

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/233 – 25 septembre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'impatience des marchés financiers sur la sortie de crise !</i>	1
☞ <i>Rivalité géopolitique États-Unis-Chine : l'écologie instrumentalisée dans la bataille du multilatéralisme ?</i>	3
☞ <i>News géopolitiques</i>	4
☞ <i>Zone euro : une reprise d'activité qui s'essouffle à la fin du troisième trimestre</i>	5
☞ <i>France : signaux mitigés pour le climat des affaires en septembre</i>	5
☞ <i>Allemagne : des finances publiques enfin mises au service d'une croissance durable</i>	6
☞ <i>Chronique de la vie politique italienne : l'heure des bilans</i>	7
☞ <i>Espagne : agences de notation, derniers mouvements</i>	8
☞ <i>Royaume-Uni : un plan d'hiver pour soutenir les « emplois viables »</i>	10
☞ <i>Turquie : crise de confiance</i>	12
☞ <i>Hongrie : tensions économiques sur un fond politique déjà tendu</i>	13
☞ <i>Vietnam : une résistance à toute épreuve</i>	14
☞ <i>Tunisie : l'impact très douloureux de la crise sur l'économie</i>	15
☞ <i>Gabon : à peine sorti d'un plan FMI, le pays de nouveau en difficulté</i>	15

☞ L'impatience des marchés financiers sur la sortie de crise !

Les marchés actions ont vécu de nouveaux soubresauts cette semaine que ce soit outre-Atlantique ou sur le Vieux Continent. Aux États-Unis, la croissance de l'activité du secteur privé a ralenti au mois de septembre suggérant une perte de vitesse de la première économie mondiale en proie à une recrudescence de l'épidémie. L'approche de la présidentielle américaine en novembre et la possibilité que Donald Trump (aujourd'hui en retard de huit points dans les sondages face à son rival démocrate) puisse contester ou différer les résultats de l'élection comme évoqué lors d'une interview, ont fait frémir les investisseurs qui se sont détournés des actifs risqués. Les ajustements baissiers des valeurs technologiques se sont ainsi poursuivis sur le Nasdaq (-2% sur la semaine) et l'indice S&P500 a cédé plus de 2,2%. D'autre part, la bataille politique entre républicains et démocrates pour imposer un candidat au poste de juge de la Cour suprême, laissé vacant après le décès de Ruth Bader Ginsburg, a repoussé au second plan la question d'un plan de relance supplémentaire tant espéré.

Enfin, la hausse surprise des nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage (+800 000 personnes) à l'opposé des attentes du consensus (qui anticipait une baisse de 840 000 personnes), est venue accréditer les soupçons d'une sortie de crise plus difficile et d'un essoufflement précoce de l'activité américaine.

En Europe, l'indice d'activité de la zone euro a marqué un net ralentissement alors que le climat des affaires allemand a continué de progresser en dépit des craintes d'un tassement des activités de services. Les annonces d'un reconfinement partiel de certains quartiers de Madrid et la fermeture avancée ou totale des bars et restaurants dans plusieurs régions de France ont alimenté, là aussi, la crainte d'une deuxième vague qui plongerait à nouveau ces économies dans la tourmente (l'Eurostoxx a perdu 5%).

Dans ce contexte d'aversion élevée au risque, les obligations souveraines ont été plébiscitées. Le rendement du Bund allemand à 10 ans et celui de

son homologue américain de même échéance ont perdu chacun 4 points de base tandis que la prime de risque italienne s'est davantage réduite. L'euro s'est déprécié de 1,9% face au dollar en raison du durcissement des mesures face à la propagation du virus en Europe tandis que la monnaie unique s'est stabilisée face à la livre sterling en dépit des risques commerciaux liés au Brexit. Enfin, le prix du baril de

pétrole brut en mer du Nord (Brent) a chuté de 2,7% pour se fixer à 42\$, une chute alimentée par le récent essoufflement de la reprise économique américaine et européenne.

Géopolitique

Rivalité géopolitique États-Unis-Chine : l'écologie instrumentalisée dans la bataille du multilatéralisme ?

Dans son discours prononcé le 22 septembre dans le cadre virtuel de l'Assemblée générale des Nations unies, le président chinois s'est engagé à la neutralité carbone d'ici 2060. Pour la première fois, la Chine, premier producteur mondial de gaz à effet de serre, se fixe un objectif chiffré en faveur du climat. Cette annonce a des dimensions évidemment géopolitiques car elle s'inscrit en opposition avec les États-Unis de Donald Trump, qui sont sortis de l'Accord de Paris et ont dénoncé le Fonds vert pour le climat. *De facto*, la Chine souligne l'isolement des États-Unis, désormais le seul grand émetteur de CO₂ à ne pas avoir d'objectif de neutralité carbone.

Plus généralement, le discours chinois est révélateur des différentes stratégies des deux puissances à l'égard des institutions multilatérales internationales et cette différence se déploie en fait depuis des années (on se souvient du discours de Xi à Davos). En fait, la Chine a une stratégie constante : tout en déployant sa propre initiative de géostratégie à travers la route de la soie, elle investit massivement les organismes internationaux *via* un engagement budgétaire ou *via* la nomination de représentants à des postes clés. Ainsi, elle valide une posture officielle en faveur du multilatéralisme, mais cela aide aussi à faire valoir ses intérêts. Et en parallèle, elle essaie de promouvoir sa propre conception du multilatéralisme dans les discours – le thème de la relation gagnant-gagnant – qui entourent toute l'architecture de la route de la soie (mais c'est un autre sujet, complexe, fait de discours, d'investissements, mais aussi de dettes croissantes de la plupart des pays concernés...). Il n'en reste pas moins un fait important : il y a 20 ans, la Chine contribuait à hauteur de 2% au budget des Nations unies. Aujourd'hui, elle est le deuxième contributeur, à hauteur de 12% du total.

Des représentants chinois sont désormais à la tête de quatre agences spécialisées des Nations unies sur un total de 15. En juin 2019, Qu Dongyu a été élu à la tête de l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) dès le premier tour. Surtout, Pékin a identifié les organismes internationaux de production de normes techniques (ISO, IEC, ITU) comme priorité stratégique. La présence chinoise s'y est ainsi considérablement accrue à deux niveaux. D'un côté, la participation dans les comités techniques est de plus en plus importante. De l'autre, la Chine est davantage représentée dans les organes dirigeants (un Chinois a été élu président de l'IEC en janvier 2020). **Clairement, Pékin a conscience qu'imposer ses**

normes techniques au reste du monde assure la maîtrise des technologies clés qui en dépendent.

A l'opposé, les États-Unis dénoncent les organisations multilatérales *via* un désengagement budgétaire ou un désengagement total, dans la droite ligne des analyses de Paul Kennedy à propos de l'« imperial overstretch », syndrome des grandes puissances que le contrôle économique et militaire de leurs espaces stratégiques épuise financièrement. Début septembre, l'administration américaine a ainsi fait savoir qu'elle ne verserait pas la dernière contribution financière due à l'Organisation mondiale de la santé, en amont d'un retrait de l'Institution annoncé en juillet dernier. Le président Trump a laissé sous-entendre qu'il pourrait quitter l'Organisation mondiale du commerce après la décision rendue par le panel de l'OMC le 15 septembre, qui a estimé que les États-Unis avaient enfreint les règles du commerce international en imposant des droits de douane sur plus de 200 milliards de dollars de produits chinois en 2018. La Chine n'a pas manqué de réagir en rappelant son engagement à l'égard du système commercial multilatéral. C'est une victoire pour elle.

Mais la stratégie américaine est complexe : la dénonciation des structures multilatérales de coopération s'accompagne d'une véritable politique de contre-influence. Le 12 septembre, Mauricio Claver-Carone, candidat américain a ainsi été investi à la tête de la Banque interaméricaine de développement (BID), et il s'agit d'une véritable poussée antichinoise de la part des Américains. Le nouveau président de la BID souhaite ainsi contrer l'influence chinoise en Amérique latine, et il a exprimé la volonté que la BID supplante la Chine et devienne le premier prêteur de la région. Les États-Unis ont également manifesté leur intérêt pour la direction de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE).

Quant à l'ONU, les États-Unis et la Chine se livrent à une guerre des mots mais le choix du vocabulaire aux Nations unies est stratégique, les conventions et traités étant interprétés différemment selon les mots choisis. Et de cette interprétation dépend l'allocation des financements. Les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, l'Inde, le Canada et l'Australie – tous alliés des États-Unis – ont rejeté la phrase « *our vision for a common future* » qui figurait dans la déclaration marquant le 75^e anniversaire des Nations unies, votée en Assemblée générale en juillet, au titre qu'elle reprenait la rhétorique chinoise.

☑ **Notre opinion** – Le débat sur le multilatéralisme est un énorme sujet qui va nous occuper longtemps, l'un des plus importants des prochaines années, car il renvoie à la forme de mondialisation – ou de démondialisation – qui va s'établir. Il traverse en profondeur les élections américaines, puisque l'on sait déjà que la posture de Biden ou de Trump sera très différente sur ce sujet – alors qu'elle le sera sans doute beaucoup moins sur des enjeux stratégiques à long terme.

D'une certaine façon, ce débat fait écho, en termes institutionnels, à la question des chaînes de valeur en termes économiques : comment peut et va s'organiser un nouvel équilibre de puissance, en conservant certains héritages et indépendances incontournables de la phase d'hyper-mondialisation, tout en respectant les nouveaux impératifs de souveraineté stratégique... La bataille pour les postes dans les grandes institutions est donc une sorte d'affrontement pied à pied « sur le terrain » mais elle est très importante : c'est à la fois une bataille de *soft power*, un enjeu d'alliance, mais aussi une question stratégique essentielle pour les années à venir dans la construction normative du monde.

👉 News géopolitiques

Accord Israël - Pays du Golfe – Suite à la signature de l'accord de normalisation entre Israël et les Emirats Arabes Unis, puis Bahreïn, des spéculations ont fleuri autour de l'idée que les autres pays du Moyen-Orient pourraient suivre le chemin des deux États du CCG. Leur origine provient des déclarations de la présidence américaine annonçant que cinq autres pays de la région seraient sur la liste d'un futur accord. C'est dans ce cadre que le Koweït a tenu officiellement à démentir tout processus de rapprochement avec Israël.

