

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/245 – 9 octobre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés surfent sur la « vague bleue »	1
☞ FMI : comme un grand cri dans le désert ?	3
☞ France : avec le ralentissement de la reprise, quel scénario pour la fin d'année et 2021 ?	5
☞ Zone euro : ventes au détail en hausse en août, contraction dans les services en septembre	5
☞ Zone euro : vers un tassement précoce de la croissance de la production industrielle	6
☞ Allemagne : les échanges extérieurs toujours en deçà des attentes	7
☞ Espagne : premiers pas vers le budget 2021	7
☞ Égypte : le coût de financement de la dette publique reste élevé, mais il baisse	9
☞ Oman : le pays est retiré de la liste des paradis fiscaux non coopératifs par l'UE	9
☞ Irak : la récession devrait atteindre 8% cette année	9
☞ Zambie : le dilemme entre allègement et restructuration de dette	10
☞ Emprunteur : Bichkek, créancier : Pékin	11
☞ Asie centrale : toc, toc, qui est là ?	12
☞ Une belle saison pour le dilemme de sécurité	13
☞ News géopolitiques	14

☞ Les marchés surfent sur la « vague bleue »

Les espoirs de nouveau plan d'assouplissement budgétaire aux États-Unis nourris par les investisseurs ont connu des hauts et des bas sur fond de déclarations versatiles de la part du président Trump. Après avoir déclaré qu'il arrêterait les pourparlers jusqu'après les élections, le président a finalement rejoint ouvertement l'appel de la Réserve fédérale à un plan de soutien massif. Démocrates et Républicains tentent toujours de trouver un compromis qui aiderait notamment le secteur aérien. Si les deux partis s'accordent sur la nécessité d'un tel soutien, les Démocrates refusent néanmoins toute aide partielle et qui n'intégrerait pas de soutien aux collectivités intra-fédérales.

Les intentions de vote en faveur de Joe Biden ont progressé après le premier débat télévisé et l'hospitalisation du président Trump, augmentant la probabilité du scénario de « vague bleue » où les Démocrates obtiendraient le contrôle à la fois du pouvoir législatif et exécutif. Un tel scénario ouvrirait la voie à des hausses potentiellement significatives

à la fois des dépenses budgétaires (la proposition actuelle des Démocrates étant celle d'un plan de 2 200 milliards de dollars) et des taxes. Évidemment positif pour la croissance à court terme, un tel « package » pourrait conduire à une hausse des taux longs. La courbe des taux américains s'est, d'ailleurs, légèrement pentifiée avec des taux dix ans progressant de quelque 7 points de base à 0,77% (pour des taux à deux ans à 0,15%).

Tout en reconnaissant que les premiers mois de la reprise ont été meilleurs qu'anticipé, les minutes du FOMC des 15 et 16 septembre ont insisté sur les incertitudes qui restent « extrêmement élevées » et sur le fait que « les risques sur les projections du PIB sont orientés à la baisse ». En ligne avec leurs récentes déclarations, la plupart des membres du FOMC ont souligné le manque de progrès sur un nouveau plan de stimulus budgétaire comme un risque majeur pesant sur leurs anticipations. Ils estiment, en effet, qu'un nouveau plan de soutien

est indispensable et soulignent qu'une action significativement plus faible ou arrivant trop en retard, pourrait peser sur la reprise de l'activité. La plupart des participants continuent de considérer qu'il serait approprié de maintenir la fourchette cible des taux des *Fed funds* à 0-0,25% « au moins d'ici fin 2023 ». Peu de discussions ont eu lieu sur les éventuels futurs instruments de politique monétaire à court terme. Des changements à la composition de son programme d'assouplissement quantitatif restent cependant possibles au cours des prochaines réunions (quoique non imminents) et pourraient inclure une extension de la maturité des titres achetés.

Sur le plan des données économiques, l'ISM services indique une accélération de la reprise aux États-Unis en septembre avec un indice (à 57,8) fermement en territoire d'expansion. En revanche, les chiffres de production industrielle du mois d'août pour l'Allemagne et la France confirment le ralentissement de la croissance en zone euro. Les chiffres du PIB ont été également moins bons

qu'anticipé au Royaume-Uni, dont la devise reste malmenée par les négociations sur un accord de libre-échange à l'approche du sommet européen crucial du 15 octobre. Cela n'a pas empêché les indices actions d'enregistrer une solide progression sur la semaine, de près de 2,9% pour l'indice S&P 500 et de 2,2% pour l'Eurostoxx 50, et aux primes de risques européennes de se replier (-5 points de base pour le *spread* italien et son correspondant espagnol).

Néanmoins, le contexte hautement incertain est resté négatif pour le dollar qui recule de 0,7% contre l'euro sur la semaine. Par ailleurs, les perspectives de victoire de Joe Biden ont été naturellement bénéfiques au renminbi en raison d'un apaisement anticipé des tensions commerciales. Après six jours de clôture du marché en lien avec la fête nationale, la devise chinoise semble avoir enregistré sa plus forte hausse « *intraday* » contre le dollar depuis plus de quatre ans, grâce notamment à la poursuite de la reprise d'activité en Chine.

Editorial

FMI : comme un grand cri dans le désert ?

Le FMI alerte sur deux problèmes, qui sont liés : l'imminence d'une crise de la dette pour les pays les moins avancés et les difficultés qui vont se présenter pour restructurer cette dette. Sachant par ailleurs que si cette restructuration n'est pas faite de façon ordonnée, ces pays seront confrontés à des crises encore plus graves. Donc le FMI alerte, car il s'agit d'une situation en forme d'impasse.

On ne prête qu'aux riches

Résumons d'abord les différents points qui sont évoqués dans les notes de l'organisation internationale. D'une part, le Fonds rappelle la situation qui se profile en termes de ratio de dette publique en pourcentage du PIB : +20% en moyenne pour les pays développés, +10% pour les pays émergents, +7% pour les pays à faibles revenus. Eh oui, on ne prête qu'aux riches (surtout quand ils se prêtent à eux-mêmes...). Il faut dire que les plus pauvres étaient aussi, souvent, les plus endettés, donc déjà au-delà des seuils d'alerte. Par ailleurs, ces mêmes plus pauvres ont moins accès aux marchés, donc les seuils d'alerte de surendettement sont en fait plus bas. Enfin, un ratio de dette est composé d'un numérateur, mais aussi d'un dénominateur, à savoir le taux de croissance. Or, là aussi, les pays à faible revenu seront plus handicapés que les pays dit développés, car les dommages irréversibles de la crise sur leur capacité d'offre (investissement) et de demande (consommation) seront plus durablement affectés. En somme, la croissance potentielle à long terme va être tirée vers le bas. Rajoutons que ces pays sont souvent plus pénalisés par le ralentissement du commerce international, voire le tourisme, voire le prix des matières premières pour les pays très spécialisés sur leurs exportations.

Du risque de liquidité au risque de solvabilité

Pour résumer et c'est le second point d'alerte du FMI : nous n'avons eu d'attention, depuis six mois, que pour les problèmes de liquidité, car la crise, telle qu'elle se présentait, était un risque de crise de liquidité globale et historique, en forme de *collapse*. Or à présent, le risque de crise de liquidité va se représenter, non pas d'une façon globale, mais sur les pays les plus fragiles. De plus, l'histoire du risque souverain nous apprend que les crises de liquidité connectent avec des crises de solvabilité (mais cela peut prendre un temps plus ou moins long), quand elles ont lieu dans des pays présentant un niveau d'endettement élevé. En tout cas, l'histoire du risque souverain dans l'univers « pays émergents », c'est-à-dire un univers où le prêteur en dernier ressort sans limites n'existe pas.

C'est d'ailleurs sur le principe de cette connexion fondamentale des deux risques

(liquidité et solvabilité) que les modèles de *rating* dit « de première génération » ont été redessinés après la crise mexicaine des années 80. C'est aussi d'après ce constat que s'énonce le principe de Bagehot, du nom d'un journaliste anglais du XIX^e siècle qui étudia beaucoup les questions de souveraineté et le lien entre économie et politique. Dans son aspect très pratique, ce principe est généralement retenu comme l'idée qu'un prêteur en dernier ressort est efficace face à une crise de liquidité, mais guère face à un vrai problème de solvabilité, ce qui impose donc, de caractériser la nature de la crise qui se présente, avant de prêter.

C'est évidemment un résumé très réducteur des débats complexes à propos de ce qu'est un prêteur en dernier ressort, confronté aux risques d'aléa moral, mais au fond, et de façon opérationnelle pour un investisseur cherchant à mesurer son risque, ce débat est surtout très connecté à ce lien entre un risque de liquidité et un risque de solvabilité.

Un monde émergent qui reste dans la sphère d'analyse du risque souverain

La crise Covid nous renvoie brutalement à tout cela, avec un clivage énorme qui est en train de se faire, en matière de risque souverain, entre le monde des pays les plus riches, qui retrouve une forme de confiance en construisant un univers où la menace du risque de liquidité semble apaisée, et le monde des pays plus pauvres, qui n'auront pas un prêteur en dernier ressort illimité pour les soutenir... Certes, le FMI assure de son soutien ; mais rappelle aussi, dans ses notes, que les lignes d'urgence mises en place sont par principe appelées à s'éteindre. Notamment, l'initiation de suspension du service de la dette du G20, à fin décembre).

