

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/019 – 22 janvier 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une semaine de « lundi bleu »	2
☞ Investiture de J. Biden, moment d'histoire ou bavardage ?	3
☞ France : le climat des affaires reflète les restrictions sanitaires	5
☞ Zone euro : la dégradation de l'activité en janvier augmente le risque d'une baisse du PIB au T1 2021	5
☞ Zone euro : les ventes de véhicules neufs toujours en difficulté au mois de décembre	6
☞ Allemagne : extension préventive et prudente du confinement	6
☞ Pays-Bas : démission du gouvernement Rutte III et nouvelle coalition à construire	7
☞ Italie : des exportations résilientes	8
☞ Chine : apprendre à prévoir hors du cadre	9
☞ Tunisie : la crise économique, sanitaire et sociale alimente l'instabilité et les manifestations	11
☞ Pologne : l'opportunité à saisir pour faire évoluer le modèle de croissance	12
☞ Colombie : l'investissement grade sous pressions (tempérées)	13
☞ Afrique du Sud : regain d'inquiétude au sujet de la situation sanitaire	15
☞ News géo-économiques	17

👉 Une semaine de « lundi bleu »

Après un « *Blue Monday* » portant on ne peut mieux son nom au regard des chiffres de la pandémie (la barre des 2 millions de victimes de la Covid-19 dans le monde a été atteinte au cours du week-end dernier), les marchés ont vécu un moment de joie en milieu de semaine avec l'investiture de Joe Biden à la présidence des États-Unis mercredi. Une joie motivée avant tout par la perspective d'un plan de soutien d'envergure, rendu probable après l'obtention du contrôle par les Démocrates des deux chambres du Congrès, même si des contraintes politiques significatives subsistent. Sur ce point, les premières actions du nouveau président n'ont pas déçu. Après la publication le 14 janvier dernier par l'administration de Biden d'un plan de soutien de 1 900 milliards de dollars (environ 9% du PIB), Joe Biden a signé, immédiatement après sa prise de fonction le 20 janvier, deux décrets présidentiels (*executive order*) prolongeant des mesures en place afin d'aider les ménages fragilisés par la crise économique.

Par ailleurs, le 19 janvier, le Sénat a auditionné Janet Yellen, l'ex-présidente de la Fed, en vue de la confirmer au poste de secrétaire au Trésor. Dans son propos liminaire, Janet Yellen a appelé le Congrès à mettre en œuvre un soutien budgétaire de grande envergure (« *to act big* »), afin de surmonter le plus rapidement possible la crise sanitaire et aider les ménages les plus vulnérables. Elle a notamment été amenée à défendre les orientations du plan présenté par Joe Biden.

Des contraintes politiques empêcheront sûrement qu'un plan d'une telle envergure voie le jour. Le montant final pourrait plutôt être aux alentours de 1 000 milliards de dollars (ce qui serait susceptible d'ajouter 1 point de pourcentage à la croissance américaine cette année). La perspective de davantage de stimulus budgétaire a néanmoins suffi et a propulsé les indices actions américains vers de nouveaux records. L'indice S&P 500 finit sur une hausse hebdomadaire de 2,3% portant le gain mensuel à 4,5%. Le dollar se replie légèrement contre l'euro, bénéficiant moins de son rôle de valeur refuge dans ce contexte.

L'optimisme lié à l'investiture de Joe Biden a laissé place en fin de semaine à un nouveau « coup de blues » face à la réalité des statistiques de la pandémie, des lenteurs dans les campagnes de vaccinations et des nouvelles mesures de confinement annoncées ici et là (y compris à Shanghai, Pékin, Hong Kong). En Europe, la moyenne journalière des nouveaux cas de Covid-19 continue de fluctuer entre 100 000 et 135 000, des niveaux trop élevés pour envisager un quelconque relâchement des restrictions.

Les perspectives d'une nouvelle récession se concrétisent un peu plus avec les enquêtes PMI en

janvier publiées ce vendredi, en baisse à 47,5 pour le PMI composite de la zone euro, à 47 en France et à 50,8 en Allemagne. Le Royaume-Uni enregistre le pire résultat, avec un PMI composite à 40,6, au plus bas depuis mai 2020. Outre-Manche, le nouveau variant du virus continue de causer de plus en plus de victimes : le 20 janvier dernier, le nombre de morts en une journée a atteint le record de 1 820. Les données à haute fréquence sur les dépenses de consommation des ménages britanniques marquent une forte chute en janvier sur fond de fermeture des commerces non essentiels et des écoles, tandis que les ventes au détail n'ont que faiblement progressé en décembre (0,3% en volume sur le mois), reflétant un Noël marqué par la pandémie et la mise en place de restrictions à la dernière minute. Dans l'industrie, l'activité a continué de croître, mais elle décélère fortement en raison d'une baisse des commandes à l'exportation et d'importantes perturbations *post-Brexit* sur commerce transfrontalier.

La réunion de la Banque centrale européenne (BCE) jeudi n'a pas apporté d'éléments nouveaux, laissant inchangés la politique monétaire et le communiqué de presse, ce qui était pleinement anticipé étant donné le stimulus et le nouveau guidage des anticipations annoncés en décembre. Lors de la conférence de presse, Christine Lagarde a mis l'accent sur la flexibilité du programme d'achats d'actifs en relation avec la pandémie (PEPP) en termes de montant, de rythme des achats et de type d'actifs achetés, en précisant que ces aspects pouvaient être modifiés en fonction des développements de marché. Si cette flexibilité est bel et bien prévue dans les deux sens, les marchés semblent avoir interprété (à tort) comme un signal *hawkish* (ou moins *dovish*) le commentaire selon lequel « l'enveloppe (1 850 milliards d'euros) n'a pas besoin d'être utilisée entièrement » d'ici mars 2022. La BCE pourrait, en effet, ne pas utiliser l'intégralité de son enveloppe d'ici mars 2022, puisqu'elle pourrait être amenée à calibrer le PEPP pour prolonger les achats jusqu'à fin 2022. Dans ce cas, le montant du PEPP pourrait en réalité atteindre environ 2 250 milliards euros.

En réaction, les taux européens se sont légèrement tendus. Le taux dix ans allemand enregistre une hausse de 4 points de base sur la semaine terminant à -0,53%, son homologue français gagne 5 points de base à -0,27%. Les taux des pays de la périphérie de la zone euro ont aussi connu des mouvements à la hausse. Ce vendredi, le taux italien dix ans (0,66%) se situe 8 points de base au-dessus de son niveau d'il y a une semaine avec un *spread* par rapport au Bund en hausse également (4 points de base à 119).

Editorial

Investiture de J. Biden, moment d'histoire ou bavardage ?

La lecture d'un poème à l'investiture présidentielle est une tradition démocrate inaugurée par Kennedy, ce n'est pas nouveau. Mais cette fois, Amanda Gorman a presque volé la vedette à Joe Biden, qui a pourtant réussi son discours ! Bien sûr, cela tient au charisme de la jeune femme, mais pas seulement. Il y a là quelque chose d'essentiel, qui ne doit pas échapper aux politologues.

À la vérité, derrière l'unanimité générale, une partie du monde a peut-être aussi pensé que ce n'était pas du Shakespeare et que les États-Unis nous servaient là du Hollywood remâché, après avoir donné dans le drame. Une autre partie cependant a été réellement touchée par Amanda, ses mots, ses mains et cette sensation de retrouver un léger parfum du rêve américain, dont nous sommes tout de même tous orphelins. Mais surtout, la poésie de la jeune femme, brandie ce jour-là, dans ce pays-là, avec cette grâce-là, donnait la sensation d'un premier pas, même fragile, vers une reconstruction politique qu'on espère, mais dont rien ne nous dit qu'elle sera réussie. Pourquoi cette sensation si forte ?

Retour de la vérité

Tchekhov nous donne peut-être la réponse dans l'une de ses correspondances¹. « *On ne doit jamais mentir : l'art a ceci de particulièrement grand qu'il ne tolère pas le mensonge. On peut mentir en amour, en politique, en médecine. On peut tromper les gens, voire Dieu, mais dans l'art, on ne peut mentir* ». La poésie, la vraie, est donc un exercice de vérité. Évidemment, cela raisonne particulièrement dans un monde qui est justement fracassé par la post-vérité. La poésie est vérité et résistance. C'est en cela qu'elle prend sa valeur politique, ce qu'Akhmatova ou Neruda savaient en d'autres temps et d'autres lieux. Certes, Amanda était fille du système officiel ce jour de l'investiture, mais elle incarnait littéralement une forme d'antidote aux *fake news*. Un antidote à la colère. Émotion contre émotion. Amanda est l'exact contraire de Trump.

Pas de transition sans imaginaire

La poésie connecte aussi puissamment à l'imaginaire, et beaucoup de théoriciens de la décroissance ont compris l'importance de cela. En effet, il faut d'abord inventer un autre imaginaire pour consommer autrement². C'est-à-dire qu'il faut donner de la valeur à autre chose. Idée naturelle aux poètes mais perturbante pour les économistes qui, pourtant, sont

tous en train d'intégrer, Covid oblige, cette nécessité de la réflexion sur la valeur, les *communs*, le *care*... Il n'y aura que du *green washing* s'il n'y a pas un autre Ethos, une autre façon d'être et de penser, qui changera alors naturellement nos conversations, nos décisions, nos universités, nos conseils d'administration.

Pas de *soft power* non plus

Enfin, la poésie façonne les humeurs, les préférences et elle passe facilement les frontières, Covid ou pas ! Il paraît que, même en Inde, la chanson de Gavroche est connue. En cela, la poésie participe à ce *soft power*, défini par Joseph Nye en 1990³ comme « *la capacité d'un pays à structurer une situation de telle manière que d'autres pays développent des préférences ou définissent leurs intérêts en harmonie avec les siens* ».

Cette notion de « préférence » est importante parce que c'est l'un des seuls mots qu'on retrouve à la fois chez les économistes – que ce soit pour étudier les comportements des Banques centrales, des consommateurs ou des investisseurs – mais aussi chez les politologues. Même les plus réalistes voient derrière le renversement des hégémonies des ruptures d'équilibre de puissance, mais aussi de profonds changements de préférences dans les populations. L'un ne va pas sans l'autre. La puissance se pense aussi en termes de préférences.

Les États-Unis sauront-ils encore construire du rêve américain ? Pourront-ils rebâtir un *soft power* très abimé par leur crise intérieure ? Amanda semble prouver que oui.

Histoire ou bavardage ?

Quant à Joe Biden, qui parlait juste avant elle, il s'en est bien sorti, mettant l'accent sur l'unité, la confiance, le moment historique à saisir, le pouvoir de l'exemple pour reconstruire les alliances, l'héritage à laisser aux enfants, le courage, le cœur, le respect, l'humilité. Le discours était beau et le nouveau président l'a bien prononcé, alternant douceur, apaisement et force. Positionnement politique de père de la nation quand il évoque Lincoln tout comme le « *Dc King* ». Mais il faut bien cela pour construire sa légitimité face aux Républicains, tout en gardant des troupes démocrates unies, dont une part est déjà déçue par des nominations pas assez progressistes.