☑ **Notre opinion** – Comme dans le cas de l'Arabie, il est clair que les dirigeants des pays de la région doivent tenir compte des opinions publiques concernant la question palestinienne avant de décider un tel rapprochement. Que D. Trump le veuille ou pas, le déplacement géopolitique de la région ne peut qu'être lent et complexe. Et certainement pas au rythme des élections américaines.

Sanctions américaines – Le Trésor américain a lancé des sanctions contre Union Development Group (UDG), entreprise d'État chinoise construisant un complexe aéroportuaire, portuaire et hôtelier dans un parc naturel au Cambodge, dans le contexte de la *Belt and Road Initiative* (BRI). Le Trésor estime que le projet pourrait accueillir des ressources militaires chinoises. Mike Pompeo parle de menace pour « la stabilité de la région indopacifique ».

Le *Global Magnitsky Human Rights Accountability Act* a été invoqué pour saisir une partie des avoirs de l'entreprise aux États-Unis et pour interdire aux personnes et entités américaines de nouer des liens commerciaux avec UDG et ses filiales. Le porte-parole du ministère des Affaires étrangères chinois dénonce « l'hypocrisie » américaine alors que « les États-Unis ont plus d'une centaine de bases militaires dans plus de 150 pays ».

☑ **Notre opinion** – Très clairement, les États-Unis visent des entreprises impliquées dans le projet BRI, perçu par les États-Unis comme un instrument au service de la Chine pour déployer son influence géostratégique. Le mois dernier, le département d'État avait sanctionné China Communications Construction Company (CCCC), entreprise d'État

chinoise très active dans les projets de la BRI. Ces sanctions appartiennent à un problème plus vaste de « géostratégie » : bloquer l'avancée chinoise, contrôler les verrous essentiels.

Sanctions américaines – Mercredi 9 septembre, au Michigan, Joe Biden a proposé une augmentation des impôts sur les bénéfices des entreprises américaines réalisés à l'étranger, une surimposition des entreprises américaines qui produisent à l'étranger et vendent aux États-Unis et la mise en place d'allègements fiscaux pour les entreprises manufacturières nationales (sous la forme d'un crédit d'impôt à hauteur de 10%). Il a également annoncé, qu'une fois élu, il signerait des décrets pour renforcer le recours aux produits américains dans le cadre des contrats fédéraux.

Sur le site officiel de la campagne de Joe Biden, les expressions « Buy American », « Make it in America », « Innovate in America » apparaissent en caractères gras. Dans la catégorie « Make it in America », le candidat démocrate souhaite revitaliser l'industrie manufacturière américaine (2 millions d'emplois pourraient être créés). En termes de fiscalité, il est question d'actions « agressives » à prendre contre la Chine ou tout autre pays cherchant à nuire à l'industrie manufacturière américaine (*via* la manipulation de la monnaie, le dumping, les aides d'État, etc.).

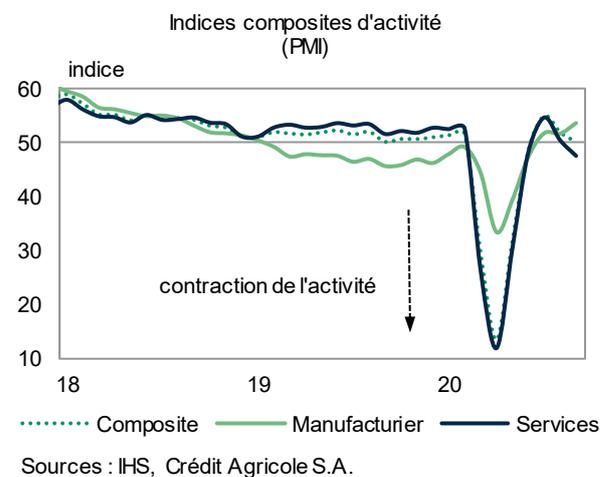
☑ **Notre opinion** – Sur ce sujet, Joe Biden ne semble pas s'inscrire dans une réelle rupture par rapport à Donald Trump : la question de l'ascension de la puissance chinoise figure également en tête de ses priorités de politique étrangère, et de façon très explicite. La différence avec Donald Trump réside plutôt dans l'attachement déclaré de Joe Biden au multilatéralisme et à la nature du système d'alliances, qu'il saura et pourra réactiver s'il est élu. Mais si ces dernières se rebâtissent sur l'idée d'un front uni contre la Chine, cela limitera *de facto* la vision multilatérale de J. Biden. Mais il est probable que l'arbitrage multilatéralisme/alliance contre la Chine ne se déploie pas de la même façon selon les sujets (écologie, technologie, militaire, etc.).

Zone euro

Zone euro : une reprise d'activité qui s'essouffle à la fin du troisième trimestre

L'indice composite d'activité en zone euro s'est réduit à 50,1 points au mois de septembre (après 54,9 pts en juillet et 51,9 pts en août), reflétant ainsi un ralentissement de la croissance de la zone qui termine le trimestre sur une quasi-stagnation d'après les enquêtes effectuées auprès des directeurs d'achat (PMI). Cet essoufflement résulte essentiellement des activités de services dont l'indice signale un retour en phase de contraction au mois de septembre (à 47,6 pts) après seulement deux mois de rétablissement en zone d'expansion. Cette dégradation des activités de services se manifeste en raison de la recrudescence de cas infectieux dans différents pays, obligeant les pouvoirs publics à renforcer les mesures de distanciation sociale pour éviter une deuxième vague épidémique, ce qui se traduit par une baisse des services aux consommateurs. A l'inverse, les activités industrielles font preuve d'un dynamisme grandissant au mois de septembre, l'indice atteignant son plus haut niveau depuis août 2018. Les commandes industrielles allemandes et notamment celles à l'exportation tirent le secteur depuis le début du mois de juillet. Toutefois, l'emploi demeure en recul dans les deux secteurs sondés pour le sixième mois consécutif même si la contraction s'avère moindre comparativement au creux de la crise sanitaire d'avril dernier. Les prix entrant dans le processus de production continuent de croître, même modestement, tandis que les prix sortant reculent plus fortement, ce qui pèse sur les marges des entreprises. L'Allemagne

réussit une nouvelle fois à tracter la croissance économique de la zone grâce à une vigoureuse reprise de son secteur industriel, tandis que la France repasse en zone de contraction sous l'effet du recul des services qui n'est pas compensé par le léger frémissement du secteur industriel. L'indice du climat des affaires allemand (Ifo) du mois d'août confirme cette embellie du secteur industriel (au plus haut depuis 6 mois) et une amélioration des perspectives à court terme notamment industrielles (plus haut niveau depuis janvier 2018). Des résultats qui sont jugés encourageants dans un contexte de reprise qui demeure sujette à un grand nombre d'interrogations.



✓ Notre opinion – *Le troisième trimestre devrait concrétiser un net rebond attendu de la croissance du PIB après un fort recul enregistré au T2, c'est du moins ce que suggère l'indice d'activité global de la zone euro sur l'ensemble du trimestre. Toutefois, le récent ralentissement observé fait craindre une rechute de l'activité au T4 si cette tendance se poursuit dans les prochains mois. Même si l'activité industrielle semble redémarrer promptement, les activités de services sont toujours pénalisées par un certain nombre de mesures restrictives pesant dans différents pays. La progression des nouvelles infections en France et en Espagne se traduit par des mesures plus contraignantes pour l'activité économique de ces pays et une croissance potentiellement moindre que celle espérée.*

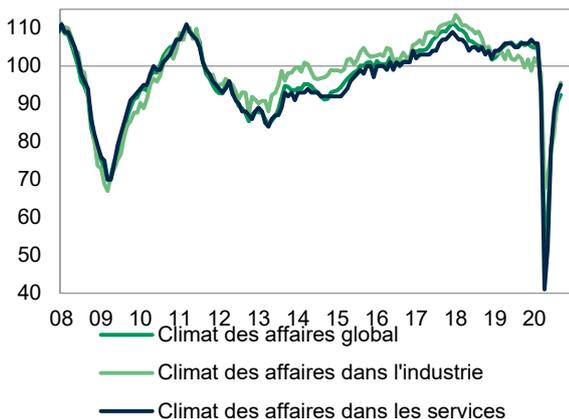
France : signaux mitigés pour le climat des affaires en septembre

Le climat des affaires Insee progresse à nouveau en septembre. Dans l'industrie, l'indice gagne 4 points et atteint 96, se rapprochant ainsi de sa moyenne de long terme (100). En s'intéressant au détail des soldes d'opinion composant l'indice, on observe une hausse particulièrement marquée de l'opinion sur la production passée ainsi qu'un remplissage des carnets de commandes même si le solde d'opinion reste à un niveau inférieur à sa moyenne historique. Les perspectives sur l'emploi s'améliorent également mais à un rythme moins soutenu que sur les derniers mois. A l'inverse, le solde d'opinion sur les perspectives de production dans les trois prochains

mois recule, témoignant ainsi de l'incertitude entourant la reprise de l'activité.

Dans les services, le climat des affaires progresse également passant de 92 en août à 95 en septembre. Comme dans l'industrie, le solde d'opinion sur l'activité passée continue sa nette reprise en retrouvant sa moyenne historique. C'est le moteur principal de l'amélioration du climat des affaires en septembre. Le rebond de l'épidémie pèse en revanche sur les perspectives d'activité. Les soldes d'opinion sur la demande prévue et sur l'activité prévue pour les mois à venir déclinent.