Voilà pour la partie crise de la dette et pour ce qui ressemble à un grand cri solitaire du FMI, qui, après avoir sauvé une partie du monde en mai, tient à rappeler, face aux problèmes structurels qui se profilent : « *je ne suis pas un prêteur en dernier ressort illimité* ».

L'impasse des restructurations à venir ?

Reste la seconde partie et c'est là que l'impasse se referme sur un énorme point d'interrogation : **comment procéder aux restructurations pour des pays dont une partie de l'endettement est détenue par de multiples prêteurs de marché privés ; et, une autre partie, par un créancier chinois qui n'offre pas de visibilité sur ces prêts (maturité,**

montants, taux), et qui, par ailleurs, possède de nombreux prêts gagés contre matière première¹.

Comment restructurer la dette dans le cadre existant du Club de Paris et de Londres, sans asseoir à la table celui qui est souvent le principal créancier du pays ? Cette question n'est pas nouvelle, et elle se posait déjà depuis des années, sous forme d'un autre bel aléa moral, à tous les prêteurs multilatéraux et aux banques de développement, dont les conditions de prêt dépendent de la visibilité quant au surendettement des pays concernés. Or, le manque de transparence de la politique de dette, déployée autour du programme des Nouvelles routes de la soie, a créé un aléa moral immense, autour de multiples pays, dont la crise Covid ne fait que mettre soudain en lumière l'incompatibilité avec les procédures de restructuration actuelles.

Le problème se pose de l'Afrique à l'Asie centrale, de la Zambie au Tadjikistan, qui, par exemple, a déjà demandé à la Chine un allègement de dette, tout en recevant des prêts du FMI. Si ces derniers servent *de facto* à assurer la charge de remboursement auprès du créancier chinois, cela va vite gripper le système. Ajoutons à cela que cette charge est sur le point d'augmenter drastiquement pour beaucoup de pays, car les périodes de grâce accordées par Pékin étaient longues, mais elles arrivent à maturité. Et ajoutons encore à cela que les marchés financiers, jamais en reste de placement de liquidité sur des acteurs risqués, ont également prêté à ces pays très fragiles dont beaucoup ont placés des eurobonds dans les dernières années...

Réformer le détail et le global

Bravement le FMI propose enfin des pistes de solution, qui vont être débattues dans les semaines à venir : prolonger les programmes d'aide d'urgence

existants bien sûr, inclure des clauses juridiques plus contraignantes collectivement dans les contrats initiaux, à l'évidence, négocier avec tous les acteurs etc. Mais très lucidement, le Fonds s'exprime aussi sur la nécessité de redéfinir l'architecture globale des restructurations. Or, cela renvoie à un **enjeu bien plus grave, bien plus large, dont nous avons déjà parlé dans cette publication : la bataille pour le droit international et la bataille pour la définition des normes, qu'elles soient techniques ou juridiques, n'est qu'un des symptômes de la grande transition géopolitique dans laquelle nous sommes, qui se traduit par une vacance de gouvernance internationale et un rapport de force entre puissances dans tous les domaines**. N'oublions pas, d'ailleurs, qui sont les actionnaires majoritaires du FMI, et prenons donc très au sérieux les alertes de ce type, quand elles sont envoyées.

Un enjeu géopolitique

Enfin, du côté chinois, il va y avoir des arbitrages très intéressants à faire. Officiellement, Pékin soutient le multilatéralisme et il ne serait donc pas étonnant que le terrain de la dette soit un terrain d'exercice, pour Pékin, pour prouver sa bonne volonté multilatérale. Ce serait d'autant moins étonnant que la Chine pourrait y avoir intérêt, y compris financièrement. Dans ce cas, l'exercice de restructuration des dettes des pays les plus pauvres s'apparentera aux premiers pas de la nouvelle gouvernance globale. À tâtons sans doute. Et puis, toujours se méfier des stratégies à la Janus (le dieu à deux faces) – qui consisterait à participer au multilatéralisme d'un bras, tout en raidissant les relations bilatérales de l'autre. Et nous ne parlons pas là uniquement d'un État en particulier.

¹ Consulter, pour plus d'information, notre [hebdomadaire du 12 juin 2020](#), article Afrique sub-saharienne – Détresse alimentaire et financière, quel va être le rôle de la Chine?

Zone euro

France : avec le ralentissement de la reprise, quel scénario² pour la fin d'année et 2021 ?

Le rebond de l'activité économique continue à marquer le pas. En août, la production industrielle ne progresse que de 1%, après +4,5% en juillet, et reste 6,3% inférieure à son niveau d'avant-crise. Un ralentissement de la reprise est également à craindre côté consommation. Si la consommation de biens a légèrement accéléré en août, le rebond du secteur des services, déjà plus lent depuis la fin du confinement, risque de subir la hausse du nombre de cas de Covid-19 et les nouvelles mesures adoptées au cours des dernières semaines. Six grandes villes et la Guadeloupe sont désormais en zones d'alerte maximale, ce qui signifie que les bars et salles de sport ont fermé et les restaurants, par exemple, doivent mettre en place des mesures sanitaires renforcées et contraignantes.

La reprise de l'économie ne va également pas permettre aux ménages de retrouver confiance, les craintes du chômage restent élevées et les ménages

risquent de maintenir une épargne de précaution conséquente.

Malgré ces incertitudes liées à la situation sanitaire, les moteurs de la reprise sont identifiés. Les ménages bénéficient d'un surplus d'épargne accumulé pendant le confinement, alors que la consommation chutait, tandis que le revenu des ménages était largement préservé. Les entreprises, quant à elles, vont nettement bénéficier du plan de relance présenté au début du mois de septembre. Dès l'année prochaine, la baisse de 10 Mds € des impôts de production vont supporter le rebond du taux de marge des sociétés non-financières et améliorer la compétitivité coût des entreprises industrielles françaises. Les différents soutiens à l'investissement devraient également favoriser la reprise de l'investissement des entreprises et ont pour objectif affiché d'augmenter la croissance potentielle.

✓ Notre opinion – *Malgré les récentes évolutions de l'épidémie, le net rebond mécanique de l'activité au troisième trimestre ne devrait pas être remis en cause et nous prévoyons une croissance de 15,6% au T3, par rapport au T2. Un net ralentissement de la croissance devrait avoir lieu au T4, pour lequel nous anticipons une croissance de 0,9%, chiffre arrêté mi-septembre et sur lequel pèse un risque baissier, compte tenu des derniers développements de l'épidémie.*

Néanmoins, avec un acquis de croissance favorable dû au rebond sur le second semestre 2020 et avec la mise en œuvre du plan de relance, le rebond de l'activité devrait être significatif en 2021. Nous prévoyons une croissance à +7,1% en 2021, après le net recul du PIB cette année (-9,1%). Cette reprise ne permettrait pas de retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise dès 2021, mais le plan de relance qui sera déployé sur plusieurs années continuera à soutenir la croissance en 2022, le retour à l'austérité budgétaire n'étant pas d'actualité.

Zone euro : ventes au détail en hausse en août, contraction dans les services en septembre

Alors qu'on croyait épuisé le potentiel de rebond des dépenses des ménages, après que les ventes au détail ont atteint en juin leur niveau d'avant la Covid, ces dernières ont encore progressé en août (+4,4%). Non seulement elles compensent le repli de juillet (-1,8%), mais s'affichent désormais en hausse de 3% par rapport à février 2020. L'acquis de croissance laissé au T3 est de presque +11%. Les dépenses en biens non alimentaires se poursuivent en août au rythme soutenu de 6,1%, tirées par les ventes par correspondance et internet (+12,4%). L'Italie et la France font état de dynamiques très soutenues (respectivement +8,2% et +6,2%), la progression étant plus modérée en Allemagne (+3,1%) et bien plus modeste en Espagne (+1,5%).

La demande de biens continue aussi de tirer l'activité manufacturière en septembre. C'est ce qui suggère l'enquête PMI qui affiche un indice manufacturier à 53,7 au plus haut depuis deux ans, signalant ainsi

une accélération de la production. L'activité manufacturière est tirée surtout par les commandes à l'exportation et par le secteur producteur de biens d'équipement. Mais la reprise est inégale entre pays : au plus haut depuis deux ans en Allemagne et en Italie, en hausse bien plus modeste en France et surtout en Espagne, où l'activité manufacturière est proche de la stagnation.

En revanche, la demande de services peine à se redresser et freine l'activité globale. L'enquête PMI signale un retour de la contraction dans le secteur des services, l'indice s'étant replié de 50,5 en août à 48,0, son plus faible niveau depuis mai. L'activité s'est repliée dans le secteur des services de l'ensemble des pays couverts par l'enquête, à l'exception de l'Allemagne qui a enregistré une très légère expansion.