¹ Anton Tchekhov, Conseils à un écrivain, Éditions du Rocher

² Serge Latouche, La décroissance ou le sens des limites, Le Monde Diplomatique, 2017

³ Joseph Nye, *Bound To Lead. The Changing Nature of American Power*, Basic Books, 1990

Car, à vrai dire, Joe Biden marche sur une corde raide : il y a eu victoire électorale, mais la crise politique américaine va durer longtemps. Il faudra bien plus que de l'économie pour la résoudre car les clivages, qui sont désormais identitaires, rendent chacun sourd et aveugle. Stephen Marche⁴, s'appuyant notamment sur les modèles du Peace research institute à propos des guerres civiles, alerte : on retrouve aux États-Unis des stigmates connus et inquiétants du type « montée de la politique définie comme butin à saisir, hyper-partisanerie détruisant les symboles institutionnels, destruction délibérée (iconoclasme) des statues, inégalité horizontale et verticale (énormes écarts entre les riches et les pauvres et entre les groupes ethniques). Le risque le plus grand pour Joe Biden, reste donc intérieur : « il n'y a aucun moyen pour la Chine de détruire les États-Unis. Nous seuls, Américains, pouvons-nous détruire nous-mêmes » (J. Diamond⁵).

Un discours peut-il construire l'histoire ? Bien sûr. Hegel le dit clairement dans les premières pages de la Raison dans l'Histoire. « *Les hommes disent, certes, souvent, que ce ne sont que des discours : et ils veulent dans cette mesure en montrer le caractère innocent. Un discours de ce type n'est que du bavardage et ce bavardage a le grand avantage d'être innocent. Mais des discours de peuples à peuples ou adressés à des peuples ou à des princes sont partie intégrante et constitutive de l'histoire* ». Oui, mais Hegel parle de Périclès, pas de Joe Biden...

Pour l'instant, on ne se sait donc pas encore si cela aura été un mercredi de bavardage ou d'histoire. Il va falloir attendre les actes. La vérité. Mais au moins, on aura un peu rêvé grâce au souffle d'Amanda. Juste le temps d'un moment de poésie, mais ce n'est pas rien quand le monde entier l'a vu.

⁴ <https://www.lesaffaires.com/bloques/jean-frederic-legare-tremblay/vers-un-conflit-civil-imminent-aux-etats-unis/622520>

⁵ J. Diamond, *Bouleversement, les nations face aux crises et aux changements*, Gallimard, 2020

Zone euro

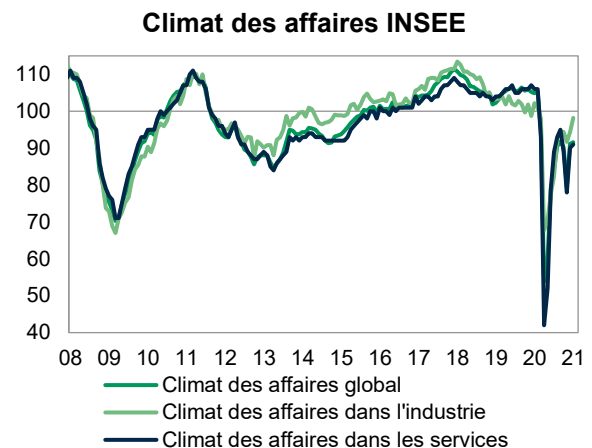
France : le climat des affaires reflète les restrictions sanitaires.

Le climat des affaires est en légère hausse au mois de janvier. À 91, il gagne un point par rapport au mois de décembre, mais reste cependant en dessous de sa moyenne historique (100) et nettement en deçà des niveaux d'avant-crise. La hausse est particulièrement prononcée dans l'industrie où l'indice s'établit à 98, après 94 en décembre. En revanche, le maintien de restrictions sanitaires semblables à celles du mois de décembre (couvre-feu, fermetures des restaurants, des salles de sport, des cinémas...) empêche la reprise de se poursuivre dans les secteurs des services. Le climat des affaires ne gagne ainsi qu'un point à 91 dans les services.

En particulier, on observe une amélioration des soldes d'opinion sur les carnets de commandes dans l'industrie, signal positif pour la demande et l'activité dans les mois à venir.

Les signaux sont relativement similaires dans les enquêtes PMI d'IHS Markit. L'indice PMI du secteur manufacturier progresse à nouveau en janvier et atteint 51,5, un point haut sur les six derniers mois.

Dans les services en revanche, le climat des affaires recule et reste en zone de contraction de l'activité. À 46,5, l'indice perd 2,5 points au mois de janvier. Le solde d'opinion sur l'activité prévue est notamment en baisse.



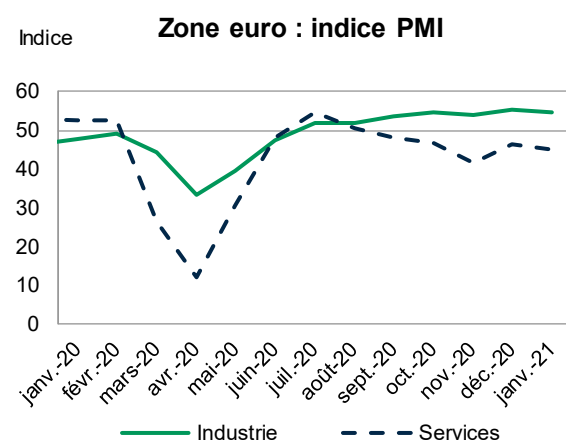
✓ Notre opinion – Le climat des affaires au mois de janvier est le reflet du maintien de restrictions administratives comme le couvre-feu sur la consommation de services, tandis que l'activité industrielle peut poursuivre son redressement, soutenue par la reprise de la consommation de biens permise depuis le mois de décembre avec la réouverture des commerces. Face à une probable prolongation des fermetures d'établissement dans les services et du couvre-feu et à l'éventualité d'une nouvelle période de confinement, l'incertitude ne permet pas aux chefs d'entreprises d'envisager le redémarrage de leur activité. Face à cette incertitude, les perspectives d'activité restent maussades, tout comme les intentions d'embauche dans le secteur. Une fois de plus, la situation sanitaire confirme être le principal déterminant de l'activité économique.

Zone euro : la dégradation de l'activité en janvier augmente le risque d'une baisse du PIB au T1 2021

En janvier, l'indice PMI composite de l'activité accélère son repli (47,5 points, après 49,1 en décembre).

La dégradation de l'activité est diffuse, mais elle est moindre en Allemagne où l'expansion perd en vigueur (indice à 50,8, après 52). En France, où le repli de l'activité accélère (indice à 47 de 49,5), la détérioration est plus marquée. La contraction est plus importante dans le reste de la zone euro.

L'indice de l'activité dans les services est en forte dégradation (45 points, après 46,4) et signale un déclin plus fort de l'activité dans toutes les grandes économies de la zone. Néanmoins, cette dégradation est moins forte que celle enregistrée au mois de novembre, lors du début du deuxième confinement.



L'indice PMI du secteur manufacturier continue de progresser et atteint 54,5 points, mais signale un moindre rythme d'expansion par rapport à décembre (55,2). Il reste néanmoins au deuxième niveau le plus haut depuis trois ans. La résilience du secteur est soutenue par le dynamisme des commandes et des exportations. Néanmoins, un affaiblissement de la demande et des contraintes de fourniture est

signalé par les entreprises du secteur. L'activité reste forte bien qu'en ralentissement en Allemagne, stable en France et augmente modérément dans le reste de la zone. La confiance reste soutenue, mais les perspectives d'activité à un an se dégradent dans les services. En revanche elles continuent de s'améliorer dans l'industrie.

☑ Notre opinion – *Alors que l'activité globale reste résiliente en fin d'année malgré l'aggravation de la situation sanitaire, les dernières données d'activité dans la zone euro signalent un affaiblissement généralisé dans les grandes économies.*

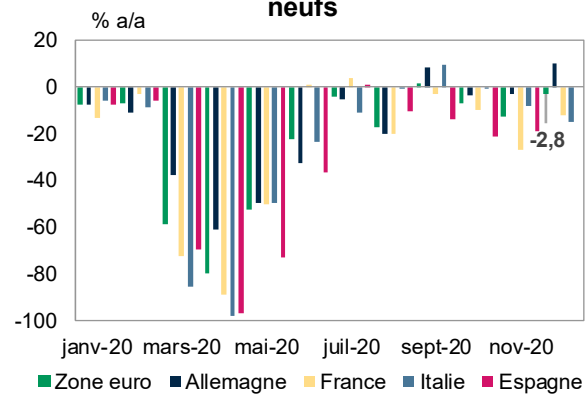
La production industrielle se replie à l'exception de la production allemande et les ventes au détail sont aussi en baisse en novembre. La production dans la construction s'est en revanche redressée, mais reste encore en repli sur un an.

Si le risque baissier sur la clôture de l'année 2020 est amoindri, il augmente sur le début de 2021. L'affaiblissement de l'activité s'accroît en janvier, bien que la demande étrangère continue de soutenir l'activité manufacturière. De plus, les mesures de restriction de la mobilité affectent moins les services qu'au mois de novembre. Aussi la perspective d'une immunisation par le vaccin soutient la confiance des entreprises. Il sera difficile d'éviter une nouvelle baisse du PIB au T1 2021.

👉 Zone euro : les ventes de véhicules neufs toujours en difficulté au mois de décembre

Le nombre d'immatriculations de véhicules neufs en zone euro a reculé de 2,8% sur un an en décembre, après avoir enregistré une chute de 12,6% en novembre. Toutefois, cette moindre baisse est le résultat de situations différentes entre les pays. L'Italie et la France connaissent des replis encore prononcés, avec respectivement des pertes de 14,9% et 11,8% en rythme annuel en décembre, tandis que l'Allemagne s'en sort avec une augmentation de 9,9% et l'Espagne réussit à stabiliser ses ventes. Sur l'ensemble de l'année 2020, la zone euro effectue la plus mauvaise performance jamais enregistrée avec une baisse des ventes automobiles de près de 2,7 millions d'unités, soit une chute de 24% comparativement à 2019. Les pays les plus impactés sont l'Espagne (-32,4%), l'Italie (-28%) puis la France (-25,5%), tandis que l'Allemagne réussit à limiter les pertes (-19%).

UEM : immatriculations de véhicules neufs



☑ Notre opinion – *Les nouvelles immatriculations en zone euro continuent de se redresser, mais demeurent encore dans le rouge, signalant une sortie de crise du secteur encore très éloignée, en raison du climat épidémique toujours très pesant sur les ventes du secteur. Seule l'Allemagne semble se redresser, mais de façon encore erratique. Les autres pays n'ont pour l'heure pas récupéré leur niveau de ventes d'avant-crise.*

👉 Allemagne : extension préventive et prudente du confinement

La situation sanitaire outre-Rhin continue d'être préoccupante, même si les derniers chiffres commencent à indiquer un tassement du nombre d'infections dans le pays. Le nombre de contaminations s'établit légèrement au-dessus des 15 500 personnes par jour au 21 janvier, après un pic à 21 000 au 12 janvier. Le nombre d'incidences pour 100 000 habitants atteint 119, soit largement au-dessus de la

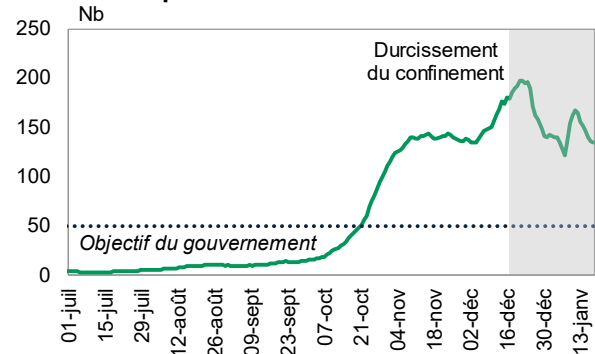
cible de 50 préconisée par le gouvernement pour considérer la propagation de l'épidémie comme maîtrisée.