Climat des affaires INSEE

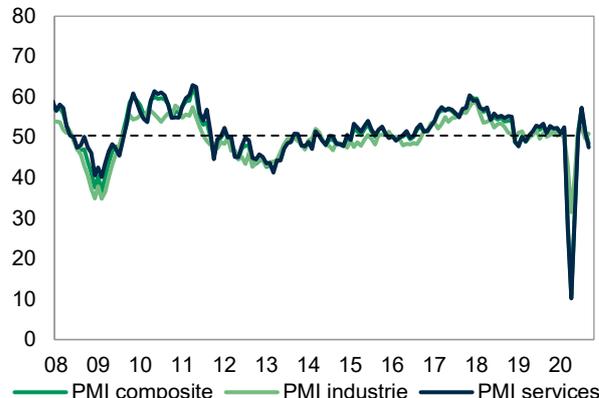


Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats transmettent des signaux légèrement plus négatifs. Le PMI composite accuse un net recul. A 48,5 en septembre, il repasse en zone de contraction de l'activité (inférieur à 50). Le recul de l'indice

composite est dû à la nette baisse du climat des affaires dans les services, l'indice perd en effet 4 points et atteint 47,5 alors que dans l'industrie manufacturière, le PMI progresse et repasse en zone d'expansion à 50,9 (après 49,8 en août).

Indices PMI



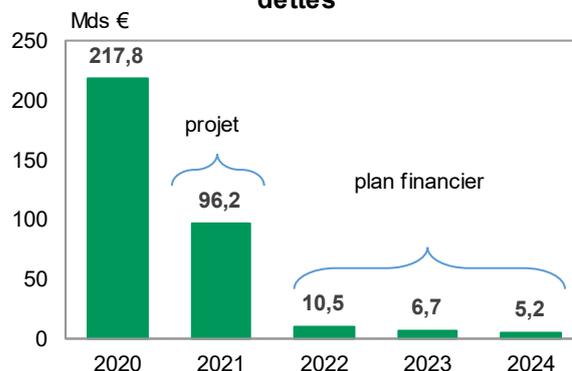
Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – Alors que la demande en biens est nettement répartie depuis la fin du confinement au mois de mai, la reprise partielle de l'activité dans les services est déjà mise à mal. La hausse des cas de Covid-19 au cours des dernières semaines, l'incertitude entourant la résolution de la crise sanitaire ainsi que les mesures à adopter dans les lieux publics pénalisent l'activité dans les services. Cette semaine, l'horizon s'est à nouveau assombri pour certains secteurs et en particulier la restauration et l'événementiel. Les bars et restaurants devront fermer à 22h dans plusieurs villes à partir du 28 septembre et seront même totalement fermés dans les zones où la propagation de l'épidémie est la plus rapide et où les services hospitaliers sont très sollicités (région d'Aix-Marseille et la Guadeloupe, dans un premier temps). Ces mesures vont freiner la reprise pour les secteurs concernés et risquent également de dégrader à nouveau la confiance des ménages et de réduire la demande des consommateurs qui sont appelés à la prudence et à la distanciation sociale. La hausse des défaillances de PME fin 2020-début 2021 risque également d'être plus forte que prévu, même si de nouvelles mesures de soutien seront probablement mises en place.

Allemagne : des finances publiques enfin mises au service d'une croissance durable

Le gouvernement fédéral allemand a approuvé le projet budgétaire du ministre des Finances Olaf Scholz qui prévoit un endettement supplémentaire de 96,2 Mds € (soit 2,6% du PIB) en 2021, dérogeant ainsi pour la deuxième année consécutive à la règle du frein à l'endettement qui limite l'émission de nouvelles dettes à hauteur de 0,35% du PIB par an. Toutefois, le gouvernement entend respecter à nouveau cette règle inscrite dans la constitution dès 2022. Ce nouvel endettement est le deuxième plus important recours à la dette de l'histoire du pays post Seconde Guerre mondiale (après 218 Mds € en 2020, soit 6,4% du PIB). Il résulte bien évidemment des conséquences de la crise du coronavirus et des mesures de protection des salariés et de soutien aux entreprises, qui se poursuivront l'an prochain (supplément de dépenses de 47 Mds €) alimentant des dépenses déjà élevées, tandis que les recettes attendues reculent significativement (manque à gagner de 42,2 Mds €) en raison des difficultés des entreprises à retrouver rapidement leur croissance d'avant-crise dans un contexte de résorption incertaine du virus.

Allemagne: évolution des nouvelles dettes



Sources : Ministère des Finances, Crédit Agricole S.A.

Le taux d'endettement devrait ainsi atteindre 75% du PIB en 2021, soit un ratio inférieur à celui atteint après la crise financière où celui-ci avait atteint 82% du PIB en 2010. Le rapport financier à moyen terme révèle des dépenses supplémentaires de 91 Mds € de 2021 à 2024 et des pertes de recettes fiscales

atteignant 127,7 Mds € sur la même période. Le gouvernement allemand entend néanmoins poursuivre son offensive en matière d'investissements avec des hausses attendues de 55 Mds € en 2021 et de 48 Mds € chaque année entre 2022 et 2024. Une politique de l'investissement axée sur la promotion de l'intelligence artificielle, le développement de l'hydrogène, la numérisation dans le

système éducatif et la promotion des technologies de communication 5G. Pour financer cette restructuration de son économie, le gouvernement devra puiser dans le fonds de réserve pour les réfugiés à hauteur de 48 Mds € et de surcroît planifier de nouveaux emprunts s'élevant à 10,5 Mds € en 2022, à 6,7 Mds € en 2023 et 5,2 Mds € en 2024.

✓ Notre opinion – *Le recours attendu à un endettement élevé en 2021 résulte des effets délétères de la crise de la Covid-19 : dépenses supplémentaires pour sauvegarder le tissu productif et chute des recettes fiscales dont on n'attend pas un retour à leur niveau d'avant-crise avant 2023. Le respect de la règle du frein à l'endettement ne sera effectif qu'à partir de 2022 et cela au prix de l'épuisement de toutes les réserves financières économisées ces dernières années. La présentation du plan financier à moyen terme par un futur candidat à la chancellerie en 2021 est atypique car elle laisse les traces d'un endettement à long terme, que le futur élu devra gérer soit par une hausse impopulaire des impôts soit par un retour à l'austérité qui viendrait ternir les chantiers d'investissements souhaités par tous. Un délicat compromis budgétaire devra être trouvé par le prochain gouvernement pour satisfaire à la fois aux besoins de transformation de l'économie allemande et au financement croissant du régime de retraite qui plombe les dépenses.*

Chronique de la vie politique italienne : l'heure des bilans

Le week-end dernier les Italiens ont été appelés aux urnes. Le scrutin, qui s'est tenu sur deux jours (dimanche et lundi) afin de respecter les règles de distanciation sociale, incluait deux élections en une. Les élections régionales dans lesquelles le Val d'Aoste, la Campanie, la Ligurie, les Marches, les Pouilles, la Toscane et la Vénétie devaient désigner leur gouverneur et le référendum populaire sur la réduction du nombre de députés.

Les Italiens ont largement plébiscité la réforme constitutionnelle lors du référendum avec une nette victoire du « oui » (70%). Le résultat des régionales a donné lieu à quelques surprises. Le centre-gauche parvient à conserver la tête de trois régions : la Toscane, où il a été fortement challengé par la Ligue, les Pouilles et la Campanie. Le centre-droit a quant à lui dominé en Ligurie et en Vénétie et est parvenu à ravir la région des Marches à la gauche.

La Ligue

Le raz de marée prédit par la Ligue n'a pas eu lieu. L'écrasante victoire de Luca Zaia en Vénétie et le camouflet subit dans les régions du Sud devrait affaiblir le leadership de Matteo Salvini qui avait beaucoup misé sur la conquête de la partie basse de la botte. En réponse, le leader de la « Ligue premier pour Salvini » accélère la réorganisation du Parti en plein questionnement et annonce la mise en place d'un secrétariat politique.

M5S

Le M5S subit une nouvelle fois le désamour des électeurs (avec des scores de 10% en moyenne) mais semble, dans un premier temps, vouloir largement occulter sa déroute territoriale en mettant en avant la victoire au référendum. Cette dernière était pourtant largement prévue au vu de l'hétérogénéité et du manque d'organisation du camp opposé. Le gagnant du vote populaire semble

être Luigi Di Maio qui marque son retour sur le devant de la scène. Il pourrait revenir en force dans l'arène, lui, qui avait porté la campagne du « oui » sur le terrain. D'autant que l'exercice du pouvoir et la débâcle électorale mettent à l'épreuve un mouvement qui opère une mue à marche forcée se détachant progressivement de l'héritage idéologique monolithique conçu par Gianroberto Casaleggio et Beppe Grillo. Les cinq étoiles n'avaient pas attendu les élections pour étaler leurs divisions internes. Plus qu'une bataille pour désigner un *primus inter pares*, c'est la forme même de l'organisation du pouvoir qui doit être repensée entre direction collégiale et chef de parti unique. Mais comment ? L'omnipotence de la plateforme Rousseaux, organe de consultation du mouvement fait débat. L'ire parlementaire se concentre sur la figure de Davide Casaleggio, président de l'Association Rousseau, en charge de la plateforme de vote en ligne et fils du fondateur de l'Association mouvement 5 étoiles. Ce dernier n'a pas manqué de mettre de l'huile sur le feu avec une lettre adressée aux députés mi-septembre. Elle pointait du doigt les manquements de certains à leurs obligations financières et leurs conséquences sur la survie financière de la plateforme. Lors d'une Assemblée paritaire du Mouvement organisée cette semaine, Vitto Crimi, le chef politique du Parti a présenté trois scénarios permettant au M5S de sortir de l'impasse. Le premier implique le vote, sur Rousseau, d'un seul leader politique ; le second, un leadership collégial, toujours voté en ligne ; le troisième scénario, le plus crédité, partirait des territoires pour aboutir à des États généraux. Un processus qui pourrait débiter le 15 octobre et qui impliquerait également les élus locaux et les députés européens. Si congrès il y a, tout l'enjeu sera de ne pas empiéter sur le travail parlementaire et celui du gouvernement.