Finalement, l'indice final composite de l'activité globale dans la zone euro a, en effet, baissé pour le

² Pour en savoir plus sur notre scénario France, consultez [notre publication](#) parue ce jour.

deuxième mois consécutif en septembre et a atteint 50,4, soit un niveau signalant la stagnation de l'activité. L'activité globale est encore en hausse en Allemagne (54,7) et en Italie (50,4), où néanmoins la

dynamique est très modeste. Elle s'affiche, en revanche, en contraction en France (48,5) et surtout en Espagne (44,3) où l'indice atteint le plus bas point depuis quatre ans.

✓ Notre opinion – *Le rebond de l'activité au T3 engrangé en zone euro, on s'interroge sur la force de la croissance en fin d'année. L'exemple chinois, qui en avance d'un trimestre sur la reprise, montre déjà deux trimestres de rebond soutenu est de bon augure pour la croissance du T4. Cependant, les indicateurs les plus anticipateurs du cycle ne sont pas unanimes. Les enquêtes réalisées par la Commission européenne révèlent un climat des affaires en amélioration dans tous les secteurs, bien que la reprise de la consommation des ménages reste modeste.*

En revanche les enquêtes auprès des directeurs d'achats signalent un écart bien plus marqué des performances entre l'industrie et les services, dont la faiblesse freine l'activité globale au point d'envisager une stagnation au T4 2020. C'est surtout une reprise très inégale qui se dessine en fonction des spécialisations : Allemagne et Italie profitent au mieux de la reprise du cycle manufacturier, notamment en biens d'équipement. L'Espagne, du fait de la part importante des services et de la progression plus précoce de la deuxième vague de la pandémie, est à la traîne.

Zone euro : vers un tassement précoce de la croissance de la production industrielle

En Allemagne, la production industrielle (hors énergie et construction) a chuté de 0,7% sur un mois en août, après trois mois de hausses successives. Ce recul est marqué par une baisse de la production en biens de consommation et d'investissement qui accusent respectivement un recul de -1,3% (sur le mois) et -3,6%, tandis que la production en biens intermédiaires progresse de 3,3%. En dehors de l'industrie, la production d'énergie a augmenté de 6,7% et la construction a baissé de 0,3%. La production du secteur automobile, la plus importante de l'industrie, a chuté de 12,5% sur le mois, signalant une activité encore 25% en dessous de son niveau de février 2020. En rythme annuel, la production industrielle demeure encore inférieure à 11% de ce qu'elle était un an plus tôt. Toutefois, l'acquis de croissance laissé sur la production industrielle du troisième trimestre atteint +13,3%.

En France, la production industrielle ne progresse que de 1%, après +4,5% en juillet, et reste 6,3% inférieure à son niveau d'avant-crise. L'acquis de croissance de la production industrielle pour le troisième trimestre est de 20%. L'essoufflement de la reprise déjà perçu dans d'autres secteurs de

l'économie se confirme donc après le rebond mécanique lié au déconfinement. Le ralentissement est marqué pour les biens d'équipements (-4% sur un mois) et la pharmacie (-6,1%), tandis que la production progresse très fortement dans le secteur automobile (+18,2%, après +18,8% en juillet). Le secteur automobile, qui était parmi les plus affectés par la baisse de production pendant le confinement, poursuit donc son rétablissement et retrouve un niveau d'activité 7,6% inférieur à celui du mois de février (dernier mois d'activité « normale »).

En Italie, la production industrielle a continué d'augmenter à un rythme soutenu de 7,4%, après +7% en juillet, essentiellement guidée par la production de biens de consommation en août qui progresse de 6,6% sur le mois. La production en biens d'investissement a augmenté de 4,3% et celle en biens intermédiaires de 4%. En rythme annuel, l'Italie réussit le tour de force de revenir en quelques mois seulement à son niveau de production d'avant-crise (+0,4% depuis janvier). L'acquis de croissance laissé sur le troisième trimestre atteint 31% et suggère un sursaut de l'activité très encourageant.

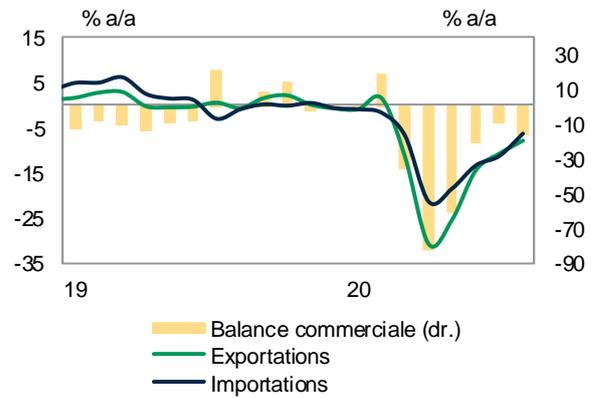
✓ Notre opinion – *La performance de la production industrielle au mois d'août en zone euro diverge entre les principaux pays : recul en Allemagne, ralentissement en France et accélération continue en Italie. Au global, la tendance est néanmoins au ralentissement de l'activité industrielle, avec une production estimée à +1,5% sur le mois (après +4,1% en juillet) pour l'ensemble de la zone. Toutefois, si la production n'a pas encore recouvré son niveau d'avant-crise dans la majorité des pays, l'acquis de croissance laissé sur le troisième trimestre est très positif et confirme un rebond dynamique de la croissance au T3.*

 **Allemagne : les échanges extérieurs toujours en deçà des attentes**

Les exportations allemandes ont atteint 101,3 Mds € au mois d'août, en hausse de 2,4% sur le mois, après +4,7% en juillet et +14,9% en juin. Elles affichent donc un ralentissement sur la fin du troisième trimestre. Dans le même temps, les importations franchissent les 85 Mds € en août, en augmentation de 5,8% sur un mois, après +1% en juillet et +6,9% en juin. La balance commerciale allemande dégage ainsi un surplus de 15,7 Mds € en août, contre 18,8 Mds € en juillet. La décomposition par zones géographiques signale un tassement de l'excédent commercial essentiellement vis-à-vis des pays tiers et dans une moindre mesure envers les pays de la zone euro. Les échanges à destination des pays européens hors zone euro se sont, en revanche, améliorés. Les exportations à destination des principaux partenaires commerciaux du pays, confirment des difficultés sous-jacentes à la crise sanitaire. Les exportations vers la Chine au mois d'août sont à peine inférieures à 1% à ce qu'elles étaient un an plus tôt. Les exportations vers les États-Unis demeurent perturbées avec un repli affiché de plus de 21% en rythme annuel, tandis que

celles avec le Royaume-Uni enregistrent une baisse de 7,3% sur l'année. En parallèle, les importations venant de Chine se sont redressées à leur niveau d'avant-crise, tandis que celles en provenant des États-Unis ont reculé de 5,2% (sur un an) et celles du Royaume-Uni de plus de 22%.

Allemagne : balance commerciale



Notre opinion – Les échanges commerciaux allemands ralentissent au milieu du troisième trimestre. Si les échanges avec la Chine ont globalement retrouvé leur niveau de l'an dernier, c'est loin d'être le cas avec les États-Unis et le Royaume-Uni. Après le sursaut constaté post-déconfinement, la demande mondiale semble de nouveau affectée par la recrudescence du nombre d'infections qui jette le doute sur la possibilité d'un retour rapide de l'activité à son niveau d'avant-crise.

 **Espagne : premiers pas vers le budget 2021**

Le Conseil des ministres a approuvé le nouveau scénario macro-économique, avec une prévision de baisse du PIB de 11,2% en 2020, ainsi que la nouvelle limite des dépenses budgétaires. Le gouvernement a décidé également la suspension des règles budgétaires liées au déficit et à la dette de toutes les administrations publiques en 2020 et 2021, suite à la recommandation de la Commission européenne sur la suspension extraordinaire du Pacte de stabilité. Cela éloigne la possibilité d'une réduction rapide du déficit cumulé cette année en réponse à la crise. Le gouvernement a affirmé que le PIB a augmenté de 13% au troisième trimestre, mais la mauvaise performance du deuxième trimestre a conduit à une prévision plus mauvaise pour l'ensemble de l'année avec une contraction de -11,2% (2,4 points de croissance en moins que la prévision précédente en avril). Le tableau macro-économique présenté par l'exécutif montre un effondrement de la consommation privée (-12,6%) et des investissements (-18,3%), ainsi que des exportations (-22,7%) et des importations (-20%). Dans ces conditions, le gouvernement estime que l'emploi va diminuer de 8,4% et que le taux de chômage va grimper à 17,1% en 2020.

8,3% et les investissements de 7,2%. Il s'attend également à ce que le commerce extérieur reprenne avec une forte progression des exportations (11,7%) et des importations (8,6%). Le taux de chômage resterait élevé, à 16,9%. Selon le ministre de l'Économie, la plus mauvaise performance de l'économie espagnole par rapport à ses partenaires européens était due au fait que les secteurs les plus touchés par la pandémie, tels que le tourisme, l'hôtellerie et le commerce, ont un poids relatif plus important. Les conditions particulières de l'évolution de la pandémie en Espagne ont aussi contribué à creuser cet écart. La prévision de croissance du PIB de 7,2% pour l'année prochaine est un scénario à législation inchangée, puisque la croissance économique pour 2021 pourrait atteindre 9,8% avec l'impulsion budgétaire liée aux fonds européens. Parmi les risques qui pèsent sur le scénario du gouvernement, figurent les derniers détails sur les fonds européens, la possibilité d'approuver le budget général de l'État dès que possible, le risque que les impacts économiques du coronavirus soient plus structurels, le Brexit ou bien l'évolution de la pandémie et les perspectives de vaccination.