Dans ce contexte, le gouvernement allemand a décidé conjointement avec les ministres des *Länder* de prolonger le confinement actuel jusqu'au 14 février, au lieu du 31 janvier précédemment. Ils

justifient cette extension par l'existence d'indications sérieuses que la mutation du virus se propage chez les enfants et les adolescents dans une plus large mesure que le virus jusqu'ici connu. Les écoles sont donc amenées à poursuivre l'enseignement à distance jusqu'à la mi-février avec des aménagements éventuels pour les parcours donnant lieu à un diplôme dans l'année. Le port du masque chirurgical devient obligatoire dans les transports en commun et les commerces, tandis qu'il n'était que conseillé auparavant (le port du masque en tissu est dorénavant déconseillé). Enfin, le ministre fédéral du Travail et des affaires sociales réitère sa demande d'étendre davantage le travail à domicile dans toutes les activités où cela est possible, afin de réduire les contacts sur le lieu de travail, mais aussi dans les transports permettant de s'y rendre. Les employeurs sont dorénavant obligés de fournir des masques chirurgicaux et de garantir un espace de travail de

dix mètres carrés par salarié, lorsque ceux-ci sont amenés à se déplacer sur site.

Allemagne : nouvelles infections pour 100 000 habitants



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

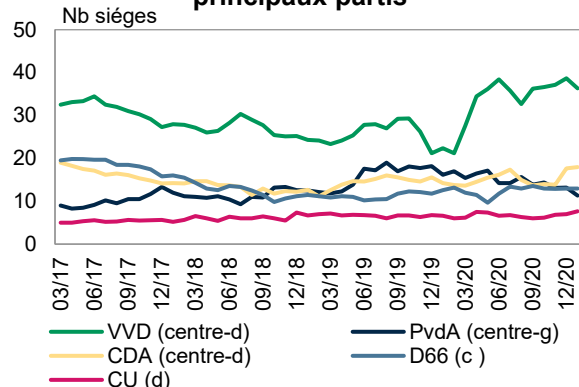
✓ Notre opinion – Cette deuxième vague épidémique semble plus difficilement contrôlée que la première. Le retour d'un confinement plus strict la fin décembre n'a que partiellement et temporairement suspendu la hausse des contaminations. L'arrivée de nouveaux variants plus contagieux au sein de la très jeune population remet en cause la stratégie d'endiguement de l'épidémie en forçant les écoles à rester fermées le plus longtemps possible, tout en accélérant la vaccination des personnes à risque (aujourd'hui 1,2 million de personnes ont pu bénéficier de la vaccination en Allemagne).

👉 Pays-Bas : démission du gouvernement Rutte III et nouvelle coalition à construire

Le gouvernement néerlandais de Mark Rutte a dû remettre sa démission au roi Willem-Alexander le week-end dernier, en raison d'un scandale administratif sur des fraudes aux allocations familiales infondées et ayant conduit à des poursuites sur un grand nombre de familles. Entre 2013 et 2019, l'administration néerlandaise (durant les gouvernements Rutte II et III) aurait ainsi poursuivi à tort plus de 26 000 familles soupçonnées d'avoir perçu des allocations familiales pour garde d'enfants de façon indue. Ces familles ont dû pour certaines rembourser des sommes importantes qui leur étaient réclamées par l'administration fiscale. De plus, cette traque des fraudeurs était fondée sur des algorithmes dans lesquels les parents ayant la double nationalité étaient étiquetés comme présentant un risque de fraude, un fichage illégal en contradiction avec la Constitution. Ce scandale, éclaboussant trois des partis de la coalition actuelle au pouvoir et plusieurs ministres soupçonnés d'avoir fait l'impasse sur cette affaire pourtant remontée jusqu'au Parlement à plusieurs reprises, justifie la fin précipitée de

la coalition au pouvoir. Cet événement intervient à deux mois des prochaines élections législatives prévues le 17 mars prochain et laisse donc le pays avec une gouvernance réduite aux affaires courantes d'ici cette date.

Pays-Bas : sondage sur les principaux partis



Sources : Peil, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Cette démission gouvernementale précipite la réflexion sur la formation d'une nouvelle coalition néerlandaise prévue en mars prochain. Même si le Premier ministre, Mark Rutte, demeure favori dans les sondages pour les prochaines législatives, cette affaire entache néanmoins l'élaboration de son quatrième mandat. Elle rend plus difficile les alliances jusqu'ici tissées avec les autres formations politiques et pourrait pousser à un modeste changement vers la gauche de la politique sociale néerlandaise.

Italie : des exportations résilientes

Après le léger recul d'octobre, les exportations ont progressé de 4% au cours du mois de novembre par rapport au mois précédent. La reprise des exportations a été portée aussi bien par la croissance des exportations en zone euro (+4,8%) que par celle des marchés hors UE (+3,2%). Les importations ont augmenté (+3,3%), tirées par la hausse des achats de biens d'équipement (+9,6%).

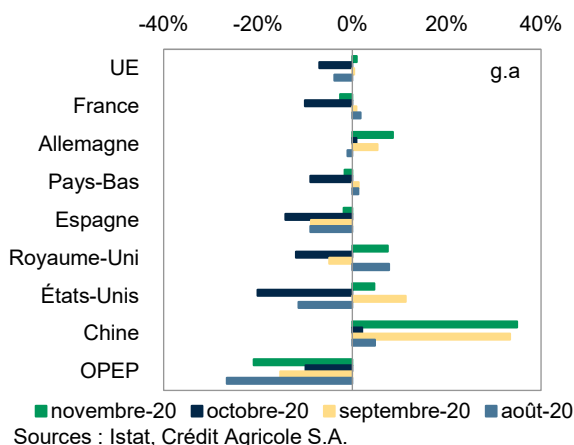
La hausse des ventes de biens intermédiaires (+7,1%) explique pour moitié la croissance des exportations en novembre. Elle s'accompagne d'une contribution importante des ventes de biens de consommation non durables. Les marchés qui tirent la croissance des exportations sont, pour la zone euro, l'Allemagne qui est à l'origine d'une hausse de plus de 8% des exportations en glissement annuel, mais également la Suisse et le Royaume Uni. Hors zone euro, les ventes vers l'Asie continuent de tirer les exportations, notamment avec la reprise de la demande chinoise. Ces quatre marchés contribuent à plus de la moitié des ventes dans les secteurs des

métaux (+15,3 %), des voitures (+26,9 %) et des machines (+2,1 %).

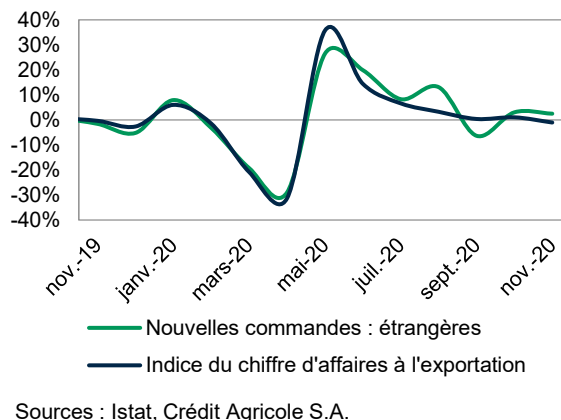
Les tendances observées dans les marchés d'exportation sont également perceptibles sur les nouvelles commandes industrielles qui progressent à l'export (+2,5%), mais se replient sur le marché domestique (-3,8%). La hausse des commandes à l'exportation a été tirée par les biens intermédiaires, seule catégorie à enregistrer une remontée (+0,8%), tandis que celles des biens d'investissement et de consommation baissent de -2,5 % et -2,6 %. Au total, les nouvelles commandes se sont contractées en novembre de 1,3% par rapport au mois précédent.

Le chiffre d'affaires industriel marque également le pas et revient au niveau de septembre, enregistrant un repli de 2,0% par rapport au mois précédent. La baisse concerne aussi bien le marché domestique qu'extérieur, mais elle est plus marquée sur le marché domestique avec respectivement -2,5% et -1%.

Commerce par partenaire



Nouvelles commandes à l'exportation



Notre opinion – Il semble que les exportations pourraient compenser la faiblesse du marché domestique fortement pénalisé par les mesures relatives au confinement de l'automne. La robustesse des exportations en novembre explique en partie la résilience de la production industrielle sur ce mois qui n'a baissé que de 1,4%. Malgré un contexte dégradé, les entreprises italiennes ont continué de produire et le marché extérieur pourrait constituer un relais à leurs débouchés. Une situation meilleure que prévu en Allemagne, une reprise nette en Chine et aux États-Unis bénéficient aux exportations italiennes qui arrivent à conserver des parts de marché malgré la crise. Cette équilibre n'en reste pas moins fragile au regard des risques baissiers qui pèsent sur la conjoncture mondiale.

Pays émergents

Asie

Chine : apprendre à prévoir hors du cadre

Dans le délicat exercice de prévisions, les économistes travaillant sur la Chine avaient jusqu'ici un avantage non négligeable : celui de disposer d'une cible de croissance officielle annuelle, dont le chiffre final s'éloignait rarement. Dès lors, l'enjeu n'était pas tant d'établir une prévision, mais plutôt de juger de la crédibilité de cette cible, ainsi que de sa composition.

Et pourtant, même la plus administrée des économies n'a pu conserver son objectif de croissance dans un tel climat d'incertitude. En mars 2020, pour la première fois depuis 1990, la Chine a indiqué que la cible prévue de 5,9% ne serait pas atteinte, sans en annoncer de nouvelle.

Résultat, **les prévisions des économistes se sont écartées comme rarement auparavant**, fluctuant au fur et à mesure des mois et des parutions de données, et s'échelonnant de 1 à 3%

Lundi, le verdict est tombé : **la croissance chinoise a atteint 2,3% en 2020**. Au-delà du chiffre brut, trois constats :

- 1 - La Chine est le seul pays du G20 à finir l'année 2020 en croissance.
- 2 - La perte de croissance due au coronavirus s'élève officiellement à un peu plus de 3,5 points de PIB, si l'on s'en tient à ce qui aurait dû être la cible 2020 (5,9%).
- 3 - En ne publiant pas de cible officielle de croissance, la Chine s'est donnée un peu plus de flexibilité et a pu piloter sa trajectoire de reprise en arbitrant entre son désir d'afficher de la croissance (par opposition à ses rivaux, États-Unis en première ligne) et sa nécessité de rester crédible. Reste à savoir maintenant si elle gardera cette flexibilité ou publiera de nouveau des cibles précises.

Que retenir de la croissance 2020 ?

Nous avons souvent écrit dans ces pages que la reprise chinoise était solide à court terme, mais déséquilibrée. Les données du quatrième trimestre sont venues confirmer ce constat.

Alors que **la consommation** avait contribué à hauteur de 3,5 à 4,7 points de PIB à la croissance de 2018 et 2019, en 2020, **sa contribution est négative (-0,5 point de PIB)**. Avec des ventes au détail plafonnant à +5% en glissement annuel, la consommation privée est le seul indicateur d'activité dont la reprise demeure encore loin de son niveau historique, puisque les ventes au détail avaient crû jusqu'ici d'environ 8% par mois sur les cinq dernières années. À l'exception des biens de luxe, dont la

consommation domestique est rendue presque captive par la fermeture des frontières, de nombreux autres secteurs de consommation sont en berne, à commencer par la restauration, l'habillement et l'ameublement.

Cette se traduit par deux phénomènes : **un taux d'épargne qui demeure significativement au-dessus de son niveau habituel** (autour de 40%, contre 35% en 2019) et **une inflation sous-jacente autour de 0,5%**, loin de la cible de 3,5% de la PBoC.

Avec une contribution de 2,2 points de PIB, **la performance de l'investissement est au contraire meilleure qu'en 2019** et s'explique notamment par la poursuite de grands travaux d'infrastructures menés par les autorités, ainsi que par le renforcement des capacités chinoises dans certains secteurs stratégiques, notamment liés aux nouvelles technologies.