Parti démocrate

L'issue des élections devrait donner du répit au gouvernement après une rentrée politique chargée. Elle modifiera, sans conteste, les équilibres au sein de la majorité. Le pari de Nicola Zingaretti était osé. Ce dernier s'est en effet engagé à soutenir le projet de réforme constitutionnelle alors même que le PD l'avait contré à deux reprises. Ces victoires devraient donc donner plus de poids au PD pour faire plier son partenaire sur les sujets brûlants de cet automne tels que l'activation du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui devrait revenir sur la table. Pour le moment, Giuseppe Conte prône la neutralité et ne juge pas nécessaire de s'enliser dans ce débat alors même que le plan de relance national n'est pas

finalisé. L'accès à cette ligne de financement qui a été vidée de toutes règles de conditionnalité devrait permettre de réduire de façon conséquente les coûts de financement par rapport à une émission obligataire. Il permettrait à l'Italie à travers la ligne *Pandemic Crisis Support* d'avoir accès à près de 36 milliards d'euros dédiés aux financements des dépenses de santé et à la gestion de la pandémie. Ce prêt disponible immédiatement à un taux de 0,08% par an engendrerait une économie de près de 5 milliards d'euros d'intérêt (440 millions par an). Le M5S y reste farouchement opposé alors que les arguments viennent à lui manquer. Une coulèuvre de plus à avaler pour un parti au bord de la rupture et un électorat qui fond comme neige au soleil.¹

✓ Notre opinion – Conte II aura survécu. Nicola Zingaretti n'aurait pas demandé au président du Conseil de remaniement ministériel. L'échéance électorale passée, le gouvernement pourra à présent se concentrer sur l'élaboration du plan de relance dont la première mouture devrait être présentée fin septembre devant les deux Chambres. Dans un document préliminaire d'une quarantaine de pages remis au parlement le 15 septembre, Giuseppe Conte détaille les grandes lignes de ce qui devrait être le Plan national de reprise et de résilience. Ce dernier s'articule autour de trois axes stratégiques : la modernisation du pays, la transition écologique et l'inclusion sociale et territoriale. Avec des objectifs ambitieux tels que le doublement de la croissance italienne à 1,6%, l'augmentation des investissements publics jusqu'à 3% du PIB, les quelques pages présentées à la Commission des finances du parlement s'apparentent à une belle lettre d'intention et donnent peu de détails sur la politique à venir. Rendez-vous fin septembre.

Espagne : agences de notation, derniers mouvements

Les agences de notation de crédit Moody's et S&P Global ont décidé de maintenir leurs notes souveraines attribuées à l'Espagne, situées respectivement à Baa1 et A. Toutefois, les deux agences ont réagi différemment en ce qui concerne les perspectives de notation. Alors que Moody's l'a maintenue inchangé, S&P a décidé de la réviser à « négatif » en raison de la faiblesse économique causée par la crise, ainsi que de la possibilité de ne pas parvenir à un accord pour approuver un budget pour l'année prochaine.

Moody's a expliqué que bien que l'économie espagnole ait souffert de l'impact de la pandémie de coronavirus, le soutien du gouvernement, combiné aux efforts passés pour réduire les déséquilibres macroéconomiques et pour retrouver la compétitivité, devrait permettre une reprise économique solide l'année prochaine. L'agence estime que le ratio de la dette publique au PIB se stabilisera autour de 120% « dans les années à venir ». Bien qu'il s'agisse d'un niveau sans précédent pour le pays, la soutenabilité de la dette – en raison des faibles taux d'intérêt et de la dépendance réduite à l'égard du financement sur le marché obligataire – atténuera l'impact de l'augmentation de la dette sur l'évaluation de la solidité budgétaire du pays. Moody's a décidé de ne pas modifier les perspectives de notation car les effets à court terme de la pandémie n'auront pas d'effet à long terme sur la capacité de production de l'Espagne. Toutefois, le scénario de base de

Moody's se fonde sur l'hypothèse que la crise sanitaire peut être gérée sans qu'il soit nécessaire de recourir à des restrictions « larges et sévères » de la mobilité comme celles appliquées en avril et mai. Moody's estime que le PIB de l'Espagne va baisser de 12,5% en raison de la dépendance de l'économie du pays au tourisme et au secteur des services, ainsi que du nombre élevé de petites et moyennes entreprises. Les deux agences, ont souligné l'impact positif du fonds de relance européen de 750 milliards d'euros, dont l'Espagne recevra une grande partie car elle est l'un des pays les plus touchés par la crise. D'autre part, Moody's assure que, même si le déficit atteindra 13% du PIB cette année, il sera beaucoup plus faible en 2021 grâce à la croissance économique et à la récupération des recettes fiscales. Malgré cela, l'agence a indiqué que l'Espagne doit encore relever les défis suivants : lutter contre le taux élevé de chômage structurel, réduire le pourcentage élevé de travailleurs temporaires, augmenter la productivité et résoudre le déficit structurel élevé de la Sécurité sociale.

S&P a révisé la perspective de notation de stable à négative. Selon l'agence, les principaux risques macroéconomiques pour l'Espagne restent une dette publique élevée, des ratios de dépendance en hausse, une dualité prononcée sur le marché du travail et d'éventuels retards dans la mise en œuvre des réformes visant à renforcer la croissance et

¹ [Italie : une rentrée politique mouvementée ?](#), Focus du 9 septembre 2020

l'assainissement budgétaire. Comme à d'autres occasions, l'agence de notation a averti qu'elle pourrait abaisser la note si le gouvernement entreprend une abrogation des réformes structurelles passées, comme la réforme du travail. À cet

égard, S&P indique que le pays compte 26% de ses travailleurs sous contrat temporaire. Sur l'ensemble de ces derniers, seuls 14% parviennent à signer un contrat à durée indéterminée, contre 30% au Portugal ou 55% au Royaume-Uni.

☑ Notre opinion – *Les ratings concernant l'Espagne ne se sont pas dégradés de façon significative depuis le déclenchement de la crise liée au coronavirus. En juin, Fitch a maintenu sa notation (A- avec une perspective stable) la prochaine révision étant programmée le 11 décembre 2020. En mai, DBRS a décidé de devancer son calendrier prévu en raison de l'impact de la pandémie de Covid-19 et a déclassé les perspectives de positives à stables pour refléter la détérioration des projections économiques, budgétaires et de la dette. Le 4 septembre, l'agence canadienne a confirmé la notation, en raison de l'économie « vaste et diversifiée » du pays, de ses exportations compétitives et son appartenance à la zone euro ; tout en soulignant que le ratio de la dette publique et la forte dépendance à l'égard des sources de financement extérieures sont des vulnérabilités à prendre en compte.*

Royaume-Uni

Un plan d'hiver pour soutenir les « emplois viables »

Le 24 septembre dernier, le chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak a annoncé un nouveau plan d'envergure pour protéger l'emploi et soutenir les entreprises. C'est le troisième de ce genre depuis le début de la pandémie. Les points clés sont un nouveau dispositif de soutien à l'emploi, l'extension du dispositif existant de soutien aux autoentrepreneurs, le prolongement de la période de la TVA à 5% pour les secteurs de l'hôtellerie et du tourisme jusqu'à fin mars prochain, des allègements fiscaux et des différés pour les remboursements de la TVA et des prêts garantis par l'État pour les entreprises. Le chancelier de l'Échiquier a également annoncé une hausse de 24,3 Mds £ de l'investissement dans les services publics, notamment pour le système national de santé.

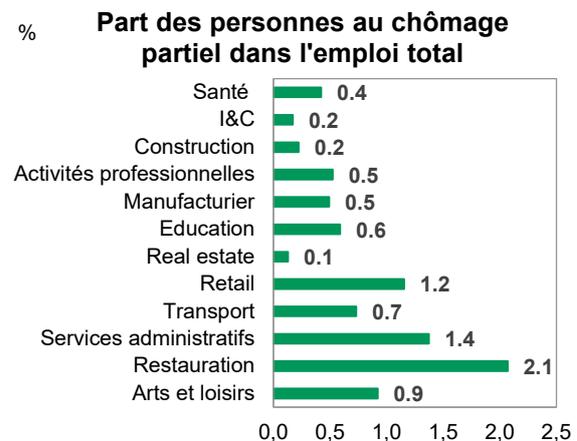
Ces mesures viennent après l'annonce par le Premier ministre Boris Johnson de nouvelles mesures de distanciation sociale afin de freiner la recrudescence de l'épidémie, notamment la fermeture des pubs à partir de 22h. En effet, la seconde vague de l'épidémie s'est accélérée ces derniers jours avec plus de 6 600 nouveaux cas enregistrés le 24 septembre dernier, dépassant le nombre enregistré au plus fort de l'épidémie en avril.

Le nouveau dispositif de soutien pour les salariés, *Job Support Scheme* (JSS), sera introduit le 1^{er} novembre après l'expiration du *Coronavirus Job Retention Scheme* (CJRS) « afin de protéger les emplois viables » des entreprises qui font face à une demande réduite au cours de l'hiver en raison du coronavirus. Ce dispositif aura une durée de six mois et sera destiné aux employés qui travaillent au minimum 33% de leur temps de travail habituel. Ces heures continueront à être payées par l'employeur. La différence par rapport au dispositif précédent est que le gouvernement et l'employeur vont chacun payer un tiers du salaire équivalent pour les heures non travaillées. La part de l'État, calculée sur la base

du salaire habituel du salarié, sera plafonnée à 698 £ par mois.

De la sorte, un employé qui travaille moins d'heures qu'en temps normal en raison du virus continuera de recevoir deux-tiers du salaire correspondant aux heures non travaillées en plus du salaire habituel pour les heures travaillées. Ce dispositif est ouvert à toute entreprise au Royaume-Uni et peut se cumuler avec le *Job Retention Bonus* (dispositif qui offre 1 000 £ aux employeurs pour tout emploi préservé au 31 janvier 2021 et ayant fait l'objet d'une aide au titre du CJRS).

Par ailleurs, le dispositif de soutien aux autoentrepreneurs, le *Self-employment income support scheme* (SEISS), sera poursuivi au cours de la période de novembre à fin janvier mais les montants des aides ne représenteront plus que 20% des profits mensuels (contre 80% précédemment) jusqu'à un total de 1 875 £. Une extension supplémentaire du dispositif pour les autoentrepreneurs est envisagée de février 2021 à fin avril 2021 en fonction du développement de l'épidémie.