En 2021, l'exécutif prévoit une croissance du PIB de 7,2%. La consommation privée s'améliorerait de

Quant au plafond de dépenses totales pour le prochain exercice, le ministre des Finances a présenté trois seuils : celui qui peut être comparé

aux années précédentes et qui s'élève à 136 779 € (soit une augmentation de 7,2% par rapport à l'année précédente) ; la limite de dépenses avec les transferts extraordinaires aux régions autonomes et à la sécurité sociale, qui s'élève à 168 661 millions d'euros (+32,2%) ; et enfin, la limite de dépenses qui inclut les fonds européens, qui s'élève à 196 097 millions d'euros (+53,7%). Le Conseil des ministres a également fixé le déficit pour 2020, à

11,3% du PIB (au-dessus des 10,34% du Programme de stabilité d'avril), et 2021, à 7,7% du PIB. Le déficit de de l'administration centrale atteindrait 2,4% du PIB, celui des Communautés autonomes 2,2%, celui de la Sécurité sociale 3%. Avec la reprise par l'administration centrale d'une partie du déficit des Communautés autonomes et de la Sécurité sociale, le déficit de l'État monterait à 5,2%.

✓ Notre opinion – Avec le nouveau scénario macro-économique et les prévisions du plafond des dépenses publiques, le gouvernement présentera au cours du mois d'octobre le projet de budget général de l'État de 2021, qui doit être approuvé fin décembre ou début janvier. Parmi les mesures qui ont été abordées figurent l'augmentation de l'impôt sur le revenu sur les tranches plus élevées, des allègements fiscaux pour les PME, l'extension de la TVA à 21% à l'éducation et à la santé privée, la réduction des avantages fiscaux aux plans de retraite individuels et la hausse des taux réduits de TVA, ces deux dernières mesures étant considérées inefficaces par le dernier rapport de l'Autorité indépendante espagnole pour la responsabilité fiscale, car elles bénéficieraient aux rentes les plus élevées.

Les options du gouvernement sont en principe doubles : faire passer le projet de Loi de finances avec Ciudadanos et le PNV (Parti Nationaliste Basque) ou répéter la formule avec le soutien des groupes qui ont appuyé l'investiture de Pedro Sánchez (notamment ERC, JxCAT ou EH Bildu). Dès le 15 octobre, le gouvernement enverra à Bruxelles le projet de Loi de finances dans lequel il exposera les lignes générales du budget et l'utilisation des fonds européens. La présentation au Parlement est aussi prévue en octobre. Si le budget 2018 du gouvernement de Mariano Rajoy (déjà prolongé en 2019 et en 2020) est maintenu une année supplémentaire, ce sera la neuvième prolongation budgétaire en démocratie, comme cela s'est produit précédemment avec les comptes de 1978, 1982, 1995, 2011, 2016 et 2017. Toutefois, le Trésor assure qu'il a toujours l'intention de présenter le projet en temps et en heure pour son entrée en vigueur l'année prochaine, bien qu'il ne cache pas le fait qu'il pourrait y avoir une extension technique pendant plusieurs semaines si les nouveaux budgets ne sont pas prêts pour le 1^{er} janvier 2021.

Pays émergents

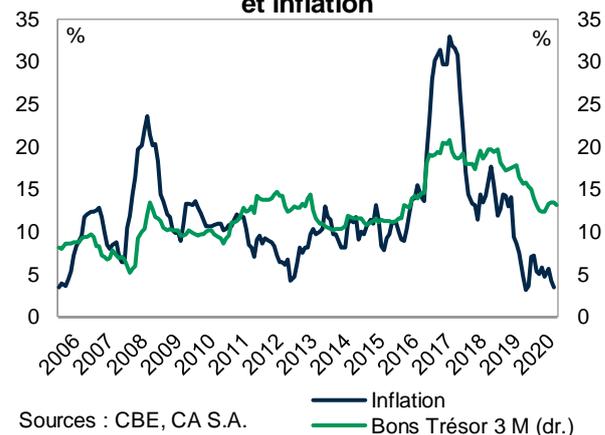
Égypte : le coût de financement de la dette publique reste élevé, mais il baisse

Avec un taux de financement de sa dette publique à court terme de 13,2% à fin septembre, l'Égypte est l'un des pays du Moyen-Orient qui se finance sur les marchés à un coût parmi les plus onéreux pour les finances publiques. Plusieurs causes permettent d'expliquer cette situation. D'une part, le niveau historiquement élevé de l'inflation qui est en grande partie structurelle ; d'autre part, le caractère essentiellement domestique de sa dette (elle reste à 71% en monnaie locale à fin 2019, même si ce pourcentage a sensiblement diminué depuis 2016, date de la dévaluation de la livre) ; et enfin le fait que les créanciers du souverain sont très majoritairement les banques locales.

Pour pouvoir placer sa dette sans mettre son système bancaire en difficulté (en sous-payant par exemple), l'État est prêt à payer relativement cher. À fin août, le taux d'intérêt « réel » après inflation s'élevait à 10%. Actuellement, le coût de la dette reste donc élevé pour l'État, car cette dette est très largement à moyen et long termes et la désinflation a été très rapide en 2019. Ceci est bien lisible sur le

graphique ci-dessous. Pendant quelques années, les banques, principales créancières de l'État, ont un peu profité de cette situation, sauf pendant la période d'inflation importée (en 2017) après l'effondrement du change. Comment peuvent évoluer ces taux dans les prochaines années ?

Égypte : taux bons du Trésor et inflation



Notre opinion – La tendance des taux de financement devrait rester à la baisse à moyen terme, en raison de la politique monétaire plus articulée de la Banque centrale en termes de lutte contre la hausse des prix. La désinflation en elle-même ne sera qu'un élément de l'équation et la baisse prendra un peu de temps, car la prime de risque (CDS à cinq ans) est stabilisée autour de 400 à 450 points de base et elle varie beaucoup dès qu'il y a des chocs macros (elle est passée à 600 pb en avril au moment du confinement du pays et de l'incertitude sur la réponse publique à la crise sanitaire).

Par ailleurs, il faudra aussi tenir compte d'une dette souveraine plus élevée en pourcentage du PIB, compte tenu des déficits publics issus de la crise de la Covid-19. Cela pourrait aussi retarder la baisse des taux de financement de l'État dans les prochains trimestres.

Oman : le pays est retiré de la liste des paradis fiscaux non coopératifs par l'UE

À la suite de réformes et d'une meilleure coopération avec les pays membres de l'Union européenne et de la Commission, Oman a été retiré de la liste des

paradis fiscaux non coopératifs. Ceci devrait permettre une plus grande transparence et faciliter les échanges avec les pays de l'UE.

Irak : la récession devrait atteindre 8% cette année

Avec 30 000 nouveaux cas de contaminés au coronavirus par semaine, l'Irak est le deuxième pays du Moyen-Orient (après Israël) le plus affecté par la pandémie, ces deux derniers mois. Il dépasse même l'Iran. Les mesures de confinement s'intensifient donc et vont peser sur l'activité. Par ailleurs, le

secteur pétrolier est toujours sous forte contrainte avec un prix du bail autour de 40 dollars et un meilleur respect par Bagdad de l'accord OPEP+ qui a entraîné une chute de la production de pétrole de 20% en juillet et en août. La récession devrait donc atteindre 8% du PIB en 2020.

Notre opinion – Les déficits jumeaux vont être très prononcés cette année et pourraient atteindre 7% du PIB pour le déficit courant et 18% du PIB pour le déficit budgétaire, selon le consensus des analystes. Un rebond de croissance de 4% en 2021 reste encore hypothétique à ce stade de la pandémie.

 **Zambie : le dilemme entre allègement et restructuration de dette**

Face à l'impact économique du coronavirus, la Zambie cherche à obtenir un allègement du service de sa dette. Le pays a souffert des mesures de confinement imposées pour lutter contre la pandémie, ainsi que de la fermeture de ses frontières. Cela a perturbé les chaînes d'approvisionnement de ce pays enclavé. Le secteur minier, notamment la production du cuivre, principale exportation du pays, a été ralenti. Cumulée, à une brève chute des cours du cuivre, la baisse de la production devrait se traduire par une diminution de 20% des exportations en 2020. Cela a entraîné une chute de 43% du kwacha, la monnaie locale, face au dollar.

prêteurs concessionnels bilatéraux ou multilatéraux. Le pays est éligible à l'Initiative de Suspension du Service de la Dette (ISSD) du G20 et a renoué le contact avec le FMI pour y recourir. La Zambie se dit d'ailleurs en discussion avec l'Inde et la Chine à ce sujet. Néanmoins, le pays déclare ne pouvoir en espérer que 81 millions de dollars d'allègement *via* l'ISSD, contre 897 millions grâce à une participation des créanciers privés.