Enfin, **le commerce extérieur a apporté une contribution positive de 0,6 point de PIB**, un ordre de grandeur comparable à celui des derniers trimestres, même si ce chiffre s'explique plus par la chute des volumes d'importations que la hausse des volumes d'exportations.

Qu'en déduire pour 2021 ?

La croissance 2021 sera nécessairement élevée, ne serait-ce qu'en raison d'effets de base importants, sauf bien sûr en cas de nouveau choc sanitaire conduisant à de nouvelles mesures de confinement.

Lors de la présentation du **14^e plan quinquennal**, qui court de 2021 à 2025, le président Xi a essentiellement mis l'accent sur **les aspects qualitatifs de la croissance**. Cela inclut de faire de la Chine une économie à « hauts revenus » d'ici 2025, c'est-à-dire de porter le PNB par tête çà 12 535 dollars, contre 10 410 dollars en 2019.

Si aucune cible officielle n'a encore été dévoilée, cet objectif implique **une croissance annuelle moyenne autour de 5%** pour les cinq prochaines années. Les premières prévisions fournies par des instituts proches des autorités chinoises suggèrent que la cible 2021 – qu'elle soit ou non rendue publique – pourrait tourner autour de 8%

Cet objectif de 8% n'est pas irréaliste et pourrait être atteint en gardant le même niveau de production de richesses qu'au quatrième trimestre. **Il suppose toutefois que les autorités chinoises continuent de soutenir l'économie**, ce qui tranche avec la volonté affichée de s'engager dans une consolidation fiscale. Le FMI, qui prévoit également une croissance de 8% en Chine en 2021 (en partant d'un

niveau plus bas, puisque sa prévision 2020 était à 1,9%), fonde ainsi son modèle sur une consolidation budgétaire réduite, d'environ 0,5 point de PIB, qui laisserait **le déficit au-dessus de la cible de 3% des autorités**. Le Fonds prévoit aussi une baisse très graduelle des dépenses des collectivités locales.

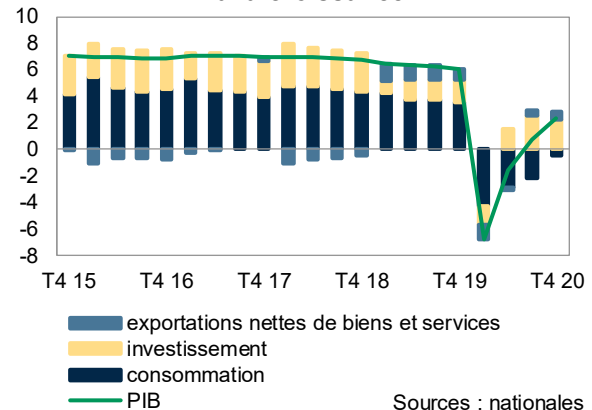
Ce soutien budgétaire est d'autant plus nécessaire qu'il semblerait que les autorités chinoises souhaitent le diriger vers la demande et l'appui à la consommation des ménages, afin de réactiver ce moteur de la croissance. Une tâche cependant ardue pour cette économie disposant encore de peu de politiques publiques ciblant directement les ménages, mais capitale pour rééquilibrer l'activité. La nouvelle stratégie de circulation duale, qui vise à stimuler la demande intérieure en réduisant certaines importations, s'inscrit également dans cette démarche et nécessite un soutien public.

Une autre option serait de **se servir plus de la politique monétaire pour soutenir la croissance**. Au cours de l'année, la PBoC a adopté une politique monétaire plutôt restrictive, tranchant avec les stratégies des autres Banques centrales des pays émergents. Avec une inflation en net repli, les taux d'intérêt réels ont même augmenté. Ce phénomène a été contrebalancé pour les entreprises – en particulier publiques – par une **politique de distribution**

de crédit plutôt généreuse, via les banques commerciales (elles aussi publiques ou quasi-publiques), assortie de moratoires ou de conditions de remboursement plus souples.

En contrepartie, la PBoC a choisi de conserver une grande marge de manœuvre dans la gestion du taux directeur, avec l'objectif d'éviter à tout prix le piège du taux zéro. Peu de chance donc d'assister à un changement dans la politique monétaire, qui devrait au contraire se resserrer quand les conditions le permettront, à partir du troisième trimestre 2021.

Chine : contributions à la croissance



Notre opinion – À ce jour, les autorités chinoises n'ont pas encore indiqué avec certitude qu'elles publieraient une nouvelle cible de croissance pour 2021 en mars prochain, comme c'est traditionnellement le cas.

Les économistes se retrouvent ainsi au milieu du gué : sans cible officielle, ils leur seraient normalement possible de raisonner « à l'endroit », comme ils le font pour les autres économies, c'est-à-dire en partant des données d'activité, pour estimer chaque composante du PIB et donc le niveau de croissance, et non « à l'envers », en partant du chiffre de croissance officielle pour le reconstituer.

Oui, mais la Chine demeure un animal économique particulier, et même si elle devait abandonner sa cible de croissance, afin de se donner un peu plus de flexibilité, elle n'en resterait pas moins une économie administrée, où les contours flous entre public et privé rendent l'exercice de prévision difficile, la partie publique de l'économie pouvant être pilotée par des considérations plus politiques que financières (développement des secteurs stratégiques et encadrement de l'innovation, entreprises publiques maintenues artificiellement à flot).

Il y a donc fort à parier qu'en l'absence de cible, le consensus peine à s'accorder, et que les prévisions continuent de s'écartier.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Tunisie : la crise économique, sanitaire et sociale alimente l'instabilité et les manifestations

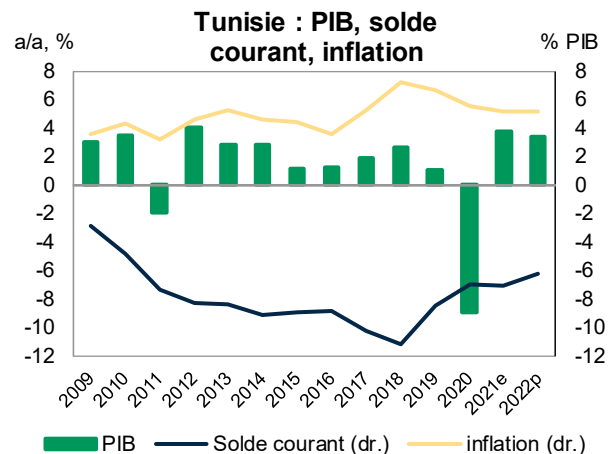
De vendredi dernier au mardi 19 janvier, des heurts violents ont éclaté dans plusieurs régions du pays au lendemain du dixième anniversaire de la chute de Ben Ali le 14 janvier 2011, initiant le mouvement des Printemps arabes. Les protestataires, des jeunes pour la plupart, se réunissent après le couvre-feu instauré depuis octobre pour lutter contre la pandémie. Malgré les interdictions de rassemblement, ils scandent des slogans de la révolution de 2011. Ces manifestations en cours dans quinze villes tunisiennes illustrent la profonde exaspération de la population devant la détérioration des conditions de vie, accentuées ces derniers mois par la crise sanitaire et les mesures de confinement qui ont profondément affecté des secteurs-clés de l'économie tunisienne. Des milliers d'emplois ont été détruits, les écoles ont fermé pendant un semestre entier et les élèves n'y vont plus qu'un jour sur deux depuis septembre.

Les mesures de confinement mondial ont provoqué un effondrement du tourisme de 65%, la défaillance de 5% des entreprises tunisiennes selon l'IFC et une explosion du chômage, particulièrement chez les jeunes. Il atteindrait 36,5% en 2020, selon l'OIT (Organisation internationale du Travail), alors que le taux global avait un peu diminué au troisième trimestre 2020 à 16,2%, pour 18% à fin juin. Ce niveau est très élevé si l'on y rajoute le sous-emploi.

En terme de croissance du PIB, la situation n'est pas favorable non plus. Après le Liban et l'Irak, la Tunisie devrait être le troisième pays de la région ayant la plus forte récession. La contraction du PIB devrait dépasser les 8% en 2020 et pourrait atteindre 8,8% selon le consensus des économistes, pour une moyenne régionale 2020 s'établissant à 5,6%.

La faible productivité du capital, la faiblesse des Investissements directs étrangers, les subventions sur les denrées de première nécessité et la faiblesse de l'épargne domestique ont provoqué un creusement du déficit courant qui n'est pas repassé sous la barre des 8% du PIB depuis 2020. La diminution progressive des réserves en devises, sauf en 2019 grâce aux aides externes (FMI, et bilatérales), ont

provoqué une forte dépréciation du dinar de 1,6 par euro en 2006 à 3,3 début 2021, ce qui a nourri l'inflation.



Sources : Institut National Statistique, Crédit Agricole S.A.

Dans ce domaine également, la Tunisie est le pays qui a connu (Égypte et Iran exclus) la plus forte inflation des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord au cours de la dernière décennie. Depuis 2009, l'inflation est systématiquement supérieure de 1% à 6% au taux de croissance économique. En 2020, le différentiel explose à 16%. Elle est surtout issue du phénomène d'inflation importée par la faiblesse du dinar, alors que la balance commerciale est structurellement très déficitaire. On connaît les effets sociaux délétères de la stagflation sur la stabilité sociale : l'appauvrissement régulier de la population est d'ailleurs illustré par le taux d'épargne qui est passé de 21% du PIB en moyenne dans la décennie 2000 à 10% en moyenne dans la décennie 2010, un effondrement de moitié.

Afin d'éviter l'instabilité sociale que crée toute situation de stagflation et sous la pression des puissants syndicats, notamment celui de la fonction publique, les dix gouvernements successifs depuis la révolution de 2011 ont tous répondu par une augmentation parallèle des salaires, créant une spirale inflation-salaire assez malsaine.

Notre opinion – Alors que la situation financière de la Tunisie était déjà tendue avec des déficits budgétaires et courants difficiles à financer sans l'aide du FMI, le choc de la pandémie créé des conditions financières et sociales particulièrement complexes pour les prochains trimestres. Il faudra trouver sur les marchés extérieurs ou domestiques les ressources pour financer des déficits jumeaux de 6% à 8% du PIB, alors que le pays est déjà surendetté et que la Banque centrale monétise une partie du déficit budgétaire. Les formes de soutiens externes (FMI, multilatéraux, UE, Arabie, etc.) s'épuisent alors que certaines réformes sont évoquées (notamment celle de la fonction publique), mais régulièrement repoussées pour des questions sociales. De nombreux blocages politiques, administratifs et sociétaux empêchent toujours l'amélioration de la gouvernance et freinent les réformes, une situation qui fait perdurer les tensions sociales. Les prochains trimestres seront cruciaux, surtout si la crise sanitaire retarde le redressement de l'économie.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Pologne : l'opportunité à saisir pour faire évoluer le modèle de croissance

Le modèle de croissance polonais qui s'est dessiné à la sortie de l'économie planifiée a été contraint par une très forte concurrence sur les prix, dans un marché mondial en rapide globalisation. Les efforts pendant cette période ont donc été surtout consacrés à la production à bas coût. Cela a été possible notamment grâce à un plus faible niveau de vie dans la Pologne de cette époque et, par conséquent, à des niveaux de salaire très en dessous des pays développés d'Europe.