Source : ONS, calculs Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Le nouveau plan d'aide pour le soutien à l'emploi vise à limiter la hausse du taux de chômage, inévitable à l'expiration du CJRS (fin octobre), et à soutenir les entreprises pendant la période de nouvelles mesures de distanciation sociale. Le nouveau JSS est relativement généreux pour les employés, car il leur permettra de continuer à percevoir au moins 77% de leur salaire en fonction de leur temps de travail (contre 80% dans le cadre du CJRS). Mais il est beaucoup moins généreux pour les employeurs, qui devront payer au minimum 55% du salaire habituel du salarié. A la différence du CJRS, les employeurs devront participer notamment au paiement des heures non travaillées. Or, il y aura des employeurs qui ne voudront pas ou ne pourront pas payer ces heures non travaillées, ne serait-ce que pour des raisons de trésorerie. Le nouveau dispositif ne devrait donc pas permettre d'éviter une hausse du taux de chômage (qui jusqu'à présent s'est maintenu à des niveaux bas). D'ailleurs, le chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak a clairement fait savoir que l'objectif du plan est de préserver uniquement « les emplois qui ont des réelles perspectives d'être viables ». Mais même si certains emplois pourraient être viables à long terme, ils ne le sont pas à court terme à cause d'une activité réduite due à la crise de la Covid-19 et une trésorerie insuffisante. Les données officielles montrent qu'environ 4 millions de salariés, soit 12% de la population active, sont au chômage partiel, ne travaillant pas du tout ou à des heures réduites. Les secteurs les plus concernés sont les arts, les spectacles et les loisirs et la restauration (à hauteur de 41% et 29% de l'emploi du secteur respectivement). Ces deux secteurs représentent respectivement 0,7 million et 2,3 millions

d'emplois. Naturellement, le secteur de la restauration est celui où les entreprises représentent le plus fort risque de faillite (24% du secteur). En effet, 37,6% des entreprises dans le secteur indiquent avoir moins de trois mois de liquidités ou pas du tout. Si tous les salariés au chômage partiel dans ces deux secteurs (les arts et la restauration) venaient à être licenciés, le taux de chômage augmenterait de près de 950 000 personnes, soit de 2,8% de la population active. Sous l'effet de ces deux seuls secteurs donc, le taux de chômage passerait de 4,1% actuellement à près de 6,9%. Un rééquilibrage de l'économie sera nécessaire dans les trimestres à venir pour réallouer les capacités non utilisées vers des « emplois viables », une réallocation qui s'annonce d'autant plus lente que les emplois concernés sont peu qualifiés.

Pays émergents

Turquie : crise de confiance

Quelle que soit la situation conjoncturelle dans un pays, la question de la liquidité, quand elle devient « alertante », prime dans l'évaluation du risque. Elle prime aussi dans l'opinion des marchés, et elle tire toujours en même temps la monnaie vers la dépréciation, et le pays vers le bas des ratings souverains. C'est ce qui est en train d'arriver à la Turquie. Cela s'appelle une crise de confiance.

De fait, au moment où les indicateurs d'activité redémarrent – après une chute du PIB au deuxième trimestre de 9,9% contre une croissance de 4,4% au premier trimestre – avec une forte hausse des ventes au détail (boostée par le crédit), une hausse des taux d'utilisation des capacités à 73% en août, et un rétablissement des indicateurs de confiance, le pays vient néanmoins d'être dégradé par Moody's de B1 à B2, qui plus est avec un *outlook* négatif, prouvant, s'il le fallait, qu'un taux de croissance est de bien peu d'importance dans un exercice de notation souveraine.

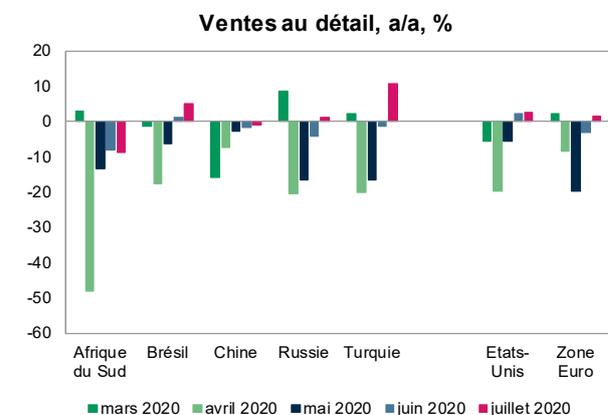
L'agence alerte sur trois points de risque auxquels nous adhérons totalement. **Le premier, c'est le risque lié à la dégradation des réserves de change**, et plus précisément à l'opacité quant à leur niveau réellement mobilisable, hors *swaps* et dépôts des banques, (le concept de réserves nettes) que l'agence estime comme quasi nul (nonobstant des réserves en or de l'ordre de 42 Mds USD). De fait, les indicateurs de vulnérabilité financière de Moody's sont en train d'exploser sur ce pays, et entretiennent l'inquiétude des marchés : un scénario de crise des paiements courants est évoqué, tant que la Banque centrale n'arrive pas à stabiliser la devise.

Dans ce contexte, le gonflement de la dette à court terme en devises du secteur privé est l'un des risques majeurs, car cela entretient un niveau très élevé de besoin de financement annuel, de l'ordre de 15% du PIB. Si l'on ajoute à cela, la crise de la Covid, le renouvellement de cette dette peut poser problème. Un bémol cependant, et il est d'importance : les grands groupes turcs gèrent bien leur risque de change grâce à leurs dépôts à l'étranger (dont le montant exact est difficile à estimer). C'est d'ailleurs cette bonne gestion qui entretient le pays dans une sorte d'apesanteur depuis des années, entre risque de change et risque de liquidité, les chocs de change n'ayant pas déclenché à ce jour l'accident de liquidité que le montant de la dette à court terme laisse redouter.

Le deuxième point qui pèse sur le rating, c'est que l'épuisement des réserves, lié à la défense du

change, **s'explique aussi par la perte de crédibilité des autorités monétaires.** C'est un point très important car le virage des marchés en termes de confiance ne date pas de la crise de la Covid mais plutôt des dernières élections présidentielles (et de la dernière crise du change de 2018), qui ont laissé croître le doute que des pressions politiques s'exerçaient sur la Banque centrale. Effectivement, le président ne cache pas sa préférence pour des taux bas et une relance de la croissance. C'est d'ailleurs ce qui se passe avec une hausse rapide de la consommation privée appuyée sur le crédit, qui laisse redouter un nouveau mouvement de « yoyo » de la conjoncture, marquée ces dernières années par des cycles de surchauffe de plus en plus rapprochés. Ce problème de crédibilité des autorités monétaires contraste avec la sortie de crise de 2001, moment où la Banque centrale, au contraire, inspirait confiance aux marchés. Mais c'était alors une autre Turquie. So *long*...

Plus profondément, Covid ou pas, ce pays est sans doute arrivé à un point où la flexibilité du change ne peut plus absorber les chocs externes (d'autant que la baisse de la facture pétrolière ne compense pas la chute du nombre de touristes, de 78% a/a depuis janvier), et ne compense pas non plus les doutes profonds sur la trajectoire de croissance à long terme. Cela nous amène au **dernier point évoqué par Moody's : les difficultés de gouvernance, les difficultés institutionnelles, et une accumulation de tensions politiques et géopolitiques.** Tout cela n'est pas neutre pour le diagnostic macro-économique car cela pèse sur la capacité à mener à bien les réformes structurelles dont le pays a besoin, donc sur la croissance potentielle. Ainsi, le marché du travail reste rigide, les taux d'emploi ont encore baissé avec la pandémie de Covid, à 49%, et le taux de chômage, lui, augmente à 13,4%.



Notre opinion – La crise de confiance des marchés et des agences de notation s'exprime pour l'instant dans le change, mais la balance des paiements devient de plus en plus fragile. Dans un tel contexte, la

politique que va mener la Banque centrale est déterminante, non seulement pour stabiliser la monnaie, mais surtout pour rassurer les marchés sur son indépendance. La décision d'augmenter les taux était importante pour soutenir la devise, elle était attendue par les marchés. Mais elle témoigne aussi de l'urgence de la situation (une hausse des taux en pleine phase de reprise post Covid). De plus, la Turquie est au centre de tant d'interrogations géopolitiques majeures, qu'on ne voit pas très bien comment cela pourrait ne pas effrayer durablement les mêmes marchés. Il va falloir beaucoup d'habileté aux autorités monétaires pour piloter la situation dans les mois à venir.

 **Hongrie : tensions économiques sur un fond politique déjà tendu**

La Hongrie reste fortement exposée aux évolutions des marchés mondiaux et plus particulièrement des marchés européens à cause de l'importante intégration de sa structure économique dans la chaîne de valeur internationale. Les exportations représentent 92% du PIB hongrois et elles sont en baisse de 30% environ depuis le début de l'épidémie.

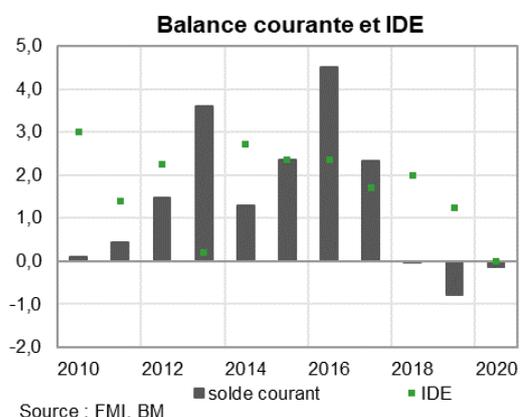
Le secteur industriel et notamment celui de l'automobile sont fortement touchés avec une baisse de la production industrielle également de 30%. Ainsi, le PIB devrait reculer de 4,5% en 2020 suivi d'une dégradation des finances publiques et d'un ralentissement du rattrapage des niveaux de vie avec l'UE. La crise actuelle affecte non seulement la situation économique mais également les perspectives de rebond à venir. Déjà, la dynamique de croissance hongroise était sur une tendance baissière, mais cette crise a accéléré et amplifié le processus.

Néanmoins, l'entrée dans la crise s'est fait dans un contexte d'équilibres macroéconomiques assez robustes avec notamment une croissance du PIB encore soutenue en 2019 (4,9%), un solde budgétaire maîtrisé, une dette publique en baisse et un solde courant plutôt à l'équilibre.

