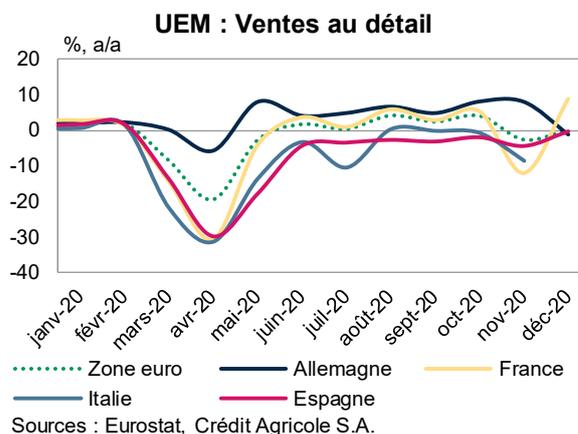
Zone euro : le faible sursaut des ventes au détail de décembre sera-t-il suffisant pour limiter l'ampleur de la chute de la consommation du T4 ?

Le volume des ventes en zone euro a augmenté de 0,3% en rythme annuel au mois de décembre, après un repli de 2,6% sur un an en novembre. Ce modeste rebond a été impulsé par le redressement des ventes effectuées en France (+8,9%), après un mois de novembre désastreux (-12%), en lien avec le confinement strict imposé dans le pays pendant les vacances de la Toussaint.

L'Allemagne affiche, en revanche, un recul des ventes au détail de 1,1% sur un an, il s'agit de la première rechute de l'activité constatée depuis huit mois dans le pays. Là aussi, la mise en place d'un confinement strict pendant le mois de décembre a pesé sur les comportements de consommation, réduite à l'essentiel en raison de la fermeture d'un grand nombre de magasins.

En Espagne, les ventes au détail ont continué de baisser (-0,4%), mais à un rythme moindre. Les données sur l'Italie ne sont pas disponibles, mais il est vraisemblable que les ventes au détail aient là aussi reculé en décembre. La ventilation par typologie de biens signale une croissance globale

des ventes soutenue essentiellement par l'alimentation, les boissons et le tabac qui progressent solidement (+2,1% sur un an), tandis que les autres composantes hors alimentation enregistrent toutes un nouveau repli. Seules les ventes via Internet continuent de croître, mais à un rythme plus faible par rapport au mois de novembre (+0,8%, après +1%).



Notre opinion – Les ventes au détail en zone euro sont de nouveau sous pression en fin d'année, en raison des divers confinements imposés dans les différents pays de la zone. Les mesures précoces instaurées en France lui permettent d'espérer un redémarrage plus rapide des ventes au détail dans les mois à venir, tandis que l'Allemagne s'inscrit en décalage avec un creux à surmonter encore devant elle. Ces différences se retrouveront nécessairement sur les profils de reprise de la consommation et de la croissance du T1 2021.

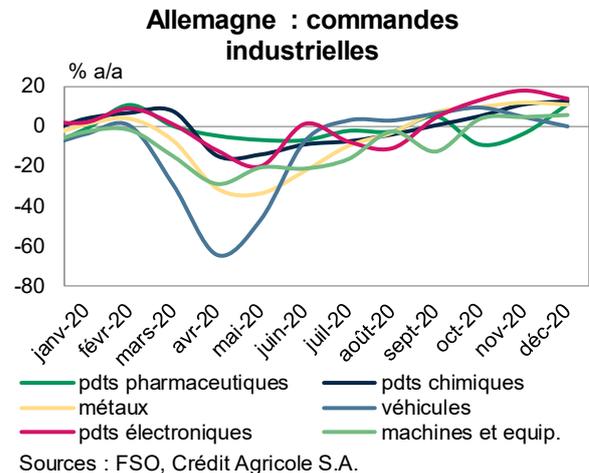
 **Allemagne : coup de frein sur les commandes industrielles de décembre**

Les commandes industrielles allemandes ont baissé de 1,9% au mois de décembre, après +2,7% au mois de novembre. Cette chute provient essentiellement des commandes étrangères qui enregistrent un repli de 2,6% sur le mois, tandis que les commandes domestiques semblent moins impactées avec une baisse de seulement 0,9%. Parmi les commandes étrangères, ce sont celles en provenance de la zone euro qui plombent l'ensemble (-7,5% sur le mois), tandis que celles venant des pays tiers continuent de croître (+0,5%).

La ventilation par produits indique une bonne tenue des commandes en biens de consommation (+0,8%) et intermédiaires (+6,4%), mais un recul marqué des biens d'investissement (-4,6%). En rythme annuel, les commandes industrielles dans leur ensemble enregistrent une croissance de +6,4% et si nous comparons leur situation actuelle avec celle de février 2020, alors celles-ci se situent 2,4% au-dessus de leur niveau d'avant-crise.

La ventilation par secteur souligne une poursuite de la reprise engagée depuis la fin du premier confinement. La plupart des secteurs connaissent

ainsi une croissance des commandes à deux chiffres, comme l'industrie pharmaceutique et chimique, l'électronique ou la métallurgie. Les commandes automobiles retombent légèrement en fin d'année et celles en biens d'équipement continuent de se redresser, mais à un moindre rythme comparativement aux autres secteurs.



Notre opinion – Les commandes industrielles allemandes continuent de se redresser dans la grande majorité des secteurs. Seule l'industrie automobile souffre encore d'une demande encore frileuse en décembre. Toutefois, le durcissement des restrictions sanitaires commence à se répercuter sur le secteur industriel, avec un risque baissier sur la production attendue de janvier et février.

 **Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?**

Les allers-retours se sont succédé depuis vendredi dernier entre le Montecitorio (Chambre des députés) et le Quirinale (Présidence de la République). Les consultations qui ont suivi la démission de Giuseppe Conte se sont mues en un mandat exploratoire mené par le président la Chambre, Roberto Fico. Ce dernier a tenté de rassembler les partis autour de la table des négociations, le week-end dernier, en commençant par rencontrer la majorité actuelle. Le président de la Chambre avait jusqu'à mardi pour parvenir à un accord de majorité. Malgré les deux jours de négociation, les points de désaccords semblaient difficiles à dépasser. D'un côté, le M5S restait attaché à préserver l'exécutif actuel. De l'autre, *Italia Viva* demandait plus de discontinuité en remettant sur la table l'épineux sujet de la demande des prêts du Mécanisme européen de stabilité (MES). Face au constat d'échec de Roberto Fico, le chef de l'État a pris, mardi soir, le relais dans la gestion de la crise. Ce dernier faisait face à deux options : la formation d'un gouvernement apolitique ou la voie des urnes. La convocation d'élections anticipées a vite été écartée par le président. En effet, l'organisation d'un scrutin en pleine pandémie a été jugé préjudiciable pour l'Italie. En outre, la tenue d'élections impose un gouvernement

d'affaires courantes, qui ne serait pas en mesure de répondre aux enjeux et aux défis de la crise.

Gouvernement apolitique ce sera. Bien que la nomination de Mario Draghi ne soit pas une surprise, puisque son nom circulait déjà dans les couloirs, il n'était pas sûr que ce dernier réponde présent à l'appel du chef de l'État. Cette nomination a été saluée par les partenaires européens, mais aussi par les marchés, avec un *spread* Italien qui atteint un minimum historique. La tâche n'en sera pas moins aisée pour « super Mario » qui, bien qu'il remporte le match en extérieur, doit encore convertir l'essai en Italie. On se dirige donc vers un « gouvernement Ursula », soit une composition similaire au compromis ayant permis, au Parlement européen, de voter pour U. von der Leyen en tant que présidente de la Commission européenne. Avant même la fin des consultations qui ont débutées jeudi avec les petits groupes et devraient se poursuivre aujourd'hui avec *Forza Italia*, *Fratelli d'Italia* et le Parti Démocrate et demain avec la Ligue et le M5S, les différentes couleurs politiques se positionnent. Tout le gratin de la politique italienne a fait le déplacement à Rome, de Silvio Berlusconi à Beppe Grillo, en passant Casaleggio, le patron de la plateforme Rousseau du M5S. Les déclarations des

uns et des autres permettent de déchiffrer plus précisément la scène qui s'y joue. Chacun abat ses cartes. Il y a ceux qui ne peuvent pas dire non à l'appel de Mario Draghi, *Forza di Italia*, en tête, qui a déjà déclaré par le biais du *Cavaliere* qu'ils étaient prêts à soutenir un gouvernement d'union nationale, mais aussi, *Italia Viva*, à l'origine de la manœuvre. Avec l'éclatement de l'espace politique italien, les forces modérées et centristes ne suffisent plus à former une majorité. Avec quelques réserves, le Parti Démocrate serait également de la partie, mais deux inconnues demeurent : le M5S et la Ligue. Le positionnement de l'un ou l'autre fera pencher l'union nationale à droite ou à gauche de l'hémicycle.