Lors de cette première phase de transition, le taux de dépenses en recherche et développement était de 0,47% du PIB, alors qu'il était à 1,6% du PIB dans les pays développés d'Europe. Par ailleurs, ces dépenses étaient faites quasiment en totalité par les institutions publiques. Ensuite, avec l'entrée dans l'Union européenne et l'arrivée des fonds de développement, la Pologne a progressivement augmenté les fonds alloués à la recherche pour atteindre dans les années 2015 environ 1% de PIB.

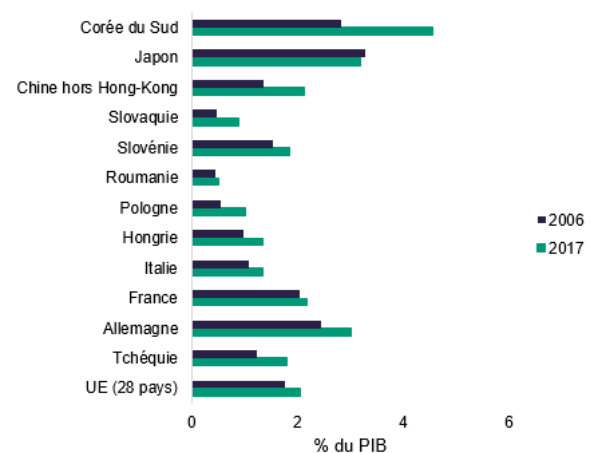
Les cinq dernières années, cette situation a commencé à accélérer légèrement, avec un élément majeur non négligeable portant sur la part des dépenses de R&D (recherche et développement) des entreprises privées. En effet, les proportions se retournent et maintenant la recherche est réalisée majoritairement par le secteur privé. Certes, l'effet des privatisations est un facteur relativisant ce retournement, toutefois la tendance est là et visible.

Les entreprises étrangères qui ont délocalisé des centres de recherche, notamment dans le domaine

de l'informatique et des jeux vidéo, jouent un rôle très important. Cette semaine c'est Intel qui a annoncé l'élargissement des activités de recherche dans le domaine de l'intelligence artificielle sur le campus de Gdansk, grâce à un partenariat public-privé.

Malgré tous ces efforts, en classant la Pologne par rapport aux autres pays européens, avec 1,2% du PIB de dépenses de R&D, celle-ci ressort parmi les plus modestes de l'UE, par comparaison avec les 2% à 3% du PIB de dépenses de la France ou l'Allemagne par exemple.

Dépenses en R&D en 2017



Sources : WMI/Reuters, Crédit Agricole SA /ECO

✓ Notre opinion – L'enjeu majeur de l'évolution du modèle de croissance polonais pourrait se produire dans les cinq années à venir et toutes les conditions, ainsi que les contraintes, sont réunies pour réussir à passer un cap relativement marquant.

En premier lieu, le vote du budget de relance européen, malgré les difficultés de négociation qu'il a rencontré pendant plusieurs mois notamment à cause du veto polonais, ouvre une large porte aux investissements, dont la Pologne sera très largement bénéficiaire. Ces fonds devront être en partie investis par les pays de façon obligatoire pour assurer la transition énergétique. Justement, sur ce point la Pologne a une carte à jouer, car le pays reste encore très dépendant des énergies fossiles. Il pourra donc devenir l'exemple ou le champion de la transformation réussie. Or, la recherche est essentielle dans ce domaine.

D'autre part, avec le développement du niveau de vie et la baisse de la population active, la Pologne ne pourra plus compter longtemps sur la main d'œuvre pas chère qui a fait sa force jusqu'à présent. Les évolutions démographiques vont l'obliger à se centrer sur la valeur ajoutée et affiner les compétences, donc investir davantage et notamment sur l'éducation.

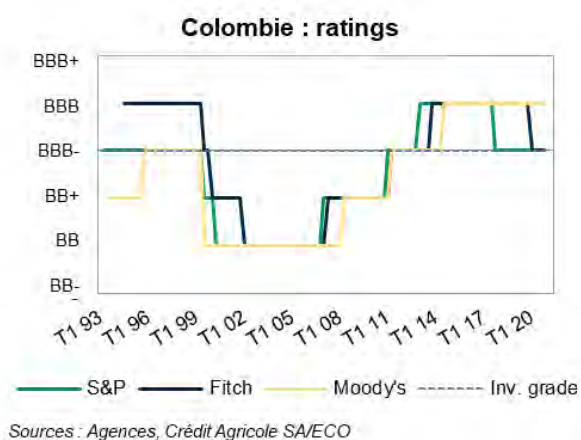
Enfin, sur la question de l'investissement, le pays traîne encore derrière les autres pays de la zone. L'arrivée des fonds – notamment d'ici 2023 (enveloppe estimée à 123 milliards d'euros) – sera une aubaine pour stimuler l'investissement qui reste encore plutôt faible autour de 20% du PIB.

Toutes ces opportunités qui s'offrent à la Pologne devront lui permettre d'accroître ses capacités de croissance potentielle et d'atteindre un nouveau palier dans le rattrapage du niveau de vie de ses citoyens par rapport à la moyenne européenne. Le pays a démontré jusqu'à présent qu'il est capable de saisir les opportunités, néanmoins, nous ne sommes pas à l'abri d'un blocage de situation politique déjà très tendue.

Amérique latine

Colombie : l'investment grade sous pressions (tempérées)

L'histoire du *rating* colombien débute par une dispersion importante des appréciations portées par les agences. Elles se rejoindront pour abaisser la note à l'aube des années 2000, marquées par de fortes tensions entre les FARC et le gouvernement, notamment durant la présidence d'Alvaro Uribe (2002-2010). La Colombie sortira du purgatoire du « *non investment grade* » en 2011 sous la présidence de Juan Manuel Santos (2010-2018) : l'ouverture des négociations aboutira à l'accord de paix de 2016 et, si les équilibres financiers se dégradent, les perspectives de croissance s'améliorent jusqu'à ce que la pandémie vienne bouleverser les projections.



Dès le mois de mars 2020, S&P (BBB-) revoit sa perspective de stable à négative en raison de risques accrus pesant sur la liquidité extérieure, la dette et la croissance. En amont de ces risques accrus figure la baisse des prix du pétrole⁶, aggravée par l'impact mondial négatif de la Covid-19. Ce sont donc des chocs externes négatifs, dont en premier lieu la chute prévue du prix de l'énergie, qui justifient l'abaissement de la perspective. Or, S&P salue la diminution de la dépendance à l'égard du pétrole en termes tant de liquidité extérieure (exportations liées au pétrole : 23% des recettes du compte courant 2019, contre 42% en 2014) que de finances publiques (recettes pétrolières : moins de 10% des recettes totales en 2019, contre plus de 20% en 2014). S&P souligne certes que l'impact de la Covid-19 (limité puisqu'une croissance de 0,7% est alors prévue pour 2020), « l'état d'urgence économique » décrété mi-mars et les mesures adoptées en réponse à la pandémie

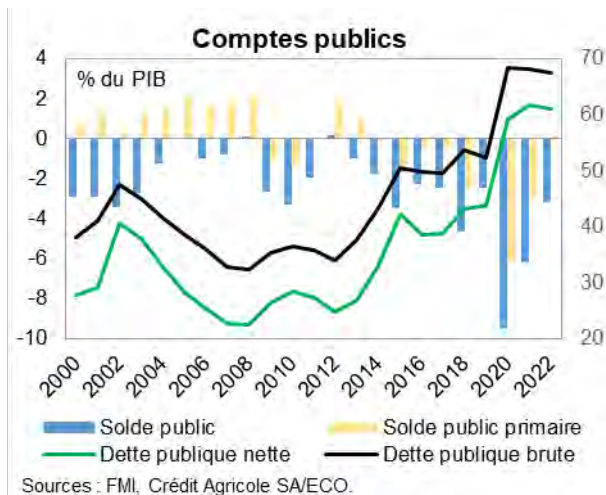
inverseront l'assainissement budgétaire. Mais, anticipant un financement des mesures gouvernementales à partir des actifs disponibles, S&P prévoit une hausse de la dette publique nette de 3,5% du PIB en moyenne sur la période 2020-2023 (à 47% du PIB en 2023). Enfin, si la vulnérabilité aux changements soudains de ses termes de l'échange constitue un risque indéniable, les antécédents (gestion macro-économique prudente), la flexibilité monétaire et celle du taux de change atténuent les chocs externes et la ligne de crédit flexible (LCF) du FMI⁷ soutient la liquidité extérieure. L'agence paraît donc assez sereine et soucieuse, avant tout, du recul du prix du pétrole. On pourrait pourtant légitimement espérer que la dépendance aux hydrocarbures soit intégrée dans une notation plus faible, mais susceptible de résister aux fluctuations du prix de l'énergie.

En avril, c'est Fitch qui agit et plus sévèrement : abaissement de la note à BBB- tout en maintenant une perspective négative, en raison d'un « affaiblissement probable des indicateurs budgétaires clés à la suite de la récession économique causée par une combinaison de chocs résultant de la forte baisse du prix du pétrole et des efforts pour lutter contre la pandémie de coronavirus ». Fitch anticipe alors une contraction modérée du PIB (-0,5% en 2020), suivie d'une légère reprise de 2,3% en 2021. En novembre, tout en confirmant son évaluation, Fitch enrichit son analyse de nombreux chiffres signalant une dégradation très nette. Récession de 6,9% en 2020, suivie d'un rebond (4,9% en 2021) incertain (montée du chômage, fermeture potentielle d'entreprises, dynamique incertaine de la pandémie), déficit budgétaire de 9,1% du PIB en 2020 (7,5% en 2021, 4,9% en 2022), dette publique à 60,3% du PIB fin 2020 (62,6% fin 2022, puis diminution progressive), augmentation de la dette publique en devises (part passant à 40%, contre 34% en 2019) mais déficit courant réduit à 3,5% du PIB (en précisant qu'au cours des dix dernières années, les investissements directs étrangers ont en moyenne couvert 70% d'un déficit courant moyen de 4%), dette extérieure nette vers 18,4% du PIB.

⁶ S&P cite la révision à la baisse en mars 2020 de sa propre prévision de prix moyen du Brent de 60 dollars/baril à 30 dollars/baril. Parti de 66 dollars/baril en janvier 2020, le prix a plongé jusqu'à un creux en avril (18 dollars/baril), puis s'est redressé pour finir l'année à 51 dollars/baril. Le prix moyen 2020 atteint près de 42 dollars/baril.

⁷ La Colombie disposait d'une LCF de 11,4 milliards de dollars auprès du FMI, portée à 17,2 Mds USD en septembre 2020. Le

gouvernement colombien a effectué un tirage de 5,4 Mds USD (soit environ 2% du PIB) en décembre. Le FMI indiquait alors : « L'accès aux ressources du FMI aidera à répondre aux besoins de la balance des paiements et fournira un soutien à la réponse budgétaire à la pandémie Covid-19, tout en permettant à la Colombie de maintenir une liquidité internationale suffisante pour se prémunir contre les risques externes accrus ».



Face à cette salve justifiée de tristes prévisions, quels sont les atouts ? Le change flottant et la LCF du FMI atténuant les vulnérabilités externes, une longue expérience de politiques macro-économiques conservatrices qui ont soutenu la stabilité macro-économique et financière, l'amélioration des relations du président Duque avec le Congrès susceptibles d'améliorer les chances de réforme fiscale⁸, tout en précisant que l'adoption de réformes difficiles pourrait être compliquée par le calendrier électoral (élections parlementaires et présidentielles en 2022).