Dans une perspective à plus long terme, les évolutions démographiques demeurent défavorables avec une importante baisse de la population active à venir et une forte hausse des dépenses de retraites et de santé à prévoir. Cela dans un contexte de croissance potentielle de l'économie assez faible (estimée à 2,2%).

Après d'importants efforts réalisés pour diminuer la dette publique (66% du PIB en 2019) et maîtriser le déficit budgétaire (-2,1% du PIB en 2019), la crise de Covid a bouleversé ces équilibres. Dans ce cadre, nous anticipons une hausse du déficit budgétaire au-delà de 5% et une hausse de la dette publique autour de 73% du PIB en 2020. La dette externe quant à elle représente 107% des exportations de biens et services et les besoins de financement à court terme sont passés de 20% des réserves en 2016 à 47% en 2019. Enfin, le niveau des réserves ne couvre qu'à peine trois mois d'importations.

Les tensions politiques entre la Hongrie et l'UE devraient se poursuivre, ainsi que le resserrement de la politique interne hongroise autour des questions sécuritaires et des valeurs religieuses. Le financement des conséquences de la crise sanitaire pourrait accroître la réglementation fiscale en dissuadant les investissements. Par ailleurs, le niveau des IDE en 2019 a encore diminué à 1,2% du PIB (comparé à 2,4% en 2016).



Notre opinion – Les indicateurs de gouvernance (KKZ) établis par la Banque mondiale se dégradent également pour la Hongrie. En dix ans, la moyenne est passée de 79/100 à 69/100.

En dehors du facteur de stabilité politique, tous les autres indicateurs (perception de la corruption, indépendance, État de droit, efficacité) se sont dégradés.

Les récentes évolutions indiquent une certaine mobilisation de la société civile contre la volonté de verrouiller la presse. Des manifestations ont eu lieu ainsi que des démissions groupées de journalistes pour exprimer leur désaccord.

Les institutions européennes ont également confirmé qu'elles n'abandonneraient pas les poursuites liées à l'activation de l'article 7 contre la Hongrie. Cet article prévoit le cas échéant et à l'unanimité des votes des États membres, la suspension du droit de vote. Il est peu probable que cette unanimité soit atteinte, néanmoins, les démarches et pénalités devraient se poursuivre exerçant une certaine pression sur le

gouvernement hongrois. De son côté, le Premier ministre Orban affiche son admiration pour le président Trump en tant qu'allié pour combattre les démocraties libérales.

Les prochains mois vont être assez décisifs pour la Hongrie. D'une part, les chiffres de fin d'année vont éclairer sur l'amplitude des dégâts de la crise sanitaire. D'autre part, le vote du plan de relance européen statuera sur l'introduction ou non des modalités de respect des règles relatives à l'État de droit par les pays bénéficiaires, ce qui serait potentiellement une source de contraintes assez fortes pour la politique hongroise et la légitimité de son gouvernement.

👉 Vietnam : une résistance à toute épreuve

Une gestion de la crise sanitaire exemplaire, saluée par l'OMS : un peu plus de mille cas et 35 décès recensés, le Vietnam fait en effet figure d'exception parmi les pays d'Asie du Sud-Est, qui sont pour la plupart encore submergés par les nouvelles contaminations.

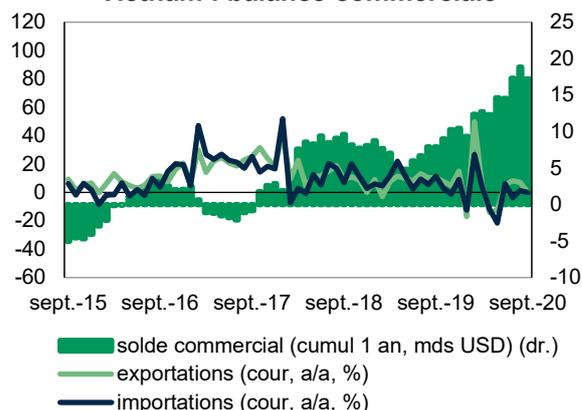
Malgré un système de santé peu moderne et des moyens budgétaires limités, mais grâce à un système de dépistage, de traçage et d'isolement systématique, le Vietnam a réussi à limiter au maximum les mesures de distanciation sociale et de confinement, et donc à préserver son activité économique.

Résultat, le pays peut se targuer d'avoir été l'un des seuls à maintenir une croissance positive au deuxième trimestre. Bien sûr, son niveau (1,3% en g.a.) est bien loin des performances des trimestres passés (6,1% au T1 2020, 9,4% au T4 2019). Il n'empêche que le Vietnam évitera la récession cette année – le ministère du Plan et de l'Investissement prévoit une croissance entre 2 et 2,5%, le FMI est encore un peu plus optimiste avec 2,7% – et que les pays qui réussiront à en faire de même se comptent sur les doigts d'une main en Asie.

Premier atout du pays : son secteur exportateur. Après deux mois de contraction en avril et en mai, les exportations ont renoué avec la croissance, portées par les ventes de produits électroniques en particulier. Le Vietnam a ainsi enregistré un excédent commercial record en août, de 3,5 Mds USD. Résultat, le dong a profité de la faiblesse générale du dollar et des bons résultats commerciaux pour s'apprécier face au billet vert, et les réserves de change ont atteint un niveau historique de 92 Mds USD.

Second tour de force dans cet environnement incertain et déprimé : le maintien des investissements étrangers. Le Vietnam, qui bénéficie depuis 2018 des externalités positives de la guerre sino-américaine (délocalisation d'entreprises ou de lignes de production jusque-là installées en Chine) a ainsi vu les enregistrements de nouveaux investissements augmenter de 11,4%. La pandémie de Covid-19 a bien sûr ralenti certains projets et chantiers, et donc les décaissements, mais la reprise des vols commerciaux avec les pays voisins et principaux investisseurs (Chine, Corée du Sud, Japon, Singapour et Taiwan) devrait permettre aux projets de redémarrer.

Vietnam : balance commerciale

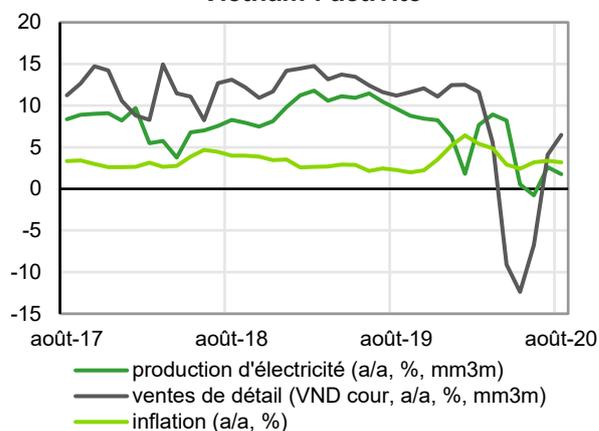


Source : GSoV

Au niveau de l'activité domestique, les signaux sont également encourageants. La production industrielle a ralenti en août (-0,6% en g.a.) suite aux mesures de confinement partiel établies dans la région de Da Nang, troisième ville du pays, mais devrait redémarrer en septembre. Les ventes au détail ont quant à elles réussi à conserver une trajectoire de croissance (+1,9% en g.a. en août), et la confiance des consommateurs reste à un niveau élevé, soutenue par l'appréciation positive de la gestion de la crise par les habitants.

Enfin, l'État a accru ses dépenses pour soutenir l'activité (+8,2% en août), dans un contexte de baisse des recettes due au ralentissement de certains secteurs (tourisme). Le déficit devrait s'accroître d'environ 1,5 pp en 2020, pour atteindre 5% du PIB.

Vietnam : activité



Sources : GSoV, VAMA

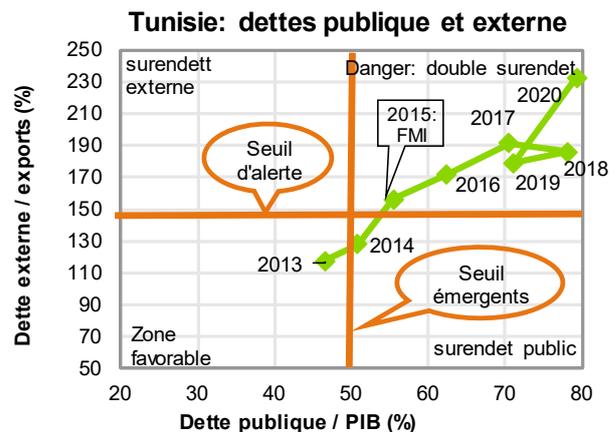
Notre opinion – Dans un monde où tout devient relatif, les performances économiques du Vietnam font figure d'exception. La résistance du pays au choc sanitaire, au ralentissement du commerce mondial et à la chute des revenus liée au tourisme est impressionnante, et va lui permettre de conserver des fondamentaux macroéconomiques solides, et ce alors que la situation de ses finances publiques était globalement moins saine que celle de ses voisins.

Tunisie : l'impact très douloureux de la crise sur l'économie

Avant la crise du coronavirus, la Tunisie subissait déjà de profondes difficultés économiques, en dépit d'un plan de soutien du FMI mis en place entre 2013 et 2016. Plusieurs années de blocage politique et d'instabilité sociale ainsi que des événements extérieurs comme les attaques terroristes contre l'industrie touristique ont provoqué une croissance du PIB très médiocre de 1,6% entre 2015 et 2019. Au cours de cette période, une forte inflation, un déficit du solde courant très élevé en moyenne de 10% du PIB, et un déficit budgétaire excessif de 4,6% du PIB ont accentué la rapide détérioration des équilibres économiques. A fin 2019, le pays était déjà doublement surendetté avec un ratio de 72% de dette publique sur PIB et une dette externe représentant plus de deux fois les recettes d'exportations (cf. graphique).