Le M5S, qui aborde cette crise divisé, est tiraillé entre ses deux ailes. Beppe Grillo continue de jouer le rôle de l'arbitre équivoque, cela permettra-t-il de maintenir une union des jaunes ou bien cet ultime divergence sera le point de départ de la scission, mettant fin à l'expérience des 5 étoiles au pouvoir ? Le vote par la plateforme Rousseau est un passage

obligé, mais les députés et sénateurs du M5S qui représentent encore la plus importante force politique dans les chambres sont partagés entre ceux qui voteraient oui à Draghi ; ceux qui soutiendraient Draghi mais sans sacrifier les totems du mouvement et ceux moins nombreux, qui verraient une alliance avec l'ancien président de la BCE comme une trahison à leurs idéaux. La porte n'est donc pas totalement fermée à une coalition avec les 5 étoiles. Cet argument pèsera d'autant plus au sein du Parti Démocrate que si l'alliance avec le M5S n'est plus, le PD se verrait contraint de s'asseoir à la même table que Matteo Salvini. Une partie de l'aile gauche des démocrates refuse encore une alliance avec la Ligue. Une ligue qui devient de plus en plus gourmande et annonce déjà la couleur en demandant des ministères, avant même sa visite au Palazzo Chigi.

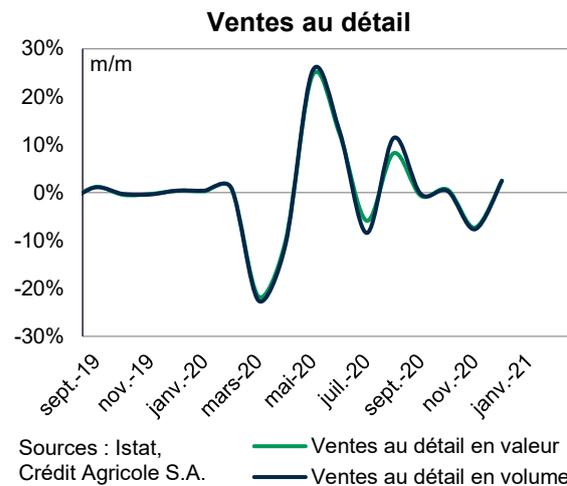
Deux inconnues auxquelles il faudrait ajouter une troisième, le degré d'habileté politique de l'ancien président de la BCE.

 **Italie : hausse des ventes au détail en décembre**

En novembre, les ventes au détail ont augmenté de 2,5% en valeur et en volume, portées par une forte progression des produits non alimentaires (+4,8% en valeur et +4,5% en volume). Les ventes de produits alimentaires sont restées presque stationnaires (+0,1% en valeur et +0,2% en volume).

Malgré le deuxième confinement, les ventes au détail n'ont diminué que de 1,5% en valeur et de 0,8% en volume sur le quatrième trimestre. La baisse des biens non alimentaires sur les trois derniers mois de l'année (- 4,5% en valeur et de 3,2% en volume) a été en partie compensée par les ventes alimentaires (+2,4% en valeur et +2,2% en volume). Presque tous les groupes de produits, à l'exception des équipements informatiques, des télécommunications, de la téléphonie (+15,3%), de l'outillage et du matériel ménager (+2,3%) et des meubles, du textile et de l'ameublement (+0,5%) sont en baisse. Les secteurs ayant enregistré les

baisse les plus prononcées sont l'habillement et les fourrures (-23,4%), ainsi que les chaussures et les articles en cuir (-14,6%).



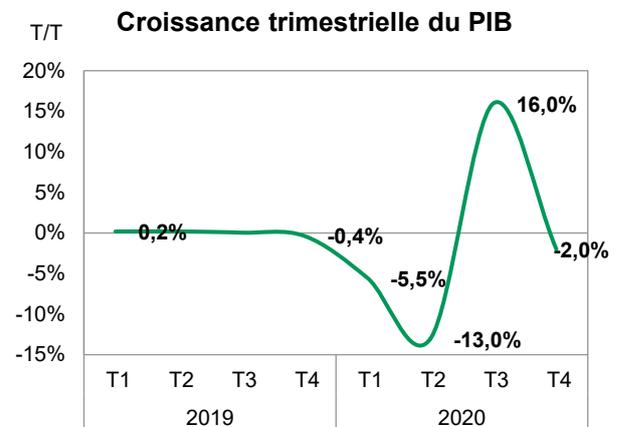
Notre opinion – Après le fort recul de novembre, les fêtes de fin d'année se sont traduites par une légère reprise des ventes au détail. La progression de décembre ne permet cependant pas de compenser la baisse liée à la fermeture des magasins pendant le pic de la deuxième vague. Elles restent nettement en dessous de leur niveau d'avant-crise, en baisse (-4,9%) par rapport à leur niveau de février 2020.

 **Italie : recul modéré du PIB au T4**

Les nouvelles mesures adoptées pour contenir l'urgence sanitaire ont entraîné une contraction de l'activité au quatrième trimestre estimée par l'Istat à 2% par rapport au trimestre précédent. Cette baisse de l'activité fait suite au fort rebond de 15,9% du troisième trimestre. Avec ce nouveau repli, le niveau du PIB est de 6,6% inférieur à celui de la période d'avant-crise. L'ensemble des secteurs d'activité sont concernés par cette baisse à savoir l'agriculture, l'industrie et les services. Le recul de la croissance est induit à la fois par une contribution négative de la demande domestique (incluant les stocks) et par la composante extérieure.

En prenant en compte le quatrième trimestre, l'économie italienne clôture l'année 2020 avec une contraction de 8,9%. Ce repli historique reste nettement moins important que celui attendu par le consensus international (-10,5%) et légèrement en dessous de la prévision du gouvernement de 9% inscrite dans la mise à jour du rapport économique

et financier. L'acquis de croissance laissé à 2021 n'a pas été complètement effacé par le recul du T4. Il reste positif à 2,1%.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Les données couvrant la période du confinement de novembre indiquaient déjà un effet moins marqué des mesures de distanciation sociale par rapport au confinement de mars, avec près de 70% des entreprises qui se disaient actives en novembre par rapport à 45% en mars. Les fermetures ont concerné majoritairement le secteur des services, notamment les lieux de restauration et d'hébergement, ainsi que les commerces non-essentiels dans les zones les plus touchées par l'épidémie. L'estimation provisoire de l'Istat est au-dessus du consensus de la Banque d'Italie qui envisageait un recul de l'activité entre 2,2% et 3,7% dans son bulletin économique du quatrième trimestre. L'impact de la deuxième vague reste cependant plus marqué que celui observé dans la zone euro, qui a enregistré un recul de 0,7% au quatrième trimestre.

Royaume-Uni, pays scandinaves

La BoE anticipe une reprise rapide après le T1, mais garde la porte ouverte à des taux négatifs

Lors de sa réunion du 3 février dernier, la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a jugé que la conduite de sa politique monétaire était appropriée. Le comité de politique monétaire (MPC) a voté à l'unanimité le maintien des différents paramètres de sa politique monétaire :

- ✓ Taux directeur à 0,1% ;
- ✓ Stock existant de titres d'entreprises achetés à 20 Mds £ ;
- ✓ Stock cible d'achats d'obligations d'Etat (*gilts*) à 875 Mds £.

Des prévisions optimistes grâce à la vaccination

La BoE a apporté des ajustements au profil de ses prévisions croissance : un léger rebond du PIB au T4 2020 est à présent anticipé (d'environ 0,5%, contre une contraction de 2% anticipée au mois de novembre), suivi par une contraction au T1 2021 de -4% en variation trimestrielle, contre un rebond anticipé précédemment. Par la suite, le programme de vaccination est supposé permettre un assouplissement significatif des restrictions et une diminution des craintes liées au virus. La BoE anticipe une reprise rapide dès le T2, qui permettrait au PIB de retrouver son niveau de pré-crise d'ici la fin de l'année. Le changement de prévision pour le premier trimestre a néanmoins conduit à une révision à la baisse de la prévision de croissance pour 2021 à 5% en moyenne annuelle, contre 7,3% précédemment.

Le rythme de croissance trimestriel ralentirait en 2022. Mais la reprise étant plus forte courant 2021, l'acquis de croissance pour 2022 serait plus favorable et la croissance s'élèverait à 7,25% en moyenne annuelle, contre 5% précédemment.

Le rebond de la croissance cette année permettrait en outre d'éliminer l'*output gap* et de faire apparaître un *output gap* légèrement positif à la fin de cette année. La Banque centrale continue de prévoir une hausse du taux de chômage dans les prochains trimestres, pour atteindre un pic à 7,8% au T2 2021.

Une inflation proche de la cible de 2%

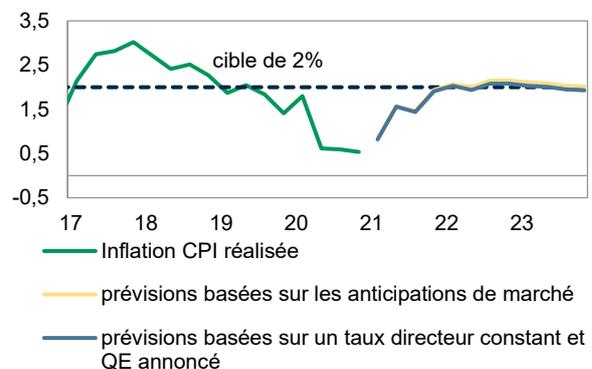
Concernant l'inflation, un fort rebond vers 2% est anticipé au cours du printemps, en raison de l'expiration de la TVA réduite dans certains services et de la hausse des prix de l'énergie. L'inflation CPI serait en outre proche de la cible de 2% en 2022 et 2023, sous l'hypothèse que les taux suivraient les anticipations de marché (courbe des taux *swap* OIS impliquant une baisse du taux directeur à -0,1% début 2022 et une remontée à 0% début 2023).