Moody's ne se manifeste qu'en décembre pour assortir son rating moins sévère (Baa2) d'une perspective négative et non plus stable : une révision reflétant les effets économiques (contraction du PIB de 7,2% en 2020, suivie d'un rebond de 4,8% en 2021) et budgétaires du choc de la Covid-19 (assimilé à un risque social dans le cadre des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, ESG⁹), effets susceptibles d'impacter durablement la solidité budgétaire et le profil de crédit global. Ce dernier bénéficie « d'une histoire de politiques macro-économiques prévisibles et une solide expérience du service de la dette », de la continuité des politiques, d'un large consensus sur les politiques macro-économiques, d'une structure de la dette relativement favorable. Il pâtit de faiblesses budgétaires (rigidité des dépenses, base de recettes étroite), d'une exposition aux chocs sur les termes de l'échange et de risques politiques persistants associés à la mise en œuvre de l'accord de paix. Ce dernier risque n'était pas mentionné lors de la révision à la hausse de la perspective (de négative à stable) en mai 2019.

Enfin, plus récemment encore (janvier 2021), S&P a livré une analyse sur les défis politiques auxquels sont confrontés quatre souverains andins, défis que les prochaines élections mettront en lumière (élections nationales au Pérou, au Chili et en Équateur en 2021 et en Colombie en 2022).

Il s'agit pour tous de restaurer la croissance tout en gérant des finances publiques dégradées, alors même que la crise risque (le terme est pudique) d'accroître la pauvreté, les inégalités de revenus, d'aiguiser les divisions politiques et sociales existantes, d'encourager l'émergence de nouveaux partis et de dirigeants non testés et, finalement, de rendre plus difficile la négociation à travers les lignes partisans sur les politiques économiques clés. La trajectoire de notation de ces quatre souverains dépendra largement de leur réponse politique à la pandémie, à la fois, avant et après les prochaines élections. Dans le cas de la Colombie, la coalition du président Duque, en collaboration avec d'autres partis modérés, a un poids suffisant au Congrès pour réduire la probabilité de l'adoption de propositions potentiellement populistes. S&P estime cependant que l'exacerbation des tensions sociales issues de la récession, ajoutée au capital politique limité de l'administration, pourrait limiter sa capacité à faire adopter une réforme fiscale ambitieuse en 2021.

Le regard porté sur la Colombie par les agences signale à quel point il est difficile d'évaluer le risque quand, à une dégradation avérée des équilibres financiers, s'oppose une « excellente réputation » saluée par le soutien du FMI. Les analyses se sont ainsi enrichies au fur et à mesure du développement de la pandémie et de ses impacts malheureux. Parti d'une révision à la baisse du prix du pétrole, S&P finit sur une analyse politique. Moody's centre son diagnostic sur les fragilités ESG. À la différence de ses coreligionnaires, Fitch paraît plus attaché aux « chiffres durs ». Il semble néanmoins que les agences pour lesquelles une dégradation de leur notation se traduirait par la perte du précieux *investment grade* (Fitch et S&P) ne se précipitent pas pour agir. Elles pourraient attendre non pas des améliorations chiffrées (à court terme, elles sont hors d'atteinte), mais des « intentions de faire » qui devraient être inscrites dans l'agenda budgétaire (fin 2021, début 2022). On peut également espérer que Moody's se révèle patient. Si l'*investment grade* est menacé, il n'est donc pas encore irrémédiablement perdu.

⁸ Les travaux sur la prochaine réforme fiscale doivent commencer en février sur la base de la recommandation d'un comité d'experts visant à dégager 2% de revenus (réduction des exonérations fiscales et modifications de l'impôt sur le revenu).

⁹ Moody's développe assez longuement son analyse ESG. Pour la Colombie, les risques suivants y figurent : risque climatique physique (inondations et précipitations extrêmes causées par El Niña), risques liés à la transition carbone, risques sociaux

(niveaux toujours élevés d'inégalités de revenus entre les zones rurales et urbaines, défis modérés dans la fourniture et la qualité de l'éducation, du logement, de la santé et de la sécurité et de l'accès aux services de base, risques supplémentaires liés à la mise en œuvre de l'accord de paix avec les FARC et l'afflux massif de migrants vénézuéliens). Elle bénéficie en revanche de solides antécédents en matière d'élaboration de politiques budgétaires et monétaires efficaces.

Afrique sub-saharienne

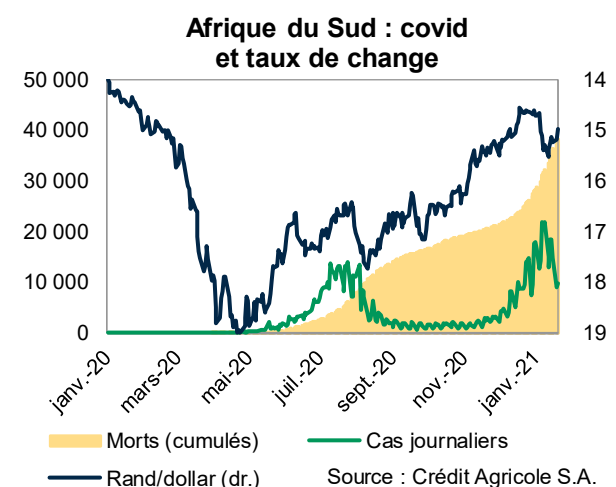
Afrique du Sud : regain d'inquiétude au sujet de la situation sanitaire

L'Afrique du Sud est le pays africain le plus touché par la pandémie de la Covid-19. La première vague (de mi-mai à début septembre) avait contaminé près de 600 000 Sud-africains et fait plus de 13 000 morts. En réaction, fin mars le gouvernement s'était doté de cinq niveaux d'alerte et avait maintenu le pays dans un confinement strict (niveau 5, puis 4) de fin mars à juin. Les conséquences avaient été particulièrement sévères pour l'économie, avec une contraction du PIB attendue entre 7% et 8% en 2020, par rapport à 2019. Néanmoins, ce confinement avait été efficace, ramenant le nombre de cas moyen par jour d'un peu plus de 6 500 à environ 1 600 entre début septembre et mi-novembre 2020. Pour le nombre de morts, il était descendu de 150 morts par jours à environ 80.

Malheureusement, depuis mi-novembre, l'Afrique du Sud fait face à une seconde vague épidémique particulièrement virulente : depuis le début de cette vague, le nombre moyen de contaminations par jour a été de plus de 9 200, avec environ 260 morts journaliers. Le gouvernement a donc dû procéder à un reconfinement, avec un retour au niveau 3 depuis décembre. À ce niveau, les frontières ont de nouveau été fermées et un couvre-feu remis en place. La virulence de cette nouvelle vague s'expliquerait en partie par l'apparition d'une mutation du virus dans le pays. Celle-ci serait désormais présente dans la majorité des nouveaux cas et rendrait le virus 50% plus contagieux. L'efficacité des vaccins existant sur cette variante du virus est également en question, sans que les scientifiques n'aient pour le moment pu apporter de réponse.

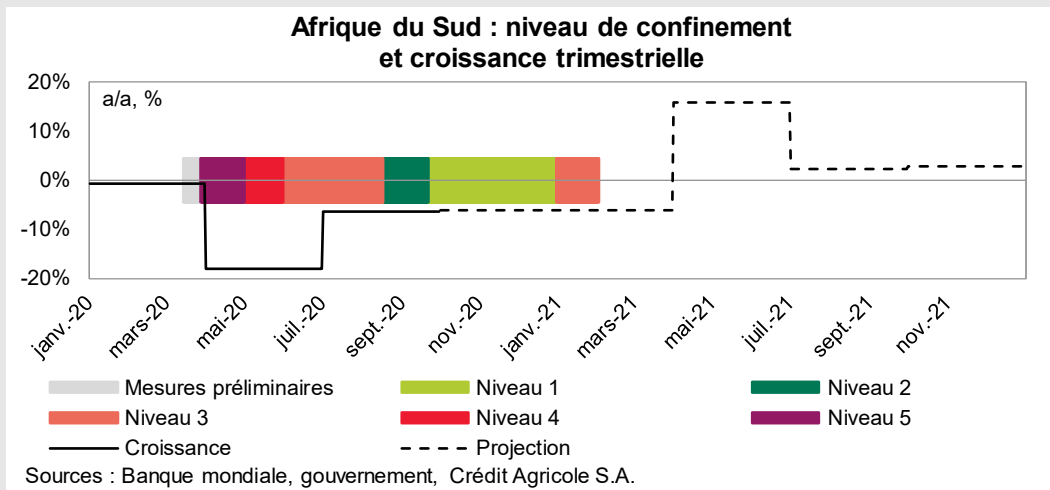
Le gouvernement de Cyril Ramaphosa est par ailleurs sous le feu d'intenses critiques pour sa lenteur à approvisionner l'Afrique du Sud en doses de vaccins. Au-delà des accusations de désorganisation à l'égard du gouvernement, le problème du pays, comme beaucoup d'autres économies intermédiaires, serait d'être trop riche pour profiter des aides prévues pour les pays les plus pauvres, mais trop pauvres pour payer ses propres doses. L'Afrique du Sud a donc initialement eu recours à l'initiative COVAX lui permettant de sécuriser un nombre de doses suffisant pour vacciner 10% de sa population pour 140 millions de dollars (les doses devant arriver le mois prochain). Inconvénient de cette initiative, les pays doivent payer à l'avance, sans savoir quels vaccins ils recevront. Pour

l'Afrique du Sud qui fait face à une variante du virus et d'importants problèmes financiers, le danger est donc double. L'année dernière, l'Afrique du Sud n'avait d'ailleurs pas réussi à réaliser à temps le paiement de la caution pour ses doses COVAX. En plus de ces doses, le président Ramaphosa a récemment annoncé avoir sécurisé de nouvelles commandes auprès des fabricants de vaccins (Pfizer, Johnson & Johnson et potentiellement Moderna), portant le total commandé à 20 millions de doses, sans plus de précisions quant au coût de ces nouvelles doses ou à un éventuel calendrier de vaccination.



Au total depuis le début de l'épidémie, le pays dénombre donc près 1,4 million de cas pour bientôt 40 000 morts. Au regard de la stratégie vaccinale, de nouveaux sursauts épidémiques ne sont pas à exclure et maintiendraient l'isolement de l'Afrique du Sud par rapport au reste du monde. Cela continuerait d'alimenter la volatilité du rand, malgré une reprise de l'économie mondiale. Suite à une chute massive de sa valeur au début de la pandémie, celui-ci s'était réapprécié avec le déconfinement et la baisse mondiale des taux d'intérêt. Les inquiétudes liées à la situation sanitaire lui ont refait perdre de sa valeur en ce début d'année, avant d'être de nouveau porté par la faiblesse du dollar. Un maintien prolongé des mesures de confinement ou le retour à un confinement strict pourrait sérieusement retarder la reprise, voire provoquer de nouvelles dégradations par les agences de notation.

☑ **Notre opinion** – Dans sa dernière publication globale, la Banque mondiale a abaissé sa prévision de croissance pour l’Afrique du Sud. Elle est désormais de +3,3% en 2021 (et de -7,8% en 2020). En suivant ces prévisions, si le nouveau confinement est neutre sur le PIB du premier trimestre 2021 (PIB au même niveau que le T4 2020 par rapport à l’avant-crise, soit -6%), alors le PIB sud-africain devra croître de 4,1% en moyenne par trimestre entre le T2 et le T4 (en variation trimestrielle) pour atteindre +3,3% sur l’année. Il est donc important que les mesures sanitaires permettent de maîtriser l’épidémie d’ici le deuxième trimestre 2021, pour réaliser le modeste rebond espéré par la Banque mondiale. En 2022, l’institution prévoit une croissance de 1,7% qui placerait l’économie sud-africaine 3,1% en dessous de son niveau de 2019.