Le pays a su contenir la pandémie de coronavirus qui a eu un impact sanitaire très modéré avec seulement 10 700 contaminés et 149 décès, l'une des meilleures performances de la région avec la Jordanie. En revanche, les mesures de confinement du printemps et l'arrêt total des activités touristiques, l'un des piliers essentiels de l'économie tunisienne, vont accentuer les difficultés financières du pays. En termes de croissance, tout d'abord : après un premier trimestre 2020 en contraction de 1,9% par rapport à 2019, l'effondrement de l'activité est spectaculaire au second trimestre avec une contraction du PIB de 20,8%. La récession prévue à 5% cette année devrait donc plutôt s'établir à 8%, ce qui va contribuer à détériorer un peu plus les ratios de dette. Les secteurs industriels et du tourisme, très fortement affectés, vont faire baisser les recettes d'exportation mais la forte chute des importations pourrait, paradoxalement, plus que compenser cette baisse et ne pas provoquer la forte détérioration attendue du solde courant qui pourrait rester déficitaire dans les niveaux de 7% à 8% du PIB en

2020. Un redressement de la croissance est attendu en 2021 et la plupart des instituts d'analyse tablent sur une croissance de plus de 3% l'année prochaine mais il semble encore trop tôt au stade de la pandémie pour avoir une certitude du redressement.



Source: Banque centrale, EIU, Min Fin, Crédit Agricole sa

Afin de maintenir les réserves en devises au niveau de quatre mois d'importations, le FMI et certains multilatéraux ont accordé une aide d'urgence de 1,5 Md USD dans le cadre du soutien pour contrer la Covid-19. Cette aide semble encore modeste à ce stade compte tenu des besoins de soutien envers les entreprises publiques en difficulté (TunisAir) ou le secteur bancaire dont le montant des créances douteuses pourrait excéder les 20% du total, mettant ainsi une plus forte pression sur les recapitalisations nécessaires des banques publiques.

De leur côté, les questions sociales deviennent également critiques avec une forte hausse du chômage attendue à la fin de l'année. De 15% en 2019, il pourrait atteindre 20% au cours du prochain semestre et alimenter des mouvements migratoires vers des régions plus favorables économiquement.

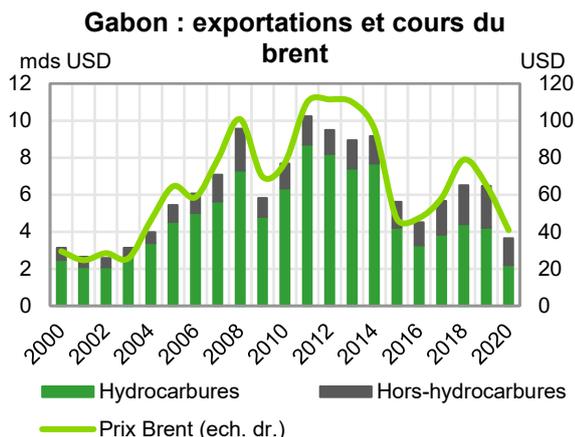
Notre opinion – Au-delà des questions de liquidités, un des sujets centraux va être la gestion du surendettement au cours des prochaines années. La réforme de la fonction publique, le retour de la croissance et du tourisme sont indispensables pour réduire le surendettement. Sans une stabilisation et une décroissance de la dette, les marchés de capitaux pourraient se détourner des financements du seul pays de la région à vouloir se donner des institutions démocratiques.

Gabon : à peine sorti d'un plan FMI, le pays de nouveau en difficulté

En 2017, le Gabon entrait dans le Mécanisme élargi de crédit, un plan de trois ans du FMI d'un montant de 612 millions USD (dont 518 déboursés en

décembre 2019). Une chute du prix du pétrole avait eu pour effet d'entraîner une dérive de la dette publique et de la balance courante. Entre 2014 et

2016, les exportations de pétrole avaient baissé de 63% (cf. graphique). Le plan du FMI préconisait donc la diversification de l'économie gabonaise, notamment à l'exportation. Entre 2016 et 2019, les exportations de pétrole se sont redressées de 29% (effet prix) quand le reste des exportations progressaient de 81%, entraînant une baisse de 10% de la part du pétrole dans le total des exportations. En 2019, les premiers effets du plan se sont fait sentir : la dette publique est repassée sous la barre des 60% du PIB et les arriérés de paiement sur la dette publique extérieure ont été remboursés.



Alors que le plan devait se terminer en juin de cette année, la crise du coronavirus et une nouvelle chute des cours du pétrole sont venues profondément altérer les conditions macroéconomiques du Gabon. Le pays devrait connaître en 2020 une récession supérieure à 1% du PIB, entraînée par une chute des exportations supérieure à 40%. Le gouvernement a réagi en réduisant son budget de 9% pour faire face à une chute des revenus qui pourrait atteindre -32%. Le déficit public s'établirait lui autour des 4,5% du PIB. Le FMI a d'ores et déjà apporté de nouvelles aides au pays dans le cadre de son instrument de financement rapide (IFR), d'un montant de 147 millions USD en avril, suivi de 153 millions en juillet. Associées à un eurobond d'un milliard de dollars souscrit en janvier, ces sommes doivent permettre à l'État gabonais de se financer en 2020.

Ces apports de devises viennent également soutenir les réserves internationales de la zone CEMAC,

duement affectées par les cours du pétrole. La zone pourrait finir l'année 2020 avec moins d'un mois d'importations couvert par ses réserves.

Côté dépense, les investissements publics pâtissent le plus des coupes budgétaires (-26%) : le plan de diversification de l'économie gabonaise devrait être mis en pause en 2020 pour privilégier les dépenses sociales. Les investissements privés devraient également être à la peine, avec des IDE sous la barre des 8% du PIB pour la première fois depuis 2015.

Le maintien de l'investissement public et privé est nécessaire à double titre pour le Gabon : le pays doit poursuivre la diversification de son économie et il a la chance de disposer de nombreuses ressources pour le faire (manganèse, magnésium, bois). Par ailleurs, le Gabon est un pays dont les champs pétroliers arrivent à maturité depuis plusieurs années et l'absence d'investissements dans le secteur viendrait ajouter à la baisse des prix une chute des volumes produits. La vente d'une partie de leurs actifs par les majors pétrolières a mis la capacité d'investissement entre les mains de sociétés plus petites mais plus spécialisées. Dans un contexte où les majors semblent se concentrer sur les plus gros projets aux coûts les plus faibles, cela aura comme effet potentiel de sanctuariser certains des investissements nécessaires au maintien des volumes produits. Néanmoins, la baisse généralisée des investissements, cumulée aux quotas imposés par l'OPEP dont le Gabon est membre, annonce pour 2020 des volumes en recul.

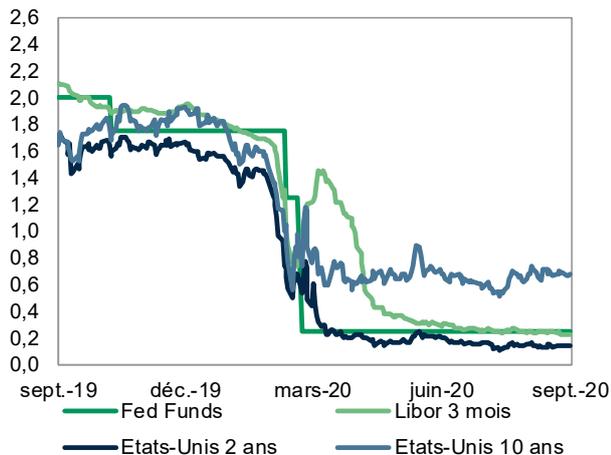
Entre 2020 et 2023, année d'élection, la fenêtre est courte pour diminuer les dépenses du secteur public et consolider la base fiscale hors pétrole. L'objectif est de dégager de nouvelles ressources nécessaires à la diversification de l'économie, ainsi que d'inverser dès 2021 la trajectoire de la dette. Pré-crise, le FMI prédisait une croissance annuelle de 5% du PIB hors hydrocarbures d'ici à 2024 ce qui montre tout le potentiel de croissance du pays. Néanmoins, si le PIB se contracte ne serait-ce que de 1% en 2020, le pays retrouverait son niveau de PIB par habitant d'avant-crise en 2025, à condition de connaître une croissance de 3,7% par an d'ici là, ce qui est pour l'instant bien loin des prévisions de croissance pour le pays.

Notre opinion – Le Gabon restera donc en 2020 dépendant du financement du FMI qui ne devrait pas laisser les pays de la zone défaut sur leurs dettes extérieures. La trajectoire suivie pré-crise montre la capacité de l'économie à résorber ses déficits sans dépendre complètement du pétrole. Le retour à une plus grande discipline fiscale et aux investissements sans endommager la reprise sera l'équilibre crucial à trouver en 2021 pour le gouvernement. Deux inconnues font peser un risque sur ce retour à une dynamique vertueuse : la stabilité politique du pays, indexée sur l'état de santé de son dirigeant, et les décisions individuelles d'investissement par les acteurs du secteur pétrolier.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

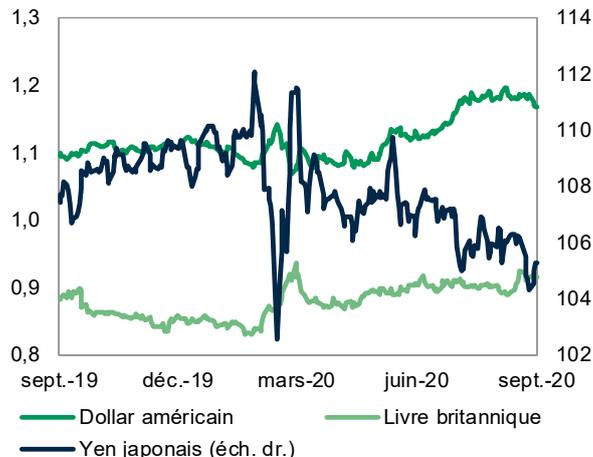
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

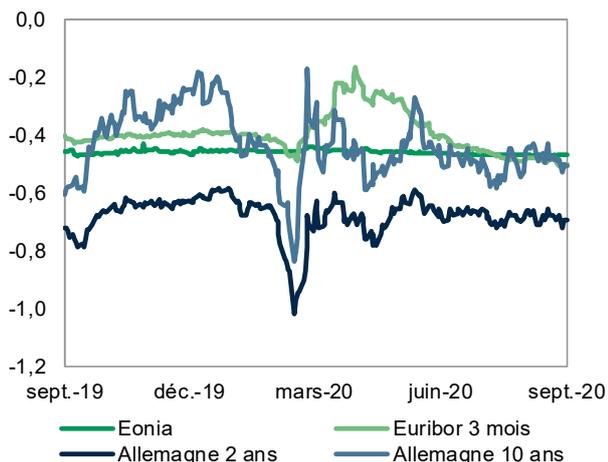
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