Les risques autour de ces prévisions d'inflation, sont considérés globalement équilibrés. Si les perspectives d'inflation se détérioraient, la BoE se tient prête à mettre en place tout ce qui est nécessaire (« *whatever*

it takes ») afin de réaliser son mandat. Aucun resserrement de la politique monétaire ne serait envisagé au moins jusqu'à ce qu'on observe un progrès significatif au niveau de l'élimination des capacités non utilisées et de l'obtention d'une inflation proche de la cible de 2% de manière soutenable.

Le comité envisage de continuer ses achats de titres à leur rythme actuel (4,4 milliards par semaine) jusqu'à sa prochaine réunion le 18 mars, en se réservant la possibilité de ralentir les achats plus tard. Si les conditions de marché se détérioraient significativement de nouveau, la BoE se tient prête à augmenter le rythme des achats, afin d'assurer une transmission efficace de sa politique monétaire.

% a/a **R-U : inflation CPI et prévisions de la BoE**



Source : BoE, Crédit Agricole S.A.

Les taux négatifs : pas dans l'immédiat, mais toujours une option possible

Les marchés attendaient avant tout des éléments de réponse à la question de l'éventualité de taux négatifs. L'autorité de régulation prudentielle PRA avait rendu les conclusions de son rapport sur les considérations opérationnelles concernant une éventuelle mise en place de taux nuls ou légèrement négatifs. Plusieurs constats ont été faits :

- ✓ La mise en place de taux négatifs nécessite une période d'adaptation d'au moins six mois. Toute période plus courte impliquerait une hausse des risques opérationnels.
- ✓ Le MPC a clairement fait savoir qu'il ne souhaitait pas envoyer de signal qui suggérerait que des taux négatifs étaient imminents ou même en perspective. Il hésitait pour cette raison à demander aux banques de s'y préparer.
- ✓ Néanmoins, si les taux négatifs devaient faire partie en pratique de l'arsenal de politique monétaire, alors les préparations des banques devraient commencer à un certain point. La décision a donc été prise que la PRA engage les préparations en vue de l'implémentation de taux négatifs.

☑ **Notre opinion** – La BoE est clairement moins dovish qu'en décembre. Ses prévisions nous paraissent optimistes. Même si elle prévoit à présent une baisse du PIB de 4% au T1, chose inévitable en raison du « lockdown » national, la BoE anticipe une forte reprise de l'activité au cours de la seconde moitié de l'année, avec un taux de croissance en moyenne trimestrielle qui s'élèverait à près de 5% au T2 et au T3. L'output gap est révisé à la baisse. En termes de risques, la BoE note que les risques autour des perspectives de croissance sont toujours orientés à la baisse, mais « un peu moins que lors du dernier rapport de novembre et qu'à l'horizon des trois prochaines années, ils sont globalement équilibrés ».

À la lumière de ces nouvelles prévisions, comment évoluerait la politique monétaire dans les prochains mois ? Au regard des conclusions de la PRA et des commentaires du MPC, une baisse des taux dans les six prochains mois paraît en effet peu probable. Mais la BoE est ambiguë concernant l'évolution à venir des taux au-delà des six prochains mois. Si on regarde les prévisions d'inflation CPI de la BoE, celles-ci se rapprochant rapidement de la cible et évoluant près d'elle à moyen terme, on peut juger que la BoE est confortable avec les anticipations de marché sur lesquelles elles sont basées. Ces anticipations de marché dérivées des taux forward indiquent une baisse du taux directeur à -0,1% au T1 2022 (et 0% au T2 2023). Mais en même temps, les prévisions sur la base de taux constants ne montrent pas de différence notable par rapport à celles basées sur les anticipations de marché.

Nous supprimons donc la baisse de taux du mois de mai prévue dans notre scénario central de décembre. Sur le programme d'achats d'actifs, nous maintenons notre prévision de hausse du stock cible d'au moins 50 Mds £ en mai (afin d'éviter un ralentissement prématuré des achats et un resserrement des conditions financières).

Pays émergents

Asie

Inde : présentation du budget sur fond de tensions sociales persistantes

Le gouvernement Modi a présenté lundi 1^{er} février **son budget pour l'année fiscale 2021/2022**. Alors que l'Inde affronte actuellement la pire récession de son histoire et est traversée par de vastes mouvements de protestations menés par les agriculteurs du pays, le contenu du budget donne de premières orientations sur les priorités de l'État pour relancer l'économie.

Quelle trajectoire de reprise et de consolidation fiscale ?

Cette présentation a d'abord été l'occasion de faire **le point sur les fondamentaux macro-économiques du pays**. Le gouvernement a ainsi construit son budget autour d'une prévision de **croissance de 11%**, faisant suite à **une récession de 7,7%** pour l'année fiscale 2020/2021. Un ordre de grandeur en ligne avec celui du FMI, qui table sur une récession de 8% avant un rebond à 11,5%.

En l'absence de données consolidées pour le dernier trimestre de l'année, le chiffre du PIB du quatrième trimestre 2020 étant attendu fin février, **les indicateurs d'activité d'octobre et novembre font état d'une reprise très graduelle**, notamment dans l'industrie. Les ventes d'automobiles et de motos, qui servent généralement de baromètre à la situation de la classe moyenne, demeurent environ 15% inférieures à leur niveau de 2019.

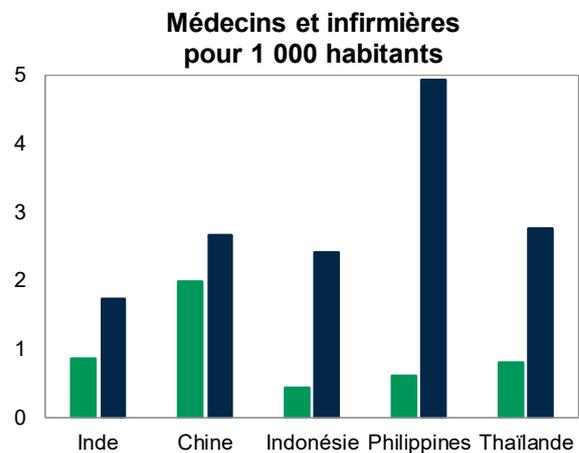
Si cet objectif de 11% de croissance est atteint, le gouvernement espère entamer sa consolidation fiscale dès l'année prochaine, **avec un déficit de 6,8% du PIB attendu, contre 9,5% cette année**. Mais alors que l'Inde vit avec des déficits budgétaires structurels, l'assainissement des finances publiques sera long, puisqu'un niveau de 4,5% du PIB est attendu pour 2025-2026.

Quels sont les secteurs prioritaires ?

Avec plus de dix millions de contaminations – un chiffre probablement très sous-estimé – et 155 000 morts, l'Inde a payé un lourd tribut à la crise sanitaire. Depuis plusieurs semaines, les nouvelles sont toutefois rassurantes, puisque le nombre de nouveaux cas détectés oscille entre 10 000 et 20 000 par jour, loin du pic de près de 100 000 de septembre.

Il n'empêche que le système sanitaire indien a une nouvelle fois montré toute sa faiblesse au plus fort de la pandémie. **Avec moins d'un médecin pour 1 000 habitants et des dépenses de santé équivalant à environ 1% du PIB**, l'Inde est – avec l'Indonésie – l'économie du G20 la plus en retard dans ce domaine. **Le gouvernement a ainsi annoncé un doublement de ses dépenses**, qui

devraient passer de 10,7 à 25,3 milliards d'euros, un premier petit pas pour rattraper le retard accumulé.



La deuxième rallonge budgétaire la plus importante à signaler concerne **les infrastructures, notamment routières et ferroviaires**, qui devraient bénéficier d'une hausse d'environ 35% de leur dotation.

Comment financer ce budget ?

Alors que l'Inde se caractérise, comme la plupart des pays émergents, **par une assiette fiscale très faible** (les recettes du gouvernement représentent à peine 10% du PIB), le budget 2021/2022 s'inscrit dans la lignée des exercices précédents et ne prévoit pas de réforme fiscale majeure.

Les impôts directs devraient ainsi continuer de représenter un peu moins de 50% des recettes budgétaires totales, réparties presque également entre impôts sur les entreprises et impôts sur le revenu.

Le gouvernement prévoit en revanche **une hausse significative de la collecte de TVA** (la *Goods and Services Tax*, qui avait fait l'objet d'une refonte totale en 2017, notamment pour être harmonisée entre États), **ce qui suppose une accélération de la consommation**. Or, cette dernière demeure fragilisée par **la situation du marché du travail**, qui représente 90% des emplois, et au sein de laquelle le gouvernement peine à mesurer le rythme de la reprise.