Géo-économie

News géo-économiques

Construction de logements en Cisjordanie dans un contexte électoral – Le Premier ministre israélien, Benjamin Netanyahu, en campagne électorale pour les élections législatives du 23 mars, a récemment annoncé la construction de près de 800 logements dans des colonies de Cisjordanie. Cette décision n'entrera toutefois pas en vigueur immédiatement et pourrait être contestée en justice par des organisations militant contre la colonisation.

L'annonce est intervenue à quelques jours de l'investiture de Joe Biden à la présidence des États-Unis. Ce dernier a exprimé son souhait d'œuvrer en faveur de la création d'un État palestinien et n'est pas favorable à l'expansion des implantations israéliennes en Cisjordanie occupée. Netanyahu pourrait chercher à séduire un électorat de droite, alors que les élections législatives approchent et que Gideon Saar, candidat pro-colonisation, concurrence le Premier ministre dans les sondages.

Plus de 450 000 Israéliens résident dans des implantations en Cisjordanie où 2,8 millions de Palestiniens vivent. Au regard du droit international, l'établissement de colonies dans les territoires palestiniens occupés depuis 1967 par Israël est illégal. Un tel mouvement a toutefois été poursuivi par toutes les administrations israéliennes depuis 1967, mais a été accéléré par Netanyahu, en particulier depuis la victoire de Donald Trump à la présidentielle américaine en 2016 qui a fermement soutenu son allié israélien en ce sens. En 2019, les États-Unis ont annoncé ne plus considérer les colonies comme étant une violation du droit international. En novembre, Mike Pompeo, le secrétaire d'État américain s'est rendu dans une colonie de Cisjordanie. La nouvelle administration Biden va prochainement rendre publique sa politique étrangère pour le Moyen-Orient. Les États-Unis devraient retrouver une place plus prépondérante et interventionniste dans la politique régionale.

Pénuries d'eau en Turquie, de potentielles conséquences politiques ? – Istanbul ne dispose plus que d'une quarantaine de jours de réserves en eau. La capitale économique de 16 millions d'habitants fait face à une sécheresse inédite. Les barrages, réserves d'eau de la ville, sont asséchés en raison de précipitations très inférieures à la moyenne et ne sont remplis qu'à 20% de leur capacité rapporte le quotidien Habertürk¹⁰. La qualité de l'eau s'en trouve également affectée. La production agricole pourrait être menacée, si les conditions climatiques persistent.

La métropole dont la population est en forte hausse a connu un développement économique très rapide

au détriment de l'environnement. 2,5 millions d'arbres ont été abattus au nord d'Istanbul pour la construction du troisième aéroport de la ville. La situation pourrait être aggravée par le projet porté par le président turc Erdogan de dédoubler le détroit du Bosphore pour créer un canal artificiel reliant la mer de Marmara à la mer Noire et traversant Istanbul. Des lacs et des nappes phréatiques pourraient être détruits, des stations d'épuration et de traitement de l'eau déplacées.

Renforcement de la présence de Huawei en Arabie saoudite – Huawei prévoit de construire son plus grand magasin en dehors de Chine (« *flagship store* ») en Arabie saoudite. Le géant chinois de la technologie aura ainsi un accès direct aux consommateurs dans un pays où la demande en produits et services digitaux est croissante. En octobre dernier, l'Autorité saoudienne pour les données et l'intelligence artificielle (ASDIA) a signé un protocole d'accord avec Huawei (mais aussi Alibaba) sur l'intelligence artificielle (IA). Avec son plan Vision 2030, le prince héritier Mohamed Ben Salman ambitionne de mener une transformation numérique à l'échelle du pays et transformer les villes saoudiennes en « *smart cities* ». Huawei et l'ASDIA avaient également signé un mémorandum d'entente en vue de permettre la reconnaissance de la langue arabe et de ses caractères manuscrits. Le groupe chinois avait donc déjà été identifié comme un partenaire-clé pour le développement de l'IA dans le royaume. Zain KSA, la branche saoudienne du groupe des télécoms Zain a signé un accord avec Huawei, afin de diffuser la 5G à partir de la technologie du groupe chinois.

Pourtant, les États-Unis ont enjoint avec force leurs alliés, dont l'Arabie saoudite fait partie, à boycotter Huawei des appels d'offres visant à construire l'infrastructure 5G sur fond d'accusation d'espionnage au profit des autorités chinoises.

L'unité européenne en matière de vaccins mise à mal ? – Le Premier ministre hongrois Viktor Orban est très critique à l'égard de la campagne de vaccination européenne. Selon lui, la lenteur des achats de vaccins et leur distribution menacerait la reprise économique dans le pays et il fait l'éloge des vaccins russes et chinois. La semaine dernière, le gouvernement hongrois a annoncé la signature d'un accord avec le groupe pharmaceutique chinois Sinopharm pour acheter son vaccin. La Hongrie deviendrait ainsi le premier pays de l'UE à se doter d'un vaccin chinois. Le gouvernement a également signé un décret qui autorise l'approvisionnement en vaccins à l'étranger, outrepassant ainsi l'initiative européenne

¹⁰ Istanbul à quarante jours de la pénurie d'eau, Courrier International, janvier 2021

centralisée d'achat de doses de vaccins contre la Covid-19.

Lancement de la campagne de vaccination en Inde – La campagne de vaccination contre la Covid-19 en Inde a commencé depuis le 16 janvier et représente un immense défi logistique dans un pays où les infrastructures routières ne sont pas toujours performantes. Les autorités prévoient de vacciner 300 millions de personnes d'ici juillet. L'Inde est le deuxième pays le plus touché par la pandémie après les États-Unis : plus de 10 millions d'Indiens seraient contaminés et plus de 150 000 sont morts. Deux vaccins « *Made in India* » sont disponibles et ont fait l'objet d'une approbation en urgence : Covishield, mis au point par AstraZeneca et l'Université d'Oxford et Covaxin développé par le groupe indien Bharat Biotech et le Conseil indien de la recherche médicale. La population indienne est méfiante à l'égard de ce dernier : il a été autorisé par les autorités avant d'avoir rempli la dernière phase d'essais cliniques (la phase 3). L'agence indienne indépendante de surveillance du secteur pharmaceutique AIDAN s'est déclarée « choquée » par cette décision. Trois jours à peine après le lancement officiel de la campagne de vaccination, Bharat Biotech a publié sur son site web une fiche d'information déconseillant le vaccin à certaines catégories de la population, dont les personnes souffrant d'allergies, d'un faible système immunitaire ou encore aux femmes enceintes. Bharat Biotech cherche à promouvoir son vaccin à l'international, au Brésil notamment. Le Premier ministre Narendra Modi s'emploie à dissiper les craintes de la population à l'égard des vaccins : se faire vacciner est présenté comme un acte de patriotisme.

L'initiative Covax, où en est la coopération mondiale en matière de vaccins ? – 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 de financement est intégré dans un dispositif plus large, Accélérateur ACT qui n'a reçu que 2,5 milliards d'euros sur les 32 nécessaires¹¹. Selon Suerie Moon, codirectrice de l'IHEID de Genève interrogée par Le Monde, les pays participants ont des difficultés à faire preuve de solidarité internationale en mobilisant une partie de leurs ressources au bénéfice des nations les plus vulnérables. À cet égard, la stratégie européenne est révélatrice : elle vise en priorité à sécuriser les besoins des pays de l'UE en procédant à des précommandes de candidats vaccins, alors même que le but de Covax est précisément d'assurer à

tous les pays l'égalité de l'accès aux vaccins dès leur mise sur le marché. La signature d'accords bilatéraux avec les laboratoires par de nombreux pays assèche les stocks qui seront *in fine* disponibles pour les pays à revenu faible et intermédiaire. Ces derniers semblent avoir conscience des limites du mécanisme Covax et signent eux-mêmes des accords bilatéraux avec les laboratoires chinois et russes. Ni la Chine ni la Russie ne font partie de l'initiative.

Élections au Kazakhstan – Les élections législatives au Kazakhstan du 10 janvier confirment la prédominance du parti au pouvoir *Nur Otan*, vainqueur de l'élection avec 71,1% des voix. Selon *Fitch Ratings*, elle est synonyme de continuité en matière de politique économique. L'absence d'une véritable opposition souligne les faiblesses du processus politique. Le parti de centre-droit *Ak Zhol* (11% des voix) et le Parti populaire du Kazakhstan d'extrême-gauche (9,1%) ont tous les deux exprimé leur soutien au président Tokaïev ayant pris la place de Nazarbaïev en 2019. L'unique formation d'opposition, le Parti national social-démocrate (NSDP) a boycotté le scrutin.

Les précédents efforts politiques pour améliorer le climat des affaires et la gouvernance se reflètent dans les indicateurs de gouvernance mondiale. Le score du Kazakhstan a été significativement amélioré en termes de « *government effectiveness* » et « *control of corruption* », deux des six *worldwide governance indicators* (WGI) de la Banque mondiale. En revanche, les réformes politiques demeurent insuffisantes.

Selon les observateurs de l'Organisation pour la sécurité et la coopération en Europe (OSCE), les élections législatives n'ont pas permis aux électeurs d'exprimer authentiquement leurs préférences politiques. Les indicateurs de gouvernance au Kazakhstan demeurent faibles comparés aux autres pays de la catégorie « BBB ».

Lancement de la campagne de vaccination au Brésil sur fond de rivalités politiques – Dimanche, l'autorisation en urgence de deux vaccins, le « CoronaVac » du groupe chinois Sinovac et le vaccin d'AstraZeneca et de l'Université d'Oxford, a été adoptée par l'agence de régulation brésilienne. Le « CoronaVac » est pour le moment le seul vaccin disponible au Brésil grâce à un partenariat entre Sinovac et l'État de Sao Paulo, les prérogatives de santé dans le pays étant en partie locales. La campagne de vaccination nationale va officiellement débiter le 21 janvier. Elle aurait pris du retard en raison de rivalités politiques, notamment entre le président Jair Bolsonaro et Joao Doria, le gouverneur de Sao Paulo. Le Brésil est le deuxième pays

¹¹ Vaccins contre le Covid-19 : « De nombreux pays ont déjà réservé leur part du gâteau en passant des accords bilatéraux », Le Monde, septembre 2020

qui compte le plus de morts de la Covid-19 (210 000) après les États-Unis.