Le 22 septembre 2020, le gouvernement a donc lancé une consultation auprès des détenteurs de ses eurobonds, dans le but d'obtenir un allègement du service de sa dette. Malgré l'insistance des pays du Club de Paris à ce que les créanciers privés participent à l'ISSD, les pays africains ont pu se montrer réticents à l'idée de demander leur participation, de peur d'être sanctionnés par les marchés. Dans le cas de la Zambie, la demande a immédiatement été suivie d'une dégradation de sa note d'émetteurs par les agences de notation Standard & Poor's et Fitch, à respectivement CCC- et C. L'agence Standard & Poor's interprète cet appel comme révélant des « difficultés significatives à répondre à ses obligations commerciales » et comme augurant d'un défaut sur cette dette. Les deux agences considèrent d'ailleurs qu'une réponse positive à la demande d'allègement de la part des créanciers placerait le pays à leurs yeux en situation de défaut.

Zambie : taux de change et cours du cuivre



Sources : Crédit Agricole SA, Refinitiv

Par rapport aux autres pays de la zone, la contraction du PIB du pays devrait rester limitée, les prévisions les plus pessimistes faisant état d'une récession à -4% en 2020. Les problèmes du pays se situent sur le front de la dette publique, à 92% du PIB en 2019, et de la liquidité, une large part de cette dette étant en devises. Le FMI prévoit que la dette publique devrait atteindre 95,5% du PIB fin 2020 et les réserves devraient tomber sous les deux mois d'importations. La dette publique extérieure est d'un montant de 11,5 milliards de dollars (13,8 en comptant les prêts garantis par l'État). Ces 11,5 milliards de dette publique extérieure représentent 49% du PIB 2019 au taux de change moyen de cette année, mais ce chiffre grimpe mécaniquement à 77% du PIB au taux de change actuel (1 dollar américain = 20 kwacha). Cette somme comprend à parts égales, des prêts chinois (traités comme des prêts commerciaux), trois eurobonds (maturité 2022, 2024 et 2027) et des prêts commerciaux (hors-Chine), pour un montant proche de 9 milliards de dollars. Le solde, 2,6 milliards, est détenu par des

Cependant, les créanciers du pays ne se sont pour le moment pas montrés intéressés par la demande d'allègement. Aidé par la banque Lazard, le pays s'était livré à un exercice de transparence quant à la composition de sa dette, divulguant spécifiquement la proportion du service de la dette allant aux prêteurs chinois entre juin 2019 et août 2020. Cela n'aura pas suffi, car c'est sur ce dernier point que les créanciers privés se sont montrés le plus soucieux. En effet, l'inquiétude est double : celle d'un traitement préférentiel des créanciers chinois et celle plus générale de la soutenabilité de la dette envers la Chine. D'après le *China-Africa Project*, la Zambie a reçu 6,9 milliards de dollars de prêts chinois entre 2014 et 2018. Sur ces 6,9 milliards prêtés par la Chine, 1,2 milliard est allé à l'armée ou aux forces de sécurité, ne produisant donc aucun flux à même d'aider au remboursement. Par ailleurs, même si des liens ont repris, la difficile relation du pays avec le FMI pose la question de sa capacité à recevoir de l'aide de la part d'institutions multilatérales.

 **Notre opinion** – Les pays africains doivent naviguer avec précaution concernant l'initiative d'allègement du service de leur dette. Les créanciers privés et la Chine semblent se trouver sur une ligne proche, celle du cas par cas, qui expose le pays qui en fait la demande à un tarissement des futurs flux de financement. Par ailleurs, le manque de transparence sur les prêts chinois continue de ralentir les efforts consentis par les autres créanciers. Les nombreux pays africains qui, comme la Zambie, ne réussissent pas à réduire leur besoin de financement extérieur d'origine publique ne seront donc pas incités à suivre son exemple.

👉 Emprunteur : Bichkek, créancier : Pékin

Le Kirghizstan, qui est le pays le plus pauvre d'Europe de l'Est avec le Tadjikistan (des PIB par habitant de 3 541 et 3 133 dollars en parité de pouvoir d'achat, à comparer aux 25 186 dollars des Kazakhs) n'est pas souvent à la une de l'actualité internationale ! Ce sont les émeutes anti-corruption qui l'y ont amené. Elles ont non seulement fait tomber le gouvernement en place depuis 2017, mais aussi plongé le pays dans un moment de chaos, à la suite d'élections contestées. **Cependant, c'est surtout le moment et le lieu de ces émeutes, qui interpellent la communauté internationale.**

Un mode opératoire politique qui en rappelle d'autres

Le moment a cela de particulier qu'il fait suite aux émeutes au Belarus, et qu'il est concomitant à la guerre du Haut-Karabakh. Ces événements n'ont pas de liens a priori, mis à part qu'ils se situent tous dans une périphérie de la Russie qui apparaît de plus en plus instable. Intéressant par exemple de rappeler la composition de l'Union économique eurasiatique, créée en 2015, qui marque la politique de pivot vers l'Asie de la Russie : Arménie, Belarus, Kazakhstan, Kirghizstan, Russie...

Par ailleurs, même si ces manifestations ont un ressort politique purement intérieur (dénonciation d'une classe politique oligarchique), elles font écho à d'autres épisodes politiques dans le monde : à Bichkek comme ailleurs, les connexions Internet (40% de la population) rendent plus faciles les insurrections ; à Bichkek comme ailleurs, les jeunes veulent des changements de personnel politique. Là-bas aussi, c'est l'histoire d'un cycle générationnel, et il y a là un point en commun évident avec Kiev, Minsk ou Bakou : la zone post-soviétique a arrêté en cours sa transition démocratique ; soit que les dirigeants soient en poste depuis plus de vingt ans (la Russie bien sûr...) ; soit que la classe politique soit minée par les clans ou la corruption.

Les événements kirghizes font donc écho, une fois encore, à ces printemps des peuples arabes, qui inspirent le mode opératoire des insurrections spontanées dans le monde entier depuis 2012. Il n'y a pas, a priori, de facteurs de contagion aux autres pays de la région, mais le président Tadjik, en poste depuis vingt-huit ans, devrait tout de même se méfier des prochaines consultations électorales...

Enfin, le risque d'une déstabilisation de ce pays met aussi en valeur une dynamique post-Covid que nous

allons retrouver dans d'autres pays, parmi les plus pauvres. En effet, l'économie kirghize vit surtout de trois choses : des ventes d'or à la Grande Bretagne, des revenus des travailleurs émigrés à Moscou (dont la Banque mondiale estime qu'à 30% du PIB, comme au Tadjikistan, il s'agit d'un des taux les plus élevés au monde), et des opérations de dette contre infrastructure menées avec la Chine (cf. page [géopolitique](#)). À part cela, le pays importe son énergie de Russie, et ses textiles d'un Xinyang, qui a capté une large part du marché d'Asie centrale.

On le sait, on le dit depuis des années, ce mode opératoire de l'initiative *Belt and Road* en Asie centrale n'est pas sans danger pour les pays récipiendaires, très vite surendettés. Mais le choc économique de la Covid peut faire exploser la mécanique. Et cela concerne les autres créanciers, FMI en première ligne.

La trappe d'endettement chinoise

C'est exactement le cas du Kirghizstan, avec une dette extérieure qui représente 85% de son PIB et surtout 227% des exportations, soit un niveau au-delà des seuils d'alerte qui signalent un surendettement. Et bien que le pays affiche l'équivalent de quatre mois d'importations en réserves de change, les ratios de liquidité sont très mauvais. Mais surtout : la Chine compte pour 46% de la dette extérieure privée, suivie à 10% par la Russie ; et 45% de la dette extérieure publique.

Certes, cette dette s'est accumulée surtout avant 2010, à travers des projets de dette contre infrastructures, à taux concessionnels, et avec des périodes de grâce d'au moins dix ans. Mais ces dernières arrivent à maturité en pleine période Covid. Dans le cas du Tadjikistan, la situation est encore plus grave, car le pays a mené une politique d'endettement à marche forcée, sans rapport avec ses fondamentaux économiques, allant jusqu'à placer un eurobond de 500 millions de dollars en 2017, à dix ans, pour un taux de 7,1%. Trois mois auparavant, le Belarus avait fait de même, pour 1,4 milliard de dollars... Chine plus marchés financiers ont joué main dans la main...

Les deux pays ont donc sollicité une restructuration de leur dette auprès de la Chine, qui n'a pas encore réagi. En revanche, les deux également ont bénéficié des aides d'urgence du FMI au printemps, dont une partie a virtuellement servi au remboursement de cette dette chinoise !

☑ **Notre opinion** – La question d'un surendettement des pays pauvres vis-à-vis de la Chine, mais aussi des prêteurs privés, se pose depuis plusieurs années. Elle a été nourrie de concert par la géo-économie de Pékin et l'appétit des marchés financiers sur-liquides. Elle est aujourd'hui révélée par la Covid. Mais à présent, le FMI, qui a assuré vite et bien le rôle de prêteur en dernier ressort en mai dernier, va devoir tenir compte de ces structures complexes de créanciers, qui sont loin d'être tous assis à la table du Club de Paris ! Le Fonds propose d'ailleurs de revoir les clauses d'actions collectives, mais il va surtout falloir réinventer les schémas de restructuration, car la géopolitique plus assertive du monde actuel va s'inviter dans la négociation.