Le gouvernement mise ainsi sur **un programme de privatisations** qui devraient lui rapporter 24 milliards de dollars. **Un pari ambitieux**, puisque les dernières tentatives de désengagement de l'État se sont généralement soldées par des échecs, notamment dans le cas d'Air India, dont le nom est ressorti une nouvelle fois. Sont aussi visées deux banques,

une compagnie d'assurances et une entreprise pétrolière.

Afin peut-être de rassurer de potentiels futurs investisseurs, qui connaissent l'état du système bancaire indien, miné par un taux de créances douteuses plutôt élevé, **l'État a aussi annoncé la création d'une structure de défaillance, chargée de gérer les actifs non-performants**, qui pourraient atteindre 13,5% des actifs totaux selon la *Reserve Bank of India*. Il prévoit également de nouvelles injections de liquidités dans les banques publiques, afin de relancer la machine du crédit.

Et les agriculteurs ?

Ces derniers protestent ainsi depuis plus de deux mois **contre une réforme agraire, qui supprime les prix garantis par le gouvernement** sur certains produits agricoles. La réforme prévoit de les autoriser à vendre leurs récoltes au prix et à l'intermédiaire de leur choix et de supprimer le système de prix garantis. Un danger aux yeux des fermiers qui

ont **peur que les grandes corporations développent des systèmes d'entente et fassent baisser les prix**, surtout les années de récoltes abondantes. Alors que la Cour Suprême avait émis un jugement pour suspendre ces lois, le temps de former une nouvelle commission de négociations, les représentants du monde agricole ont rejeté cette idée et les discussions sont au point mort.

Les manifestations continuent donc et s'intensifient à tel point que **le gouvernement indien a bloqué Internet et certains réseaux sociaux autour de New Delhi** durant plusieurs jours, pour empêcher les manifestants de communiquer et bloquer le partage des images – très violentes – de répression.

Dans ce contexte, il n'est presque pas étonnant de constater que **le secteur agricole, jugé plus épargné par la crise, ne bénéficie d'aucune aide supplémentaire**. Il constitue cependant la première source de revenus de 58% de la population, et représente donc une réserve de votes incontournable lors des élections. Un enjeu pourtant bien connu du Premier ministre indien, qui affrontera de nouvelles élections régionales au printemps.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Libye : après le cessez-le-feu, dévaluation du dinar et reprise de la production de pétrole

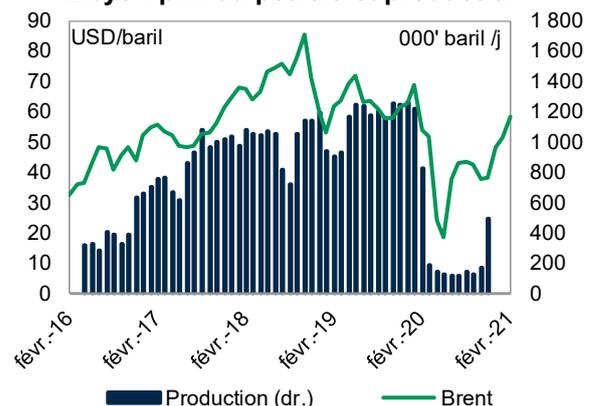
La Banque centrale de Libye établie à Tripoli a fortement dévalué la parité du dinar libyen au DTS (droits de tirages spéciaux) du FMI, monnaie de référence de la devise libyenne, à 0,1555 par dinar. Cela correspond à une très forte dévaluation de 69% par rapport au dollar, la valeur du dinar passant de 1,4 à 4,45 par dollar avec effet au 3 janvier 2021.

Cet événement vient alors que l'embargo sur les exportations de pétrole décidé au début 2020 par les troupes du Général Haftar de Benghazi a été levé en novembre dernier, après qu'un accord entre le général rebelle et le gouvernement de Tripoli (le seul reconnu par la communauté internationale) a été conclu en octobre 2020. La production, passée de 1,2 million de barils par jour en moyenne en 2019 à 400 000 en septembre 2020, revient donc progressivement à son potentiel depuis décembre, après la signature de ce cessez-le-feu entre les belligérants.

Les conséquences macro-économiques de ces huit mois d'arrêt de la production et des exportations devraient toutefois se révéler assez désastreuses pour le pays. En 2011, au moment de la chute du régime de Kadhafi, le PIB s'était contracté de 61%. Compte tenu de la partition du pays en deux entités (Tripolitaine à l'ouest et Cyrénaïque à l'est) et de la quasi-destruction de l'appareil statistique, très peu d'observateurs extérieurs se risquent à des estimations et des prévisions économiques. Certains évoquent une récession de 25% en 2020, le gouverneur de la Banque centrale de Tripoli parle d'une contraction plutôt proche de 55% du PIB. Ce dernier évoque une chute des réserves en devises,

sans en évoquer le montant. On ignore également à ce stade l'état des finances de la Banque centrale parallèle de Benghazi et de ses relations avec le gouvernement Haftar depuis que la Banque centrale de Tripoli a décidé de ne plus payer pour les fonctionnaires de l'est du pays.

Libye : prix du pétrole et production



Sources : ICIS Pricing, EIA, Crédit Agricole SA

En tout état de cause, les revenus du pétrole devraient être proches de zéro en 2020. Sans dette externe et avec une dette publique très modeste, l'impact sur la solvabilité du pays devrait rester limitée, malgré des déficits jumeaux sans doute élevés. Le véritable indicateur de risque reste le niveau des réserves en devises, désormais mieux protégées par une parité de change revue à la baisse. En mai 2020, elles étaient de 77 milliards de dollars, soit probablement une fois et demi le PIB.

Mais ce chiffre n'est plus publié depuis huit mois. La reprise de la production à 1,2 million de barils par jour devrait permettre un redressement très

vigoureux en 2021, si les belligérants respectent les conditions du cessez-le-feu.

✓ Notre opinion – *L'implication de troupes étrangères en Libye (Turquie et Qatar à Tripoli, Égypte, Émirats, Arabie et Russie à Benghazi) a donné une dimension internationale au conflit et a figé les positions. Les discussions pour rapprocher les positions, qui ont eu lieu à Genève à l'automne, ont donc abouti à un accord de cessez-le-feu, signé fin octobre sous l'égide de l'ONU. Une nouvelle Constitution est en cours de discussion et des élections sont prévues pour fin 2021 et un conseil de la Présidence composé de 75 membres représentant toutes les tendances en Libye doit élire un nouveau Premier ministre et un gouvernement de transition.*

Le volet institutionnel et économique de cet accord est encourageant, même s'il est ambitieux : il prévoit le renouvellement de membres de la Banque Centrale, l'unification des taux de change et un audit sur le fonds souverain LIA (Libyan Investment Authority). La question de l'unification des budgets des deux régions, la résolution de la crise bancaire et le détricotage des opérations financières de la Banque centrale parallèle reste en suspens à ce stade, mais des discussions seraient en cours.

Cet accord est toutefois fragile tant que des troupes étrangères stationnent dans le pays ou que l'embargo sur les armes ne sera pas totalement respecté. La confiance reste encore assez faible entre les deux camps, comme l'illustre le renforcement de certaines positions militaires sur le terrain. Mais pour la première fois depuis 2017 et les premiers essais de rapprochement des positions, l'ampleur de l'accord de Genève et les détails élaborés font naître une certaine dose d'optimisme sur la solidité du rapprochement.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Hongrie : la stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable

C'est l'ambition du chef du gouvernement, Viktor Orban, et sa réalisation passe par un renforcement des liens avec la Chine. Dans les discours officiels, la diplomatie hongroise déroule les liens historiques et l'amour inconditionnel que le peuple hongrois porte au peuple chinois. Cet amour se traduit en réalité par beaucoup d'intérêts économiques et politiques des deux pays. Progressivement, la Hongrie est en train de devenir une des grandes portes d'entrée de la nouvelle route de la soie en Europe et ce pas uniquement du point de vue des infrastructures, bien qu'elles soient déjà assez importantes.

Le terminal ferroviaire « *Est-West gate* » qui est en cours de construction reliera la Chine à l'Europe en garantissant le transport des marchandises en seize jours, selon les porte-parole du projet. Ce terminal serait le plus grand de la région et le projet s'élèverait à 60 milliards de dollars, financé à 80% par un milliardaire russo-hongrois.

Le deuxième projet ferroviaire en cours est celui qui relie Belgrade à Budapest. Il est quasiment intégralement financé par la Chine et s'élève à 3 milliards d'euros. Par ailleurs, V. Orban a voté une loi qui impose dix ans de secret sur les détails de ce marché conclu avec les autorités chinoises.

Côté infrastructures réseaux, la Hongrie a donné carte blanche à Huawei pour déployer la 5G, alors que la stratégie européenne sur la question est encore hésitante en matière de sécurité.

D'autre part, l'entreprise chinoise d'équipements informatiques Lenovo, a ouvert sa première usine de production en Europe, précisément en Hongrie et augmente progressivement ses capacités de production.