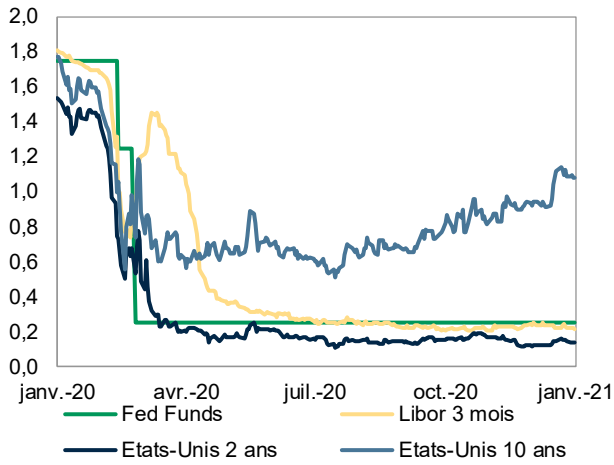
Sanctions américaines contre le régime vénézuélien avant le départ de Donald Trump – Le dernier jour de la présidence Trump a été marqué par de nouvelles sanctions financières ciblant des personnes et des entités accusées de former un réseau en vue de contourner l'embargo américain contre le pétrole vénézuélien. Le Trésor américain a ciblé trois individus, quatorze entités et six bateaux,

tous suspectés d'aider la compagnie pétrolière publique vénézuélienne PDVSA à vendre son pétrole en violation des sanctions américaines. La politique américaine à l'égard du Venezuela ne devrait pas fondamentalement évoluer avec l'administration Biden. Le secrétaire d'État nommé, Antony Blinken, a exprimé, lors de son audition au Sénat, son soutien à la décision américaine de reconnaître Juan Guaidó, opposant et rival de Nicolas Maduro, comme représentant légitime du pays.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

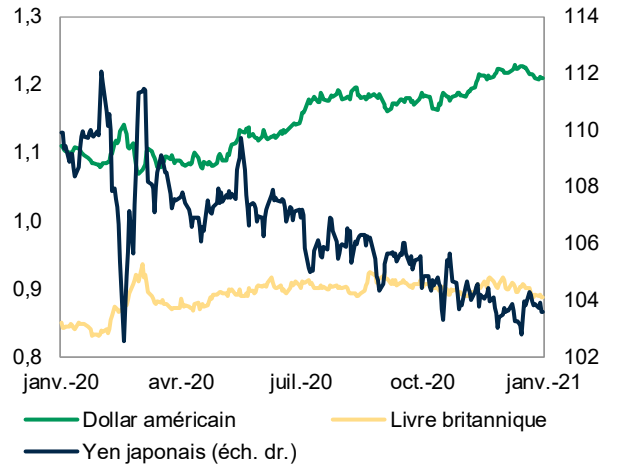
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

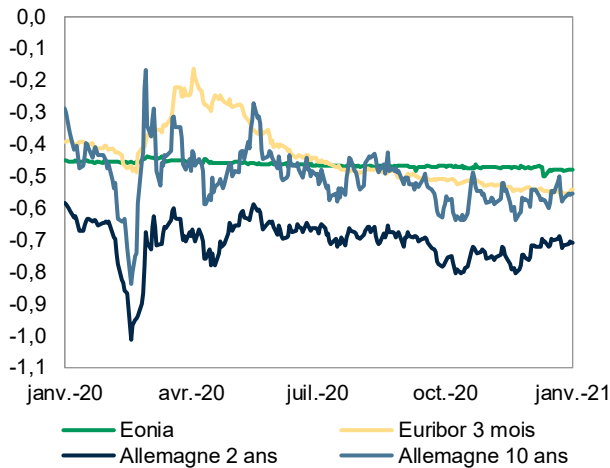
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

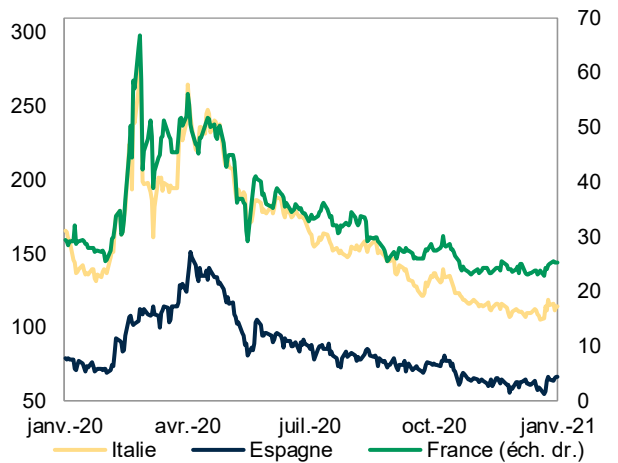
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

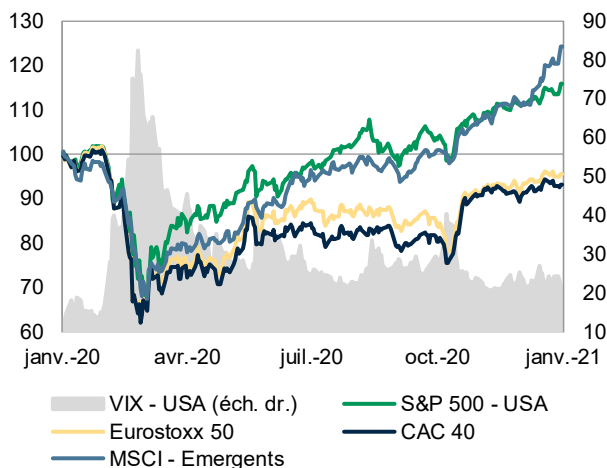
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

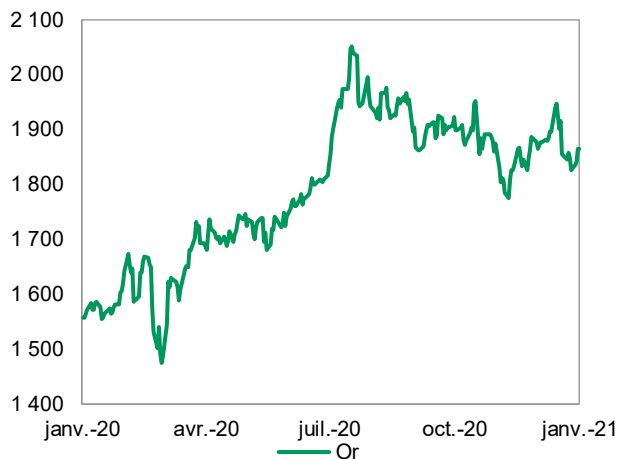
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

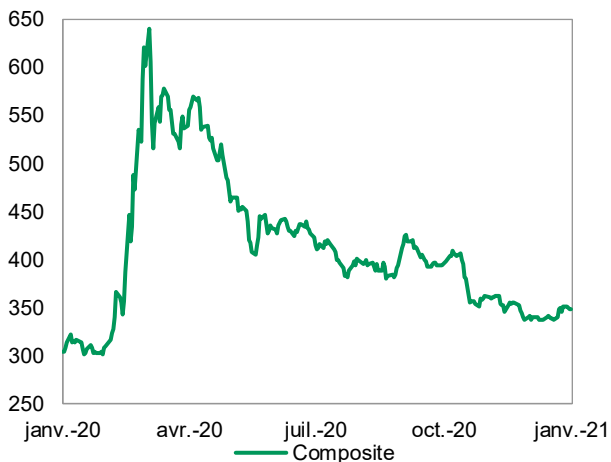
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

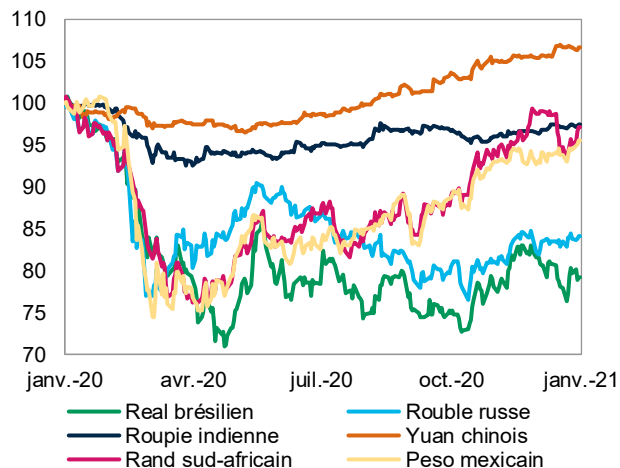
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

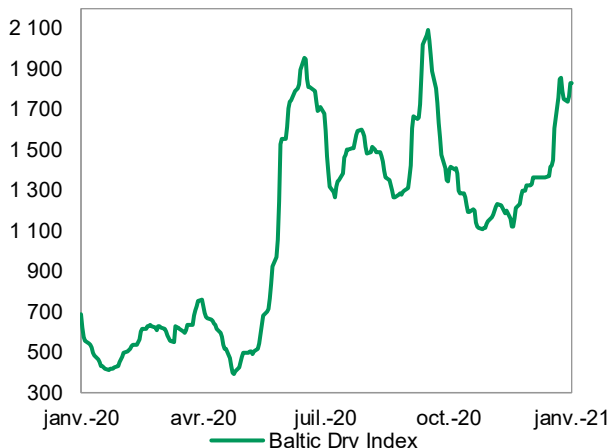
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

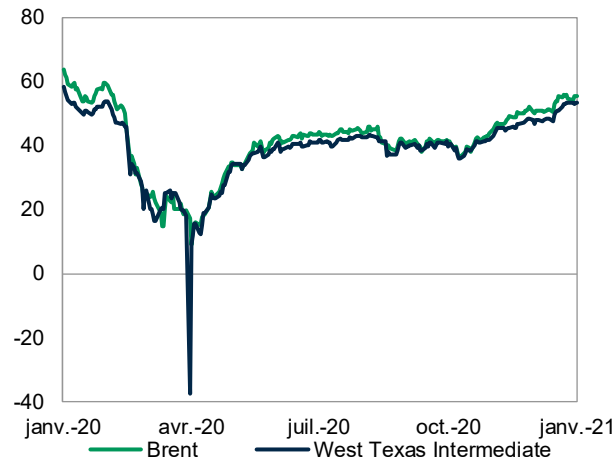
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

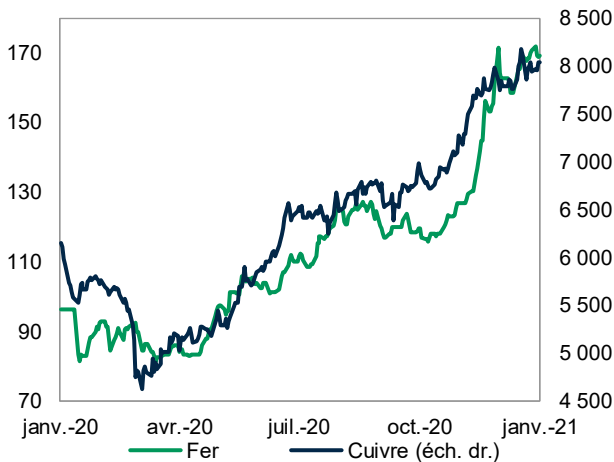
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

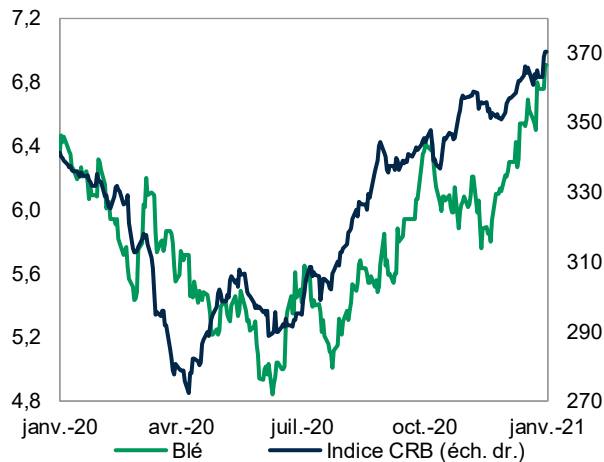
USD/tonne métrique



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
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
19/01/2021	<u>Mexique – Au-delà des chiffres "purs", la gouvernance</u>	Mexique
18/01/2021	<u>Italie – Conjoncture Flash : comptes des secteurs institutionnels au troisième trimestre</u>	Italie
18/01/2021	<u>Allemagne – L'élection du nouveau chef du parti conservateur confirme le choix de la continuité</u>	Allemagne
15/01/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/01/2021	<u>2021 : année charnière</u>	UE
12/01/2021	<u>Europe centrale et orientale – Aperçu de l'état de la démocratie</u>	PECO, UE
11/01/2021	<u>Fintech Outlook T4 et bilan 2020 - L'année des licornes</u>	Fintech
11/01/2021	<u>Italie – Chronique de la vie politique : de la crise pilotée à la crise ouverte</u>	Italie
08/01/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/01/2021	<u>Scénario macro-économique 2021-2022 : au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

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

Zone euro : Pierre 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.