Géopolitique

Asie centrale : toc, toc, qui est là ?

L'Asie centrale va redevenir un enjeu géopolitique important, dans une période où les équilibres mondiaux se redessinent. Ainsi, quand Kipling parlait du « Grand Jeu » entre la Russie et l'Angleterre, au XIX^e siècle, cette région était considérée comme le pivot du monde. Puis, elle a été un peu oubliée par la mondialisation, handicapée par son enclavement. Mais dans un contexte de rapprochement stratégique russo-chinois – qui représente LE cauchemar géopolitique des États-Unis – elle a des chances de le redevenir. À ce titre, ni la Chine, ni la Russie ne peuvent se permettre aujourd'hui une déstabilisation des États régionaux.

De fait, l'Asie centrale constitue à la fois l'Hinterland partagé de la Chine et de la Russie, et pour les Américains, elle est composée de plusieurs États que Z. Brzezinski – conseiller de J. Carter et principal artisan du durcissement de la politique étrangère américaine vis-à-vis de la Russie – décrivait comme des pivots³, c'est-à-dire dont la bascule géopolitique, quel que soit leur poids économique, peut entraîner celle de toute une région. L'Asie centrale est donc le lieu de contact stratégique des trois puissances et un enjeu devenu vital pour Pékin : clé du déploiement terrestre de sa géo-économie et solution d'une moindre dépendance stratégique vis-à-vis du détroit maritime de Malacca (par lequel transite 85% de son pétrole, mais dont la Chine ne peut assurer la sécurité – c'est le fameux « dilemme de Malacca » évoqué par Hu Jintao dès 2003). Sans surprise, c'est donc au Kazakhstan, en 2013, que le président Xi présente au monde son projet de nouvelle route de la soie terrestre, rebaptisé plus tard « initiative », pour mieux en mettre en valeur le caractère institutionnel très souple (voire vague...).

Pour les Américains, même si la zone reste stratégique et s'ils sont encore présents dans le secteur énergétique, ils n'ont cependant pas réussi leur pari de désenclavement, et encore moins d'implantation militaire, la dernière base au Kirghizstan, ayant été fermée en 2014, à la demande du gouvernement kirghize... Et qui se souvient qu'en 2012, la secrétaire d'État d'alors, une certaine H. Clinton, lançait un projet centré sur l'Afghanistan, nommé « route de la soie »... Donc échec et ironie de l'histoire.

Pour les Russes, ce n'est évidemment pas la même chose : il s'agit de leur étranger proche. Mais leur leadership économique s'est effrité, dans le domaine commercial (Pékin est le premier partenaire de la zone) ou en matière d'investissements directs (Pékin a notamment été très efficace

dans le maillage de *pipelines*, la première ligne avec le Turkménistan, inaugurée en 2009 ayant par exemple été construite en deux ans...). Mais les Russes restent présents dans les domaines énergétique, minier (uranium kazakh), financier, agro-alimentaire et militaire, avec des bases au Kazakhstan, au Kirghizstan, et au Tadjikistan, ainsi qu'avec le leadership du Traité de Sécurité Collective⁴. Par ailleurs, l'Ouzbékistan, mais surtout le Tadjikistan et le Kirghizstan sont dépendants des revenus des travailleurs émigrés à Moscou. Enfin, la Russie possède encore un fort *soft power* régional, appuyé sur les populations russophones (bien que le russe soit moins utilisé), et par ailleurs, nourri depuis peu par la montée de la sinophobie ! *Soft power* à rebours... Ainsi, au Kazakhstan, des manifestations ont eu lieu en 2016 contre la vente de terres aux Chinois, puis en 2019, contre des constructions d'usines, et cet été, avec l'arrestation d'activistes dénonçant l'enfermement des Kazakhs Ouïghours du Xinyang. Le sujet est explosif politiquement, pour un gouvernement qui a tout intérêt à développer des liens déjà forts avec Pékin (à titre d'exemple récent, une hausse de 20% en variation annuelle des ventes en août vers la Chine, et une perspective de prendre la place australienne pour l'exportation de viande). Le Kirghizstan, lui aussi, est un pays où la sinophobie augmente. En 2016, un attentat a eu lieu contre l'ambassade chinoise, et depuis, Pékin sécurise ses activités en faisant appel à de nombreuses sociétés de protection privées.

Pour la Chine, l'Asie centrale est une zone d'approvisionnement énergétique (le Turkménistan assure la moitié des besoins chinois d'importation de gaz) et alimentaire, mais c'est aussi une aire de transit terrestre vers l'Europe, l'Inde, l'Iran, d'autant plus essentielle dans le contexte de tensions maritimes du côté mer de Chine. Depuis 2011 et la liaison Chongking/Duisbourg, une ligne de chemin de fer est ouverte chaque année de Chine vers l'Europe : en 2012 vers la République tchèque, en 2013, la Pologne, en 2014, l'Espagne, en 2017, la Finlande, etc. **Depuis quinze ans (déjà avant la Route de la soie...), l'influence économique chinoise est passée par trois canaux :** le commerce, les investissements et les prêts faits par des structures multilatérales, comme l'Asian Infrastructure Investment Bank, ou par les banques d'État. Mais la puissance militaire se déploie aussi progressivement, surtout avec le Tadjikistan et le Kirghizstan, sous couvert de sécurisation des frontières, et de coopération anti-terroriste. De fait, il est probable qu'**en Asie centrale encore plus**

³ Tania Sollogoub et Thierry Pasquet, « L'impact de l'initiative chinoise Belt and Road en Asie centrale : le bel avenir de la géo-économie », in A. de Tinguy (dir.), Regards sur l'Eurasie.

L'année politique 2018/Les Études du CERI, n° 241-242, février 2019

⁴ Fondé en 2002 et qui regroupe l'Arménie, la Biélorussie, le Kazakhstan, le Kirghizstan, la Russie et le Tadjikistan.

qu'ailleurs, la Chine devienne assertive sur les questions sécuritaires, la stabilité régionale étant indispensable pour assurer celle du Xinyang. Néanmoins, cette assertivité va devoir

se déployer en respectant la présence russe, dans les domaines et territoires considérés comme stratégiques par Moscou.

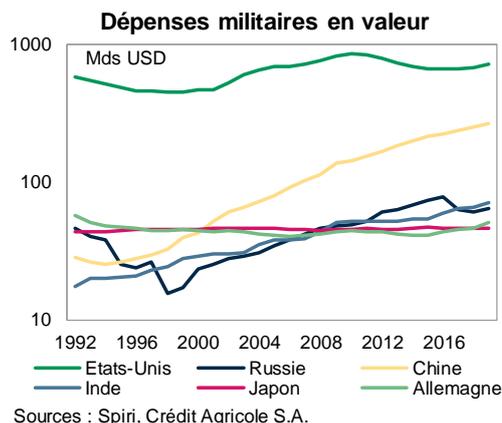
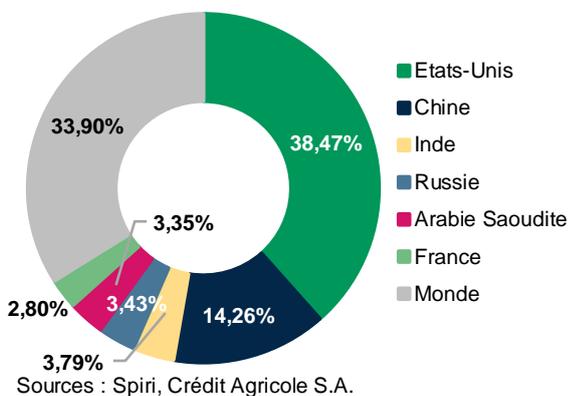
👉 Une belle saison pour le dilemme de sécurité...

À l'heure où une forme de vacance de la gouvernance internationale encourage les comportements militaires opportunistes d'acteurs régionaux avec des visées annexionnistes ; à l'heure où des conflits « gelés » se ré-allument dans le Haut-Karabakh ou au Cachemire, rappelons que nous sommes dans un monde qui se réarme.