Mais la collaboration ne s'arrête pas là. Depuis deux ans, elle s'intensifie du point de vue idéologique et culturel. Plusieurs centres Confucius opèrent déjà dans le pays et, dernièrement, l'État a acheté un terrain d'une valeur de 2,3 milliards d'euros pour l'installation du premier campus universitaire chinois en Europe, d'une capacité de 5 000 à 6 000 étudiants. En 2024, l'université de Fudan devrait ouvrir ses portes aux étudiants hongrois et européens plus largement. Cette coopération arrive juste après la fermeture par le gouvernement de l'Université européenne financée par le milliardaire américain d'origine hongroise, George Soros.

Le virage idéologique s'inscrit également dans la volonté de V. Orban de théoriser ce qu'il a qualifié de volonté politique de « démocratie non libérale », dont l'université chinoise qui a par ailleurs inscrit dans ses traités « l'adhésion à la direction du parti communiste chinois » annonce déjà la couleur.

Enfin, les principaux financements externes de la Hongrie proviennent toujours de l'Europe et devraient s'accroître grâce à l'enveloppe européenne votée, après beaucoup de difficultés de négociation notamment avec la Hongrie. V. Orban sait bien qu'il peut s'imposer face à l'Europe de façon permanente, sans que des mesures drastiques

soient prises pour exclure la Hongrie des aides ou des décisions politiques. La Pologne et la Hongrie se soutiennent toujours mutuellement sur les

questions de dérives de l'État de droit. Cela leur permet d'alimenter un discours très critique vis-à-vis de l'Union tout en déployant son autoritarisme.

☑ **Notre opinion** – *Du point de vue macro-économique, une des principales craintes pour la Hongrie porte tout d'abord sur sa situation budgétaire. Le solde budgétaire devrait se creuser autour de 9% du PIB et la dette publique, déjà élevée avant la crise – 66% du PIB en 2019 – devrait atteindre 76% du PIB en 2020.*

Une série de mesures fiscales a été mise en place pour soutenir les entreprises et poursuivre les investissements publics. La reprise est estimée autour de 4% à 4,5% pour les deux années à venir avec l'hypothèse d'une reprise de la consommation et d'une augmentation des volumes de commerce extérieur.

L'enveloppe de l'UE, dont la Hongrie restera largement bénéficiaire, devrait aider à la reprise des investissements, même si elle sera soumise à plus de conditions. La situation politique devrait rester tendue entre l'UE et Budapest et il pourrait y avoir plus de délais ou des ralentissements dans le déboursement des fonds, mais le risque de rupture reste faible. L'autoroute autoritaire de V. Orban devrait rester encore praticable jusqu'à ce que les Hongrois eux-mêmes puissent éventuellement apporter une autre réponse.

Afrique sub-saharienne

👉 Dette publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration

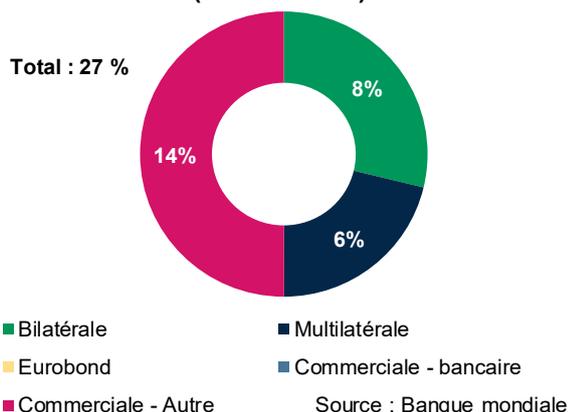
En novembre 2020, les membres du G20 adoptaient un cadre commun pour gérer les éventuelles restructurations de dettes des 73 pays les plus pauvres de la planète, ceux-là mêmes qui peuvent profiter de la suspension du service de leur dette bilatérale depuis avril 2020. Fondées sur une analyse de soutenabilité de la dette réalisée par le FMI et la Banque mondiale, les négociations doivent dans un premier temps être engagées avec les membres du G20 et tout autre pays créateur souhaitant se joindre à l'initiative. Dans un second temps, et sous la supervision du FMI, le pays doit théoriquement négocier avec l'ensemble de ses autres créateurs des termes au moins aussi favorables que ceux obtenus auprès des pays du G20. Parallèlement, la suspension du service sur la dette bilatérale (DSSI) pourrait être étendue sur l'ensemble de l'année 2020 sous la présidence italienne du G20.

Dans ce contexte, le **Tchad**, qui a déjà reçu le soutien du FMI en 2020 *via* deux versements totalisant 184 millions de dollars, est entré fin janvier 2021 dans un programme de supervision du FMI doté de 560 millions de dollars pour une durée de quatre ans. En 2020, ces aides s'ajoutent à celles d'autres multilatéraux (150 millions de dollars) portant le montant total à 3,1% du PIB. Cette assistance doit aider le pays à faire face à un besoin de financement extérieur équivalant à 6% du PIB en 2020 et 2021. En effet, du fait d'une dépendance à la ressource pétrolière (37% des recettes publiques, 63% des recettes d'exportations et 7,6% du PIB en 2019), les finances tchadiennes se sont sévèrement détériorées en 2020. Malgré une dette publique qui devrait atteindre seulement 46% du PIB fin 2020, le pays fait face à d'importantes difficultés de

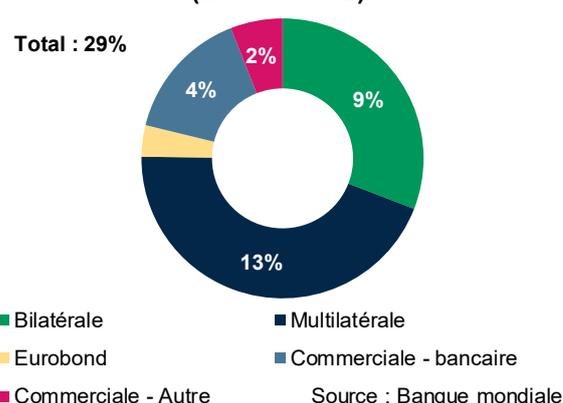
financement. Sa dette publique externe (27% du PIB fin 2019, selon la Banque mondiale), déjà partiellement restructurée en 2018, continue de peser sur la balance des paiements. La nouvelle chute des prix du pétrole intervenue en 2020 (moyenne de 42 dollars le baril) a dégradé les comptes extérieurs du pays, avec un déficit du compte courant qui devrait atteindre respectivement 13% et 10% du PIB en 2020 et 2021 selon le FMI. Le gouvernement doit également solder des arriérés de paiement domestiques auprès de ses principales banques, ainsi que les recapitaliser, pour renforcer ce secteur fragile de l'économie.

L'annonce de ce nouveau soutien du FMI est concomitante à celle faite par le gouvernement que le Tchad serait le premier pays à demander une participation au cadre commun prévu par le G20. Quelques jours plus tard, le ministre des Finances éthiopien a lui aussi annoncé que son pays désirait profiter du cadre proposé par le G20 pour restructurer sa dette. Les maux de l'**Éthiopie** sont connus : un endettement en devises important adossé à des recettes externes faibles et fragilisées par la crise de la Covid et la guerre civile au Tigré (notamment le tourisme). Si le ratio de dette publique externe sur PIB est similaire à celui du Tchad, rapportée aux recettes d'exportation, cette dette est 4,5 fois plus importante en Éthiopie. Autre différence, le pays a émis un eurobond d'une valeur nominale d'un milliard de dollars, dont le cours a brutalement chuté à l'annonce de la participation de l'Éthiopie au cadre commun. Cependant, le ministre des Finances s'est montré ambigu sur l'effort qui serait demandé aux détenteurs de cette obligation, alors que le cadre avancé par le G20 est en théorie clair sur la participation de ces créanciers.

**Tchad : dette publique externe
(2019 - % PIB)**



**Ethiopie : dette publique externe
(2019 - % PIB)**



☑ Notre opinion – Les deux premiers pays à annoncer leur participation au mécanisme du G20 ont en commun de n'avoir que peu ou pas eu recours aux marchés internationaux des capitaux pour se financer : l'Éthiopie doit rembourser un eurobond d'une valeur nominale d'un milliard de dollars, tandis que le Tchad n'a aucun encours sur ce marché.

Au fil de l'avancée des négociations, le traitement des créanciers privés devrait s'éclaircir, ouvrant ou non, la voie aux pays plus dépendants des marchés internationaux de la dette. La Zambie, qui fait partie de ces pays, pourrait être le prochain sur la liste, incitée par l'échec des négociations avec les détenteurs de ses eurobonds qui l'ont déjà placé en situation de défaut sur l'ensemble de sa dette. Au-delà de la Zambie, de nombreux pays d'Afrique sub-saharienne vont scruter le traitement réservé par les marchés et les agences de notation à l'Éthiopie avant de se jeter à l'eau.

Géo-économie

Covax : qui va gagner du multilatéralisme ou du nationalisme vaccinal ?