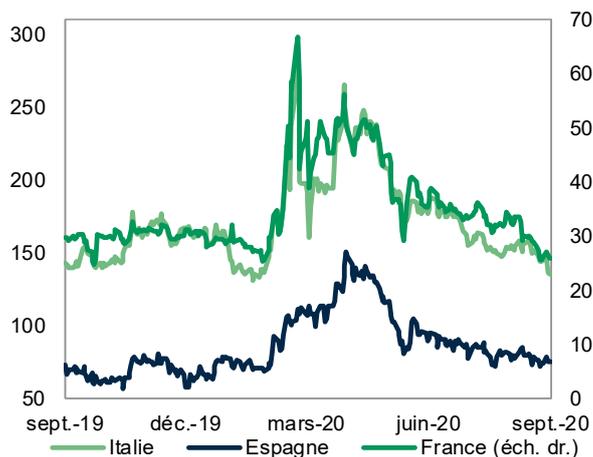
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

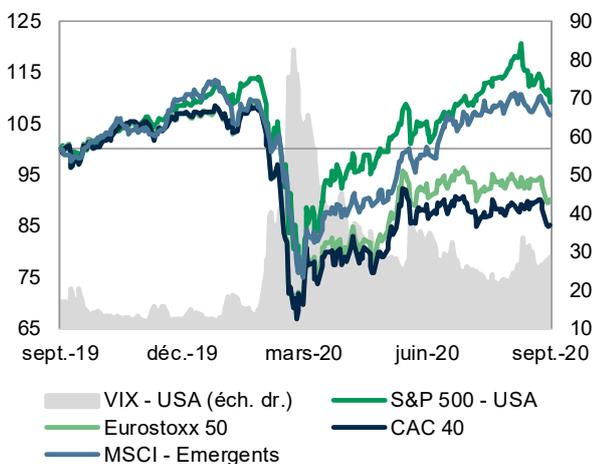
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

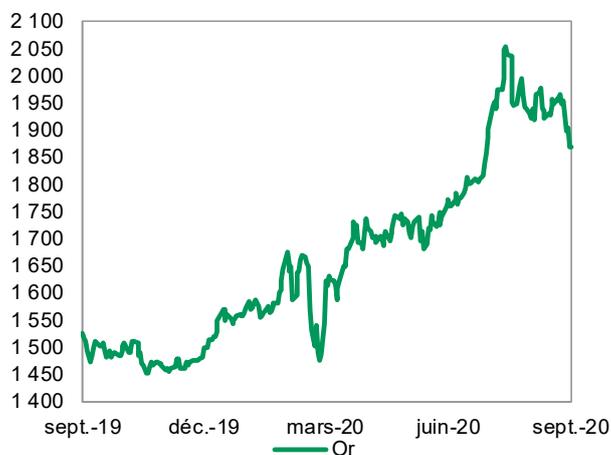
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

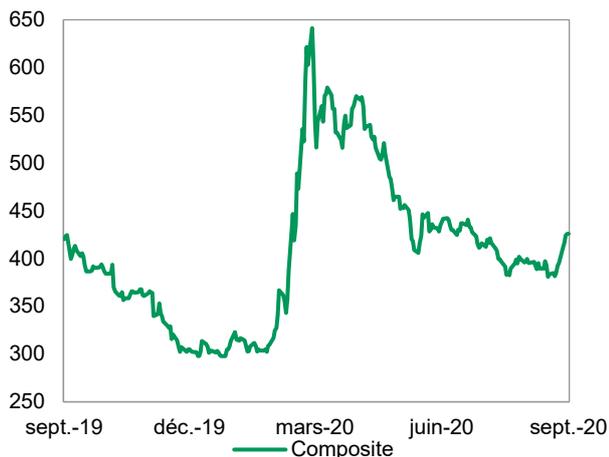
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

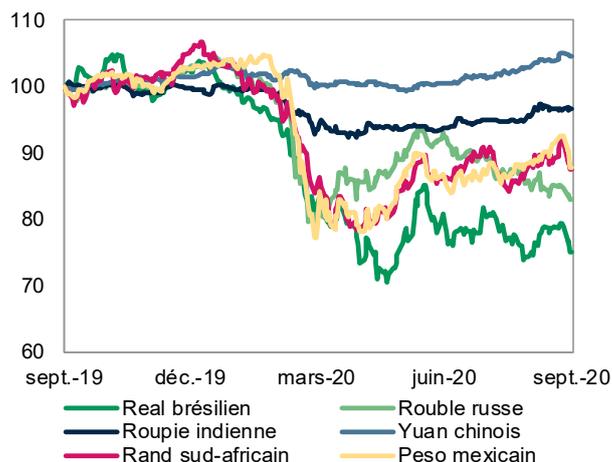
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

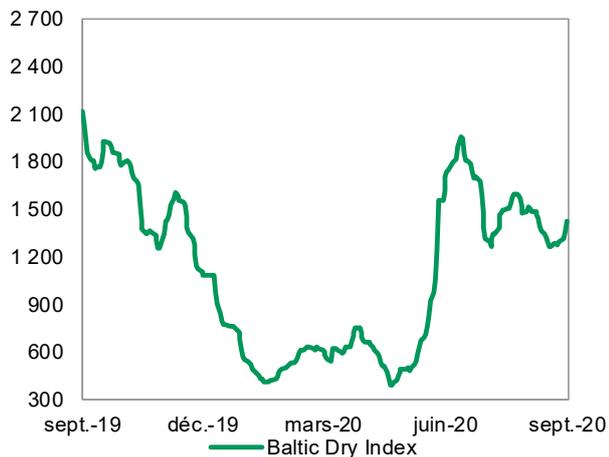
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

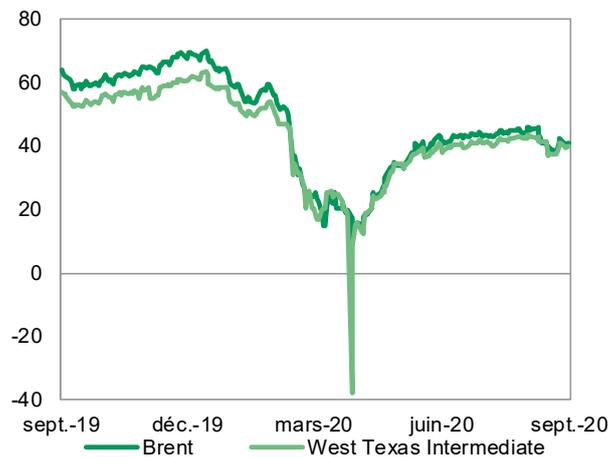
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

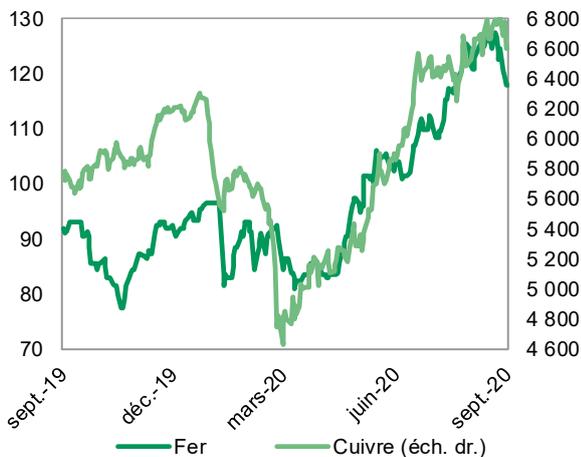
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

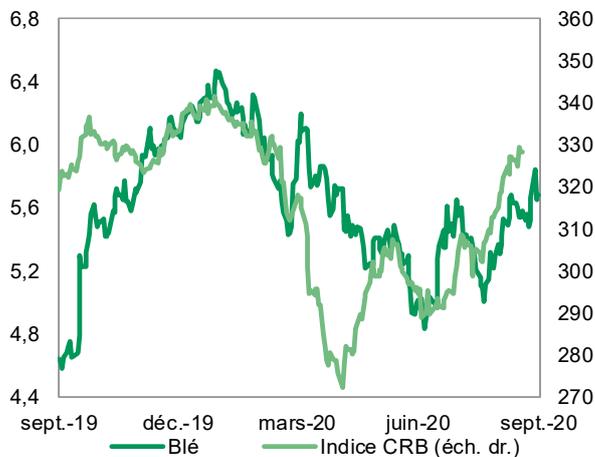
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

Choc inédit, réponses massives et questions ouvertes

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
23/09/2020	<u>L'agriculture urbaine : mirage ou réalité ?</u>	Agriculture
21/09/2020	<u>Commission européenne : enfin prête à agir</u>	Europe
18/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde, géopolitique
17/09/2020	<u>Quelles évolutions sur les marchés du travail des pays d'Amérique latine ?</u>	Amérique latine
16/09/2020	<u>Un moment stratégique pour les États-Unis</u>	Géopolitique
14/09/2020	<u>BCE : acheter du temps, mais pour quoi faire ?</u>	Zone euro
11/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/09/2020	<u>Zone euro – Conjoncture : flash – agrégats du PIB au T2 2020</u>	Zone euro
09/09/2020	<u>Alors que la reprise s'essouffle légèrement en France, la relance se dessine</u>	France
09/09/2020	<u>Italie : une rentrée politique mouvementée ?</u>	Italie, politique
09/09/2020	<u>Russie – Croissance et politique</u>	Russie
08/09/2020	<u>BCE : quand on reparle de déflation</u>	Zone euro
04/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS
Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA
Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN
Asie : Sophie WIEVIORKA
Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE, Agustina GALLI VEGA
Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC
Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC
Géopolitique : Julie TEILLARD

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU
Statistiques : Robin MOURIER
Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

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

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

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

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

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