Ainsi, selon le rapport 2020 du Stockholm *International Peace Research Institute* (Sipri), les dépenses militaires mondiales en 2019 avaient atteint 1917 milliards de dollars, soit la plus forte augmentation en rythme annuel (+3,6% par rapport à 2018) depuis 2010. États-Unis, Chine, Inde, Russie et Arabie saoudite – les cinq premiers en termes de dépenses – représentent à eux seuls 62% du total global. Quant aux dépenses militaires américaines, elles ont fortement grimpé en 2019 (+5,3%) et contribuent pour une large part à l'augmentation globale. Les dépenses chinoises ont d'ailleurs augmenté dans les mêmes proportions entre 2018 et 2019 (+5,1%), bien que le budget militaire chinois ne soit pas comparable en valeur au budget américain (respectivement 261 milliards et 732 milliards de dollars en 2019).

son stock d'ogives nucléaires dans la prochaine décennie (mais le stock d'ogives nucléaires chinois demeurerait toujours bien inférieur au stock américain). **Et surtout, le domaine maritime, or celui-ci est essentiel dans la stratégie géopolitique américaine, qui se projette avant tout comme puissance maritime – ce qui implique à la fois la maîtrise des accès-clés du monde, mais aussi une domination navale.** Or, selon ce rapport, la Chine ferait la course en tête à la fois en nombre de bateaux (350 navires et sous-marins, auxquels il faut ajouter les 130 navires gardes côtes, contre 293 pour l'US Navy,) mais aussi en termes de capacités de production de l'industrie navale. Le secrétaire de la Défense, Mark Esper, a donc évoqué un objectif de hausse des dépenses maritime de l'ordre de 35%.

Part dans les dépenses militaires mondiales en 2019 (en % du total)



La nouvelle « guerre froide » qui oppose États-Unis et Chine, et qui va sans doute structurer les relations internationales, s'esquisse déjà comme une belle illustration du dilemme de sécurité : les États-Unis sont inquiets de la montée en puissance militaire de la Chine, et réagissent en augmentant leurs propres capacités militaires. Le rapport du Pentagone présenté au Congrès fin août sur la puissance militaire chinoise alerte ainsi sur la rupture possible de l'équilibre de puissance en faveur de la Chine.

Deux domaines notamment sont cités. Le nucléaire puisque, selon ce rapport, Pékin prévoit de doubler

🔑 Le dilemme de sécurité

Le dilemme de sécurité (John Herz, 1951) repose sur l'idée que les États étant souverains, il n'existe pas, en fait, d'ordre supérieur susceptible de leur imposer un droit international. La priorité de tout État est donc la maximisation de sa sécurité. Cependant, à partir du moment où un pays cherche à assurer sa propre sécurité (acquisition d'armements), cela est perçu comme une menace par les autres États, qui vont à leur tour accroître leurs dépenses. Quant aux ceux qui ont la perception d'un danger accru, ils chercheront soit à augmenter leurs capacités militaires pour rétablir l'équilibre de puissance, soit à déclencher une attaque préventive avant que l'équilibre ne soit rompu. Le dilemme de sécurité peut être à l'origine de tensions militaires, mais aussi de course aux armements. Et la mécanique est d'autant plus forte en période d'incertitude géostratégique globale. Ce concept a été très pertinent pour analyser la course aux armements pendant la guerre froide, chacune des puissances surestimant les capacités offensives de l'autre.

 News géopolitiques

Course aux alliances dans la région Indo-Pacifique – Mike Pompeo s'est rendu à Tokyo dans le cadre d'une réunion de type « Quad ». Ce groupe rassemble les États-Unis, le Japon, l'Australie et l'Inde. Le premier dialogue « quadrilatéral » s'est tenu en 2007, sous l'administration Obama, et avait été suivi d'exercices navals conjoints. Un an plus tard, l'Australie s'était retiré en raison des pressions chinoises. Mais le groupe a été réactivé en 2017 sous l'administration Trump.

À présent, la dégradation des relations sino-australiennes (Canberra a appelé à une enquête internationale sur la responsabilité chinoise dans la pandémie et Pékin a rétorqué en imposant des sanctions sur le bœuf et l'orge australiens), mais aussi sino-indienne (conflit au Cachemire) est en train de resserrer les membres du groupe autour d'une même volonté d'endiguer la Chine dans la région, qui se retrouve très isolée.

Par ailleurs, les médias indiens spéculent sur la participation de l'Australie aux exercices navals annuels Malabar, menés par l'Inde avec les États-Unis et le Japon, ce qui renforcerait l'intégration du groupe sur le plan militaire.

Arabie Saoudite-Turquie : vers le boycott – L'affrontement idéologique entre d'un côté l'Arabie saoudite, partisane d'un étatisme fort et, de l'autre, la Turquie, adepte de l'Islam politique transnational déborde sur le terrain des relations d'affaires. Le président des Chambres de Commerce saoudiennes a appelé au boycott de tout ce qui provient de Turquie (investissements, produits turcs, touristes) auprès des milieux d'affaires. Après un affrontement sur le terrain syrien et dans la crise du Qatar, l'intervention directe turque en Libye a fait encore monter la tension d'un cran.

Israël-Liban : la mer partagée – Dans le cadre des grandes manœuvres de partage des eaux de la Méditerranée orientale, Israël et le Liban seraient prêts à engager des pourparlers directs sous l'égide de l'ONU pour résoudre leurs désaccords frontaliers et s'accorder sur les frontières maritimes et terrestres disputés. Officiellement, les deux pays sont toujours en guerre. La pression exercée par des États-Unis et la nécessité de part et d'autre, de clairement définir l'espace maritime qui recèle de potentielles et importantes réserves de gaz et de pétrole off-shore ont rendu cette avancée possible.

Un monde qui tolère de moins en moins les migrations – D'après un indice par l'institut de sondage Gallup, qui mesure le taux d'acceptation des migrants, le monde est devenu moins tolérant à l'égard des migrants entre 2016 et 2019, et c'est une source de risque politique et géopolitique. En Amérique latine, cet indice a chuté de deux points au Pérou, en Équateur et en Colombie, trois pays qui ont accueilli des millions de Vénézuéliens à partir de 2015. Initialement, les migrants ont été reçus favorablement, mais

l'opinion publique s'est retournée, quand les systèmes économiques, sanitaires et scolaires ont été mis sous pression.

En Europe, le taux d'acceptation des migrations s'est également dégradé : certains pays de l'UE sont même en tête du classement des pays les moins tolérants au monde (Hongrie en 2^e position, Croatie en 4^e position). D'ailleurs, la plupart des pays qui ont enregistré le score le plus bas en 2019, faisaient déjà partie du classement des pays les moins tolérants en 2016. Cependant, quatre nouveaux y ont fait apparition en 2019 : la Bosnie-Herzégovine (5^e place), la Malaisie (8^e place), la Thaïlande (9^e place) et la Turquie (11^e place).

Chine à l'ONU : êtes-vous droits de l'Homme ou win-win ? – À l'ONU, trente-et-un pays ont soutenu un groupe emmené par l'Allemagne pour protester contre les violations de droits de l'Homme par la Chine. Mais la Chine a été soutenue, quant à elle, par cinquante-trois pays (dont l'Arabie saoudite et les Émirats) dans sa critique des sanctions unilatérales des États Unis sur certains pays, et dans ses manquements aux droits humains pendant les violences policières et la pandémie. L'ambassadeur a, par ailleurs, défendu la conception chinoise des partenariats « gagnant-gagnant » entre pays, opposée à une vision plus universaliste des droits de l'Homme, imposée comme norme.

Cette position de Pékin est d'ailleurs exactement la même qui sous-tend « l'initiative » de la Route de la Soie et la Chine cherche à en faire une sorte de cheval de Troie pour faire évoluer les institutions internationales par l'intérieur, vers sa propre vision de la gouvernance mondiale. Par ailleurs, elle veille à ne pas rentrer dans un « récit » de guerre froide, et à le dénoncer dès qu'elle le peut, comme vient de le faire son ambassadeur au Japon, qui demande aux Américains, à la suite de la visite de M. Pompeo, d'abandonner leur mentalité de guerre froide.

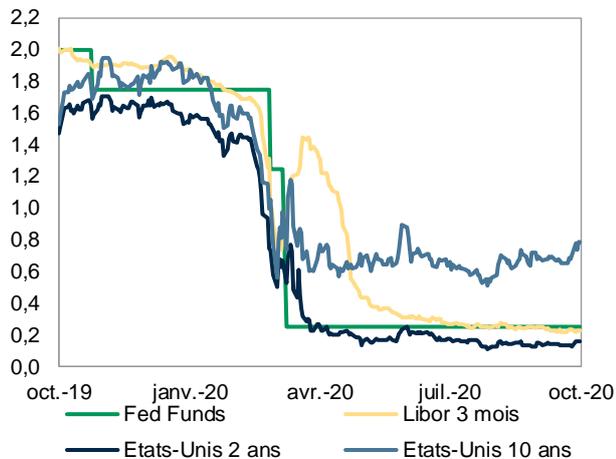
Sur le front du Karabakh – Les combats se poursuivent, virulents, de plus en plus étendus, mais des rencontres de chacun de belligérants avec des membres du groupe de Minsk vont être organisées à Genève et à Moscou. La Géorgie a également proposé ses services de médiation. Moscou assure l'Arménie de son soutien, mais semble peu pressée d'intervenir et les spéculations sur sa stratégie vont bon train. Ce qui est probable :

- 1 - Moscou n'acceptera jamais de perdre le contrôle de cette région stratégique.
- 2 - Les Russes n'ont aucun intérêt à s'enfermer dans un alignement géopolitique du type Russie-/Arménie contre Azeris/Turcs.
- 3 - Ils ont au contraire plutôt intérêt à attendre pour pouvoir négocier avec la Turquie, et à préserver leur politique déjà ancienne « d'ambiguïté stratégique » entre Bakou et Erevan tout en se rapprochant d'une virulente Turquie que Moscou peine à encadrer.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