Le Covax est une initiative coordonnée par l'Organisation mondiale de la santé (OMS) en collaboration avec l'Alliance du vaccin (Gavi) et la Coalition pour les innovations en matière de préparation aux épidémies (CEPI) qui rassemble 156 États. Son objectif est de faciliter l'accès des pays pauvres au vaccin contre la Covid-19 via un achat groupé de doses par les pays participants. Le mécanisme prévoit la distribution de 2 milliards de doses d'ici la fin de l'année 2021. Dans le cadre du dispositif spécifique « Covax AMC », les 92 pays les plus pauvres devraient bénéficier d'un approvisionnement gratuit visant à couvrir 20% de leur population d'ici la fin de l'année. Covax aurait obtenu des engagements de financement à hauteur de 6 milliards de dollars en 2020, mais 2 milliards de dollars au moins seront nécessaires pour 2021. Mais Accélérateur ACT, dispositif dans lequel est intégré Covax, n'a reçu que 2,5 milliards d'euros sur les 32 nécessaires¹.

Les pays développés partenaires de l'initiative ne jouent pas toujours le jeu de la solidarité internationale. Ils ont tendance à contourner la centrale d'achat, en multipliant les accords bilatéraux avec les laboratoires pharmaceutiques pour sécuriser leurs approvisionnements et constituer leurs propres stocks. Il en résulte une aggravation des problèmes de saturation de la production des laboratoires, un creusement des inégalités et une hausse du prix des vaccins. À titre d'exemple, en janvier, l'UE a commandé 300 millions de doses supplémentaires à Pfizer-BioNTech². Le directeur de l'OMS Tedros Adhanom Ghebreyesus a dénoncé un « nationalisme vaccinal » qui ferait « grimper les prix ». **Selon lui, parmi les quarante-deux premiers pays à avoir lancé leur campagne de vaccination, trente-six sont des pays à revenus élevés, six sont des pays à revenus intermédiaires³.**

Alors que de nombreux pays vulnérables n'ont pas commencé leur campagne de vaccination et que les premières livraisons via Covax n'ont pas débuté, le Canada a d'ores et déjà cinq fois plus de doses que d'habitants, le Royaume-Uni près de trois et les pays de l'UE deux⁴.

Selon la coalition d'ONG *People's Vaccine Alliance*, la totalité des doses du vaccin Moderna et 96% de celles du vaccin Pfizer-BioNTech auraient été

achetées par les pays riches qui ne représentent pourtant que 14% de la population⁵.

L'ONG Oxfam estime que près de soixante-dix pays pauvres ne seront en mesure de vacciner qu'un habitant sur dix en 2021, alors que certains d'entre eux sont particulièrement touchés par la pandémie. C'est par exemple le cas de l'Ukraine, du Nigéria ou du Pakistan. Un cinquième de la population mondiale devrait attendre au moins jusqu'en 2022 avant d'être vaccinée, selon la *John Hopkins Bloomberg School of Public Health*.

Les pays du continent africain sont parmi les plus vulnérables. D'autant plus que l'épidémie progresse très rapidement depuis décembre en Afrique de l'Ouest. Sans parler des zones de guerre et des régions reculées où les livraisons de vaccins seront difficiles. Le seuil des 3 millions de cas a été franchi en Afrique et 75 000 décès ont été recensés, pour la plupart en Afrique du Sud où l'apparition du nouveau variant inquiète, ainsi que dans les pays du Maghreb. Le variant sud-africain a déjà été identifié en Zambie, au Mozambique et au Botswana et circule certainement dans d'autres pays du continent⁶.

Si les premières livraisons de vaccins via Covax sont attendues au premier trimestre 2021, le calendrier de distribution des doses aux pays bénéficiaires de Covax n'est pas encore connu. **L'Ukraine et ses 40 millions d'habitants ne devraient pas recevoir ses premières doses via Covax avant mars ou début avril**, alors que le pays a dû fermer ses écoles en janvier en raison de la progression des contaminations. Le président Volodymyr Zelensky a appelé à l'aide l'UE⁷, alors que le pays n'avait à la mi-janvier toujours pas reçu la moindre dose de vaccin contre la Covid-19.

Face aux lacunes de Covax, des pays éligibles signent des accords bilatéraux afin de se doter en urgence de doses de vaccin contre la Covid-19. **Les vaccins russes et chinois en profitent.** Les Seychelles, le premier pays à avoir lancé sa campagne de vaccination en Afrique, a reçu 50 000 doses du vaccin développé par le groupe chinois Sinopharm, offertes par les Émirats Arabes Unis. La Bolivie a commandé 5,2 millions de doses du Spoutnik-V russe. L'Ukraine en a réservé 2 millions au chinois Sinovac⁸.

¹ Vaccins contre le Covid-19 : « De nombreux pays ont déjà réservé leur part du gâteau en passant des accords bilatéraux », Le Monde, septembre 2020

² Covid-19 : les pays riches accaparent-ils les vaccins ?, Le Figaro, janvier 2021

³ Covid-19 : les pays riches accaparent-ils les vaccins ?, Le Figaro, janvier 2021

⁴ *Duke Global Health Innovation Center*

⁵ Contre le Covid-19, il faut assurer à l'Afrique un accès au vaccin, Le Monde, janvier 2021

⁶ L'Afrique dans la bataille pour l'accès aux vaccins, Le Monde, janvier 2021

⁷ Covid-19 : pays pauvres et émergents, les oubliés de la course aux vaccins, Le Figaro, janvier 2021

⁸ Covid-19 : les pays émergents à la traîne dans la course à la vaccination, Les Echos, janvier 2021

 **Sénat américain : retour de la culture du compromis ou préparation des futurs blocages ?**

Le chef de la majorité démocrate au Sénat, Chuck Schumer, et le chef de la minorité républicaine, Mitch McConnell, ont signé un accord de partage du pouvoir au Sénat après des semaines de négociations. En effet, les démocrates avaient certes pris le contrôle du Sénat en janvier, mais en l'absence d'accord entre les deux représentants des partis, les démocrates ne pouvaient pas prendre le contrôle des comités-clés. Or, les sénateurs républicains refusaient de céder le contrôle du Sénat sans avoir obtenu des concessions.

McConnell souhaitait notamment que Schumer s'engage à ce que les démocrates ne suppriment pas l'arme du « *filibuster* », obstruction parlementaire prisée des sénateurs de l'opposition leur permettant de bloquer le vote d'un projet de loi porté par la majorité, quand moins de soixante sénateurs sont en faveur du projet. Mettre fin à cette procédure aurait permis aux sénateurs démocrates de voter les politiques de la nouvelle administration Biden avec le seuil minimum requis des 51 voix. Deux sénateurs démocrates ont cependant contredit le chef de la majorité en déclarant préférer que le mécanisme ne soit pas supprimé, ce qui a rendu le compromis possible.

Cet accord pourrait être interprété comme le retour d'une culture du compromis dans la vie politique américaine, mais la menace d'un recours excessif au *filibuster* par les sénateurs républicains ajoute une ombre au tableau. Rappelons que le principal risque dans ce pays – il faut l'avoir en tête pour analyser les évolutions politiques à venir – est que les clivages politiques extrêmes de la société ne finissent, un jour où l'autre, par bloquer le bon fonctionnement d'institutions qui reposent sur un système bien particulier de « *checks and balances* ». En effet, ces derniers ont été dessinés pour pousser les partis au compromis, mais sous l'hypothèse qu'ils sont capables de le faire, ce qui n'est plus forcément le cas aujourd'hui. Tous les signaux sur ce sujet seront donc importants pour prévoir la suite.

Depuis plusieurs années déjà, les spécialistes s'opposent quant à l'analyse des institutions américaines et, à l'heure du traumatisme du Capitole, la question est importante : certains saluent la résistance institutionnelle, notamment sous le mandat de D. Trump, mais d'autres insistent sur les signes de blocage, qui d'ailleurs, préexistaient longtemps avant la mandature Trump, visibles par exemple

dans la lenteur des nominations au sein du service public, ou encore dans l'inertie et les blocages des procédures budgétaires.

Selon certains, les « *checks and balances* » sont toujours aussi essentiels, mais pour d'autres, ils rendent impossible une prise de décision rapide, et paralyseraient depuis longtemps le sommet politique des États-Unis.



Le système des « *checks and balances* »

La Constitution américaine, faite de sept articles et vingt-sept amendements, inspirée des idées de Montesquieu notamment, est l'une des plus vieilles du monde, rédigée à l'été 1787. Mais depuis très longtemps⁹, la question de son inadaptation à la vie politique contemporaine n'est plus seulement un débat de juristes et agite la vie politique américaine.

Pour ses pourfendeurs, son grand âge est l'un des problèmes, car elle a été rédigée dans l'idée de se prémunir contre un retour de la monarchie. Par exemple, certains trouvent qu'il faut renforcer le pouvoir du président, d'autres qu'il faut créer une fonction de Premier ministre, tandis que d'autres encore estiment qu'il faut au contraire limiter les pouvoirs supplémentaires que la présidence s'est peu à peu accordée, notamment en engageant des forces armées sans approbation du Congrès. Et bien sûr, il y a la question du système de vote, qui installe régulièrement à la Maison Blanche des présidents qui n'ont pas obtenu la majorité des votes.

Quant au système de « *checks and balances* », il a été pensé dans le but de garantir la séparation des pouvoirs et de protéger la démocratie, mais il est souvent au cœur des débats. Il s'agissait à la fois – selon Madison, considéré comme le père de la Constitution – de rejeter la tyrannie de la majorité et d'éviter les procédures minoritaires.

Ce système complexe repose sur de nombreuses pratiques qui permettent à chacune des trois branches (exécutif, législatif, judiciaire) de contrôler ou contrebalancer le pouvoir exercé par les deux autres. Il vise ainsi à éviter l'arbitraire et la concentration des pouvoirs au sein d'une seule branche. Par exemple, le président des États-Unis, à la tête de l'exécutif, peut opposer son veto aux lois votées par le Congrès, mais en retour, le Congrès peut, à la majorité des deux tiers, casser le veto présidentiel. Le président nomme les juges de la Cour suprême, mais doit les faire approuver par le Sénat. Et bien sûr, les procédures d'*impeachment* sont au cœur des *checks and balances*...

⁹ L. Sabato, « *A more perfect constitution* », 2008



Le Sénat américain

Le Sénat américain, véritable concentré des *checks and balances*, est par ailleurs marqué par la polarisation politique américaine. Cela donne deux résultats : d'une part, le seuil de soixante sénateurs pour s'extraire du risque de blocage est de plus en plus compliqué à atteindre ; et d'autre part, les minorités, usant de leur pouvoir, peuvent paralyser la décision. Un seul sénateur peut, dans certaines circonstances, exercer un veto contre toute une majorité. Les majorités sénatoriales sont donc en général très étroites et les discussions interminables, notamment pour chaque nomination. Cependant, le Sénat américain a aussi cette capacité exceptionnelle à « faire entendre les voix dissidentes¹⁰ ». En somme, c'est un lieu où est pleinement préservée la capacité de débattre et d'amender.

Pour rappel, le Sénat représente les États fédérés. Il est constitué de 100 membres, mais caractérisé par une extraordinaire distorsion démographique : deux sénateurs par État, non conditionné à la taille de la population ; soit un quart du Sénat qui est donc contrôlé par des États qui ne représentent que 5% de la population. Les sénateurs sont élus pour six ans et renouvelables par tiers tous les deux ans.

Avec la Chambre des représentants, il constitue la branche législative du gouvernement américain (le Congrès). Les deux chambres disposent du monopole de l'initiative législative, d'un pouvoir d'enquête et votent les lois fédérales. Le Sénat a également des prérogatives exclusives qui sont considérées comme étant plus étendues que celles de la Chambre. À ce titre, il confirme ou infirme à la majorité simple les principales nominations (secrétaires, responsables des agences fédérales, ambassadeurs, juges fédéraux, en particulier juges de la Cour suprême...). Il vote les déclarations de guerre et ratifie les traités internationaux (à majorité des deux tiers des juges présents). Il vote également la mise en accusation (*impeachment*) contre un responsable de l'exécutif à la majorité des deux tiers, sur proposition de la Chambre des représentants.

News géo-économiques

Vers un verdissement des Nouvelles routes de la soie ? – Selon une étude de l'*International Institute of Green Finance* (IIGF) de la *Central University of Finance and Economics* de Pékin à laquelle le *Financial Times*¹¹ a eu accès pour la première fois, les énergies renouvelables ont constitué l'essentiel des investissements énergétiques chinois dans le cadre de la *Belt & Road Initiative* (BRI). La part des investissements dans l'éolien, le solaire et l'hydro-électricité a atteint 57% (11 milliards de dollars) du total des investissements chinois dans le secteur énergétique en 2020 (20 milliards de dollars), contre 38% en 2019. Cependant, les investissements dans le charbon ont augmenté et représentent désormais 27% des investissements énergétiques chinois, contre 15% en 2018.

Ce tournant vert a été entrepris, alors que les investissements directs à l'étranger de la Chine dans le cadre de la BRI ne cessent de diminuer depuis un pic atteint en 2015. Selon l'analyse de l'IIGF, l'année dernière, les flux financiers chinois dans les pays BRI ont baissé de 54% en rythme annuel à 47 milliards de dollars.

Selon Christopher Nedopil Wang, directeur du *Green Belt and Road Initiative Center* de l'IIGF, cette réorientation des flux s'explique par la prise de conscience des investisseurs chinois des risques financiers et environnementaux d'une production

énergétique à haute intensité carbone, d'autant que les pays bénéficiaires sont davantage préoccupés par les questions environnementales. Ainsi, des pays stratégiques de la BRI comme le Pakistan, l'Égypte, le Bangladesh ou le Vietnam élaborent des plans de relance économique compatibles avec la protection de l'environnement. L'importance des investissements chinois dans l'énergie hydroélectrique pose toutefois des problèmes de soutenabilité : si les barrages produisent de l'énergie sans émettre de dioxyde de carbone, ils sont souvent responsables de l'inondation des forêts et d'autres écosystèmes en mesure de capturer le CO₂...

Vers un apaisement des tensions autour du partage du fardeau de la dette entre alliés de l'OTAN ? – Lors de son audition au Sénat en vue de sa nomination au poste de ministre adjointe à la défense, Kathleen Hicks a déclaré que l'administration Biden chercherait à apaiser les tensions avec les alliés des États-Unis concernant le partage du fardeau des dépenses militaires. Donald Trump avait ouvertement critiqué les pays membres de l'Otan qui ne respectent pas l'engagement de consacrer 2% de leur PIB aux dépenses militaires. Selon la future numéro 2 du Pentagone, les États-Unis doivent être plus souples dans l'appréciation des engagements des alliés de l'Otan.

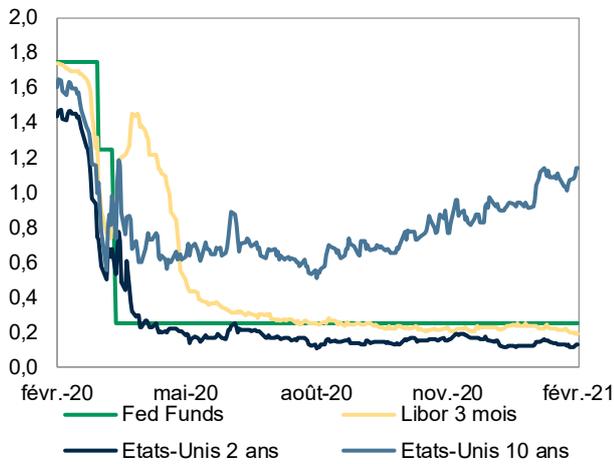
¹⁰ F. Vergniolle de Chantal, « *le Congrès des États-Unis, une assemblée incontournable* », Les Etudes du Ceri n°200, 2013

¹¹ *China pours money into Green Belt and Road projects*, *Financial Times*, janvier 2021

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

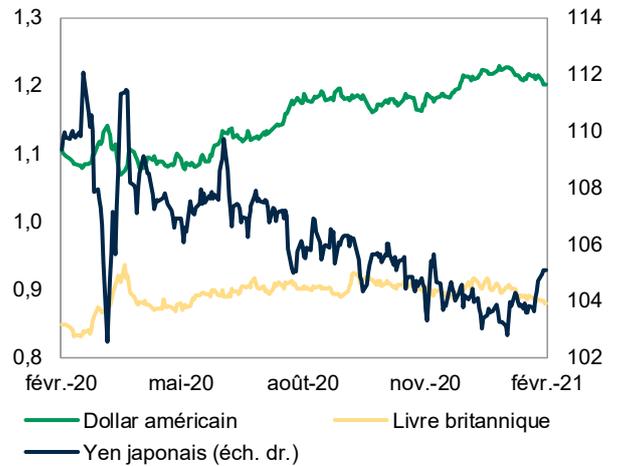
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

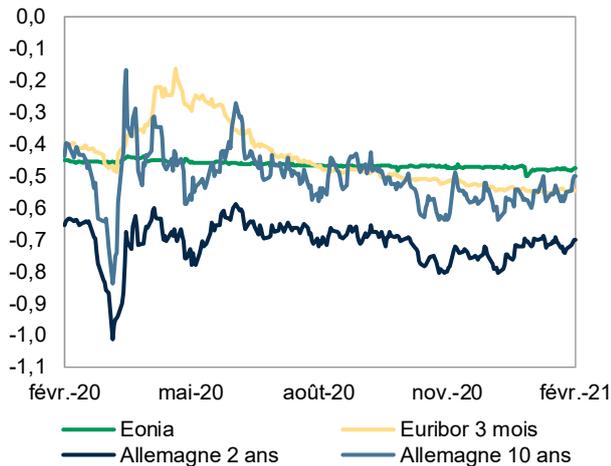
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

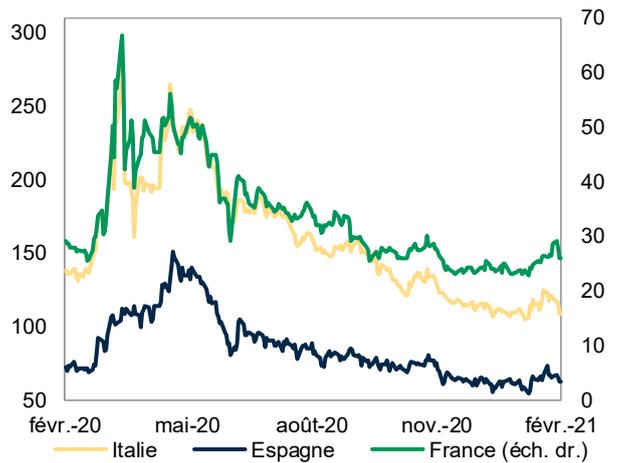
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