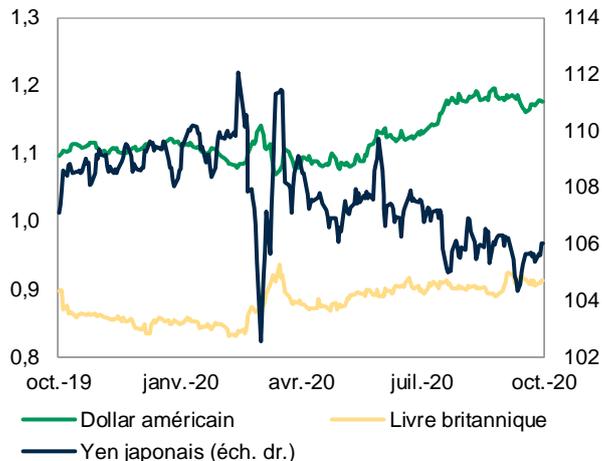
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

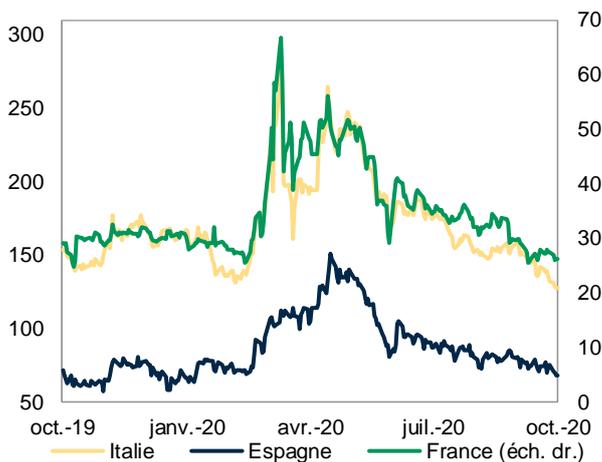
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

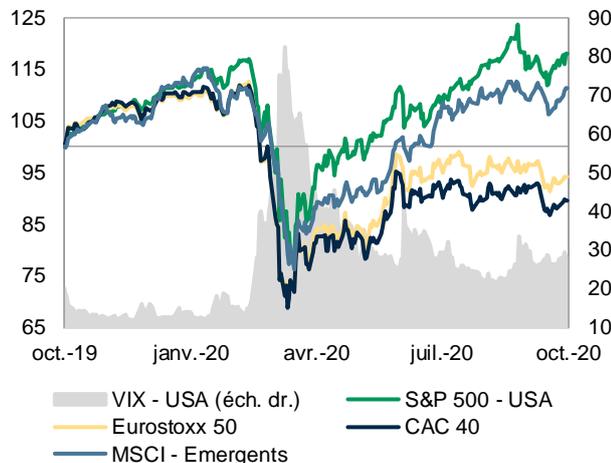
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

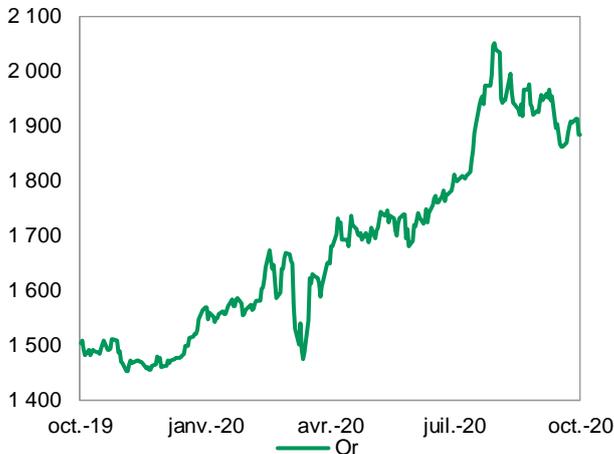
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

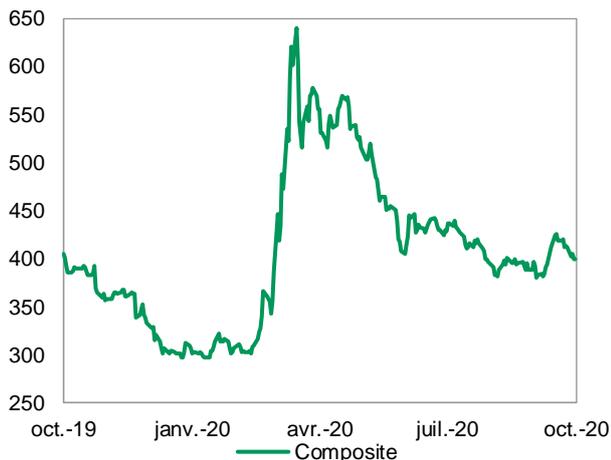
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

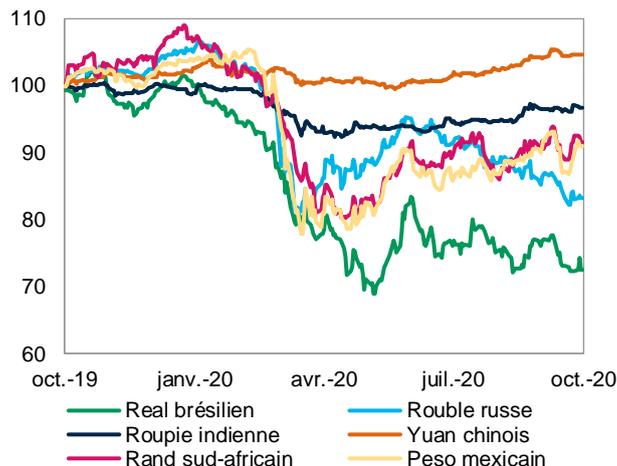
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

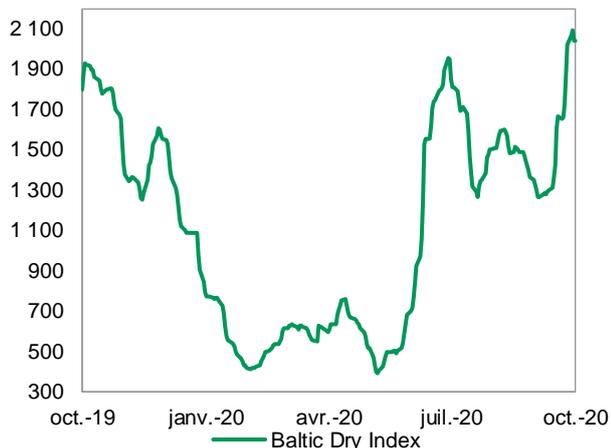
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

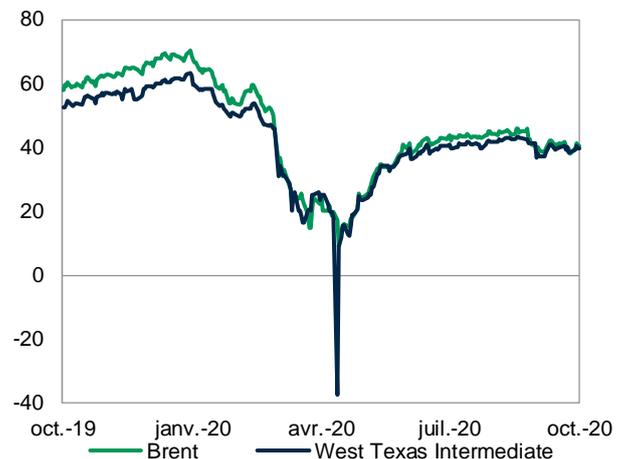
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

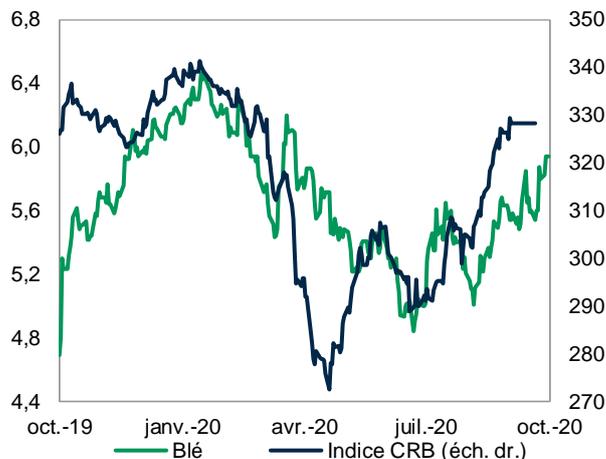
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
01/10/2020	<u>France – Projet de loi de finances pour 2021 : déficit public, 6,7% du PIB après 10,2% en 2020</u>	France
30/09/2020	<u>Asie : qui sont les rescapés de la crise ?</u>	Asie
29/09/2020	<u>Chronique de la vie politique italienne : l'heure des bilans</u>	Italie
28/09/2020	<u>Géopolitique – Rivalité États-Unis - Chine</u>	Géopolitique
25/09/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
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

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 BENADJAOU, 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
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 – 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.