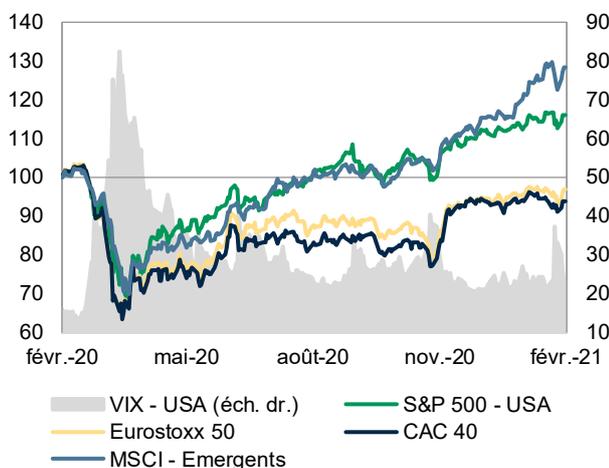
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

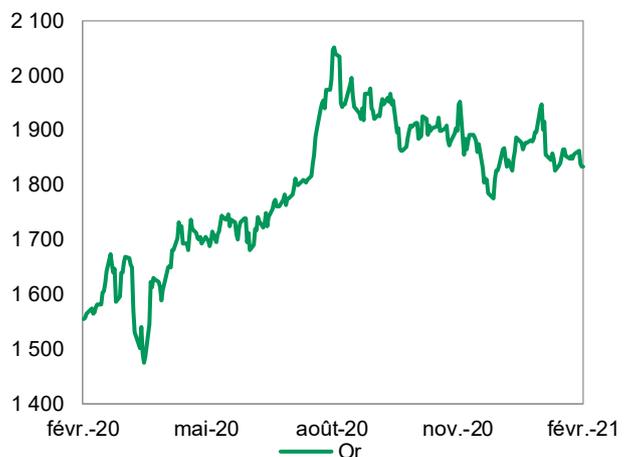
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

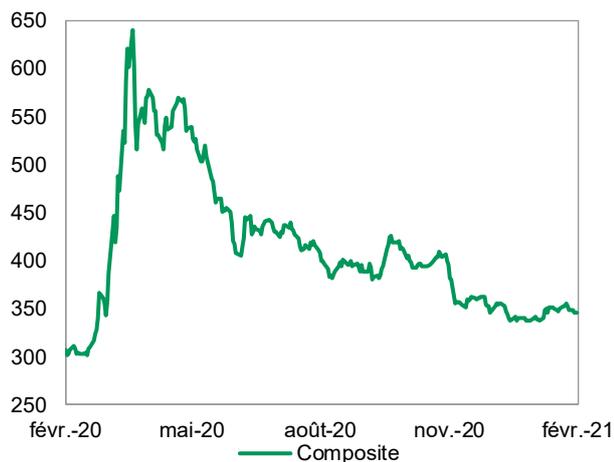
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

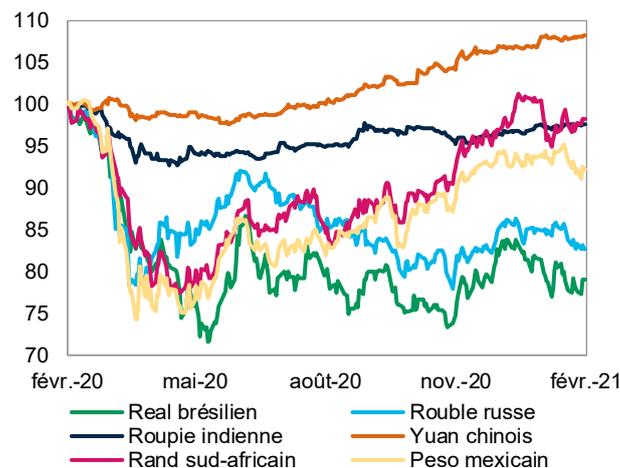
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

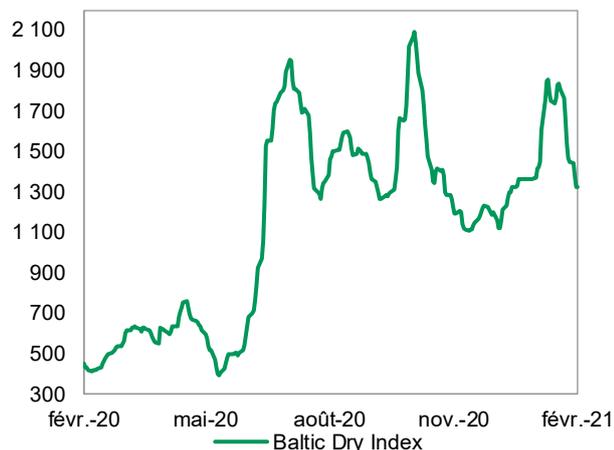
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

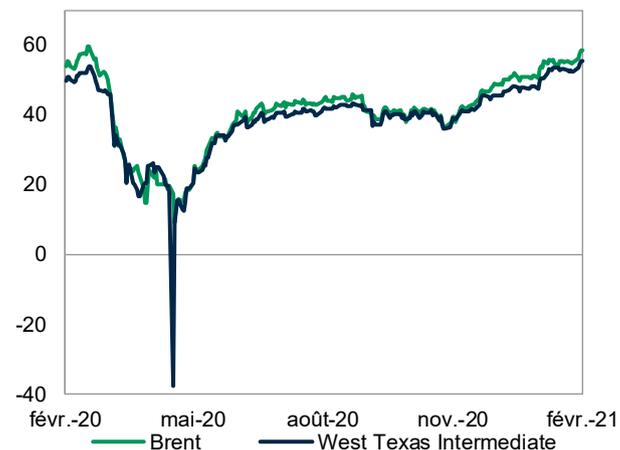
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

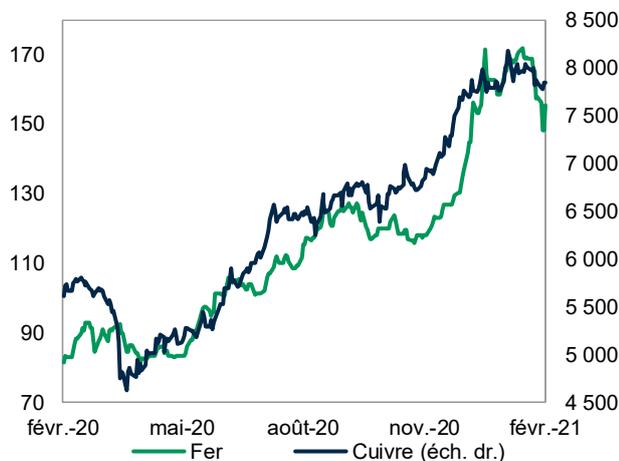
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

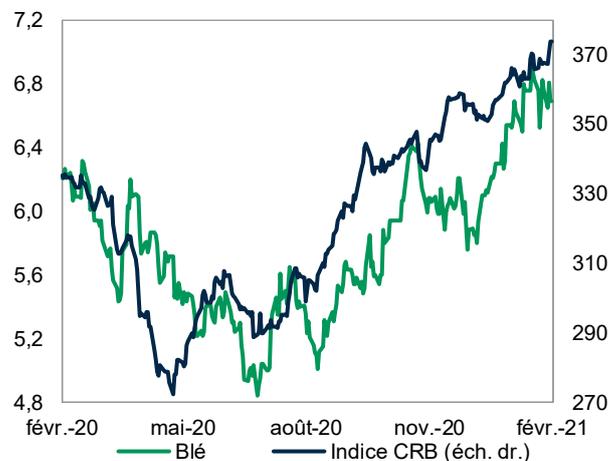
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
03/02/2021	<u>Italie – Conjoncture flash : recul modéré du PIB au T4</u>	Italie
03/02/2021	<u>La promesse d'une sidérurgie verte</u>	Mines & métaux
03/02/2021	<u>Asie du Sud-est – La reprise épidémique menace la trajectoire de reprise de certains pays</u>	Asie
02/02/2021	<u>Russie – Attention à la guerre de position</u>	PECO
01/02/2021	<u>Italie - Une semaine de consultations qui rebat les cartes</u>	Italie
29/01/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/01/2021	<u>Colombie – L'investissement gronde sous pressions (tempérées)</u>	Amérique latine
26/01/2021	<u>Chine – Apprendre à prévoir hors du cadre</u>	Asie
25/01/2021	<u>États-Unis – Investiture de J. Biden, moment d'histoire ou bavardage ?</u>	Etats-Unis
22/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/01/2021	<u>Zone euro – Conjoncture flash : la situation du secteur privé non financier au T3 2020</u>	UE
20/01/2021	<u>Les insectes : une protéine qui fait mouche</u>	Agri-agro

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

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

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.