Perspectives

Hebdomadaire – N°20/263 – 23 octobre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

- *Une attente finalement peu anxieuse* 1
- *France : la deuxième vague épidémique pèse sur le climat des affaires* 3
- *Zone euro : les perspectives de croissance s'assombrissent au mois d'octobre* 3
- *Allemagne : l'inquiétude monte avec la deuxième vague épidémique* 4
- *Espagne : crédit, premiers signes de tensions* 5
- *Italie : un budget de transition* 6
- *Royaume-Uni : le nouveau dispositif de chômage technique assoupli, pour éviter des licenciements massifs* 7
- *Chine : la croissance se rééquilibre, mais déçoit* 8
- *Oman : le souverain réussit à emprunter 2 milliards de dollars sur les marchés, grâce à l'annonce d'une demande d'aide financière externe* 9
- *Europe centrale : un reconfinement qui leur pend au nez* 11
- *Brésil : face à des séquelles durables, la politique monétaire devra-t-elle innover ?* 12
- *Kenya : le pire est évité, mais le risque sanitaire est toujours là* 13
- *Nigéria : vers une matérialisation du risque social ?* 14
- *Corée du Nord : le goût du risque ?* 15
- *News géopolitiques* 16

Une attente finalement peu anxieuse

Quand la pandémie prospère, que les entraves à la mobilité se multiplient, que les données économiques échouent à envoyer un signal clairement lisible tant la dispersion est importante, quand elles indiquent un mouvement de rebond en voie de fléchissement et une demande devançant l'offre ou vice-versa (ce décalage n'augure rien de bon) et, enfin, quand les négociations (Royaume-Uni/Union européenne, Démocrates/Républicains au sujet d'un plan de relance) piétinent et qu'approchent les élections américaines, on peut être au mieux perplexe, au pis tétanisé.

Et pourtant, les marchés financiers ne se sont pas réfugiés dans une attitude fébrile d'aversion au risque : ils semblent attendre de « surfer » sur la (possible) vague bleue et, surtout, anticipent un assouplissement supplémentaire de la part des grandes banques centrales.

Aux États-Unis, quelques données économiques plutôt favorables ont été publiées : elles invitent à un optimisme très relatif. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont ainsi été positivement interprétées : mais sans précision supplémentaire, leur repli (pour la première fois sous le seuil des 800 000 depuis mars) peut également indiquer que certains travailleurs sans emploi ont épuisé la durée maximale des prestations de leur État (généralement de six mois) pour être désormais couverts par le programme fédéral. Par ailleurs, la reprise des ventes au détail accélère (5,4% sur un an en valeur en septembre, après 1,9% en août), mais cache toujours d'évidentes disparités avec des secteurs (restauration, ameublement, habillement) très loin de combler leur retard.

Le *Beige Book* de la Fed indique une augmentation de l'activité caractérisée de « légère à modeste », portée par la consommation des ménages, donc très également disparate selon les secteurs. Bien que la croissance reste lente, l'emploi progresse presque partout. Si l'immobilier résidentiel se tient

bien (stocks faibles, demande de prêts hypothécaires soutenue grâce à des conditions de financement favorables), l'immobilier commercial (dans son ensemble) se détériore. Les banques s'attendent évidemment à une augmentation des taux de défaut dans les prochains mois. Enfin, après quatre mois de reprise et contrairement aux attentes, la production industrielle, « plombée » par les biens durables s'est de nouveau repliée en septembre (-0,6% et inférieure de 7,1% par rapport à son niveau pré-crise). Après s'être également repris durant les quatre mois postérieurs à son creux historique d'avril (64,2%), le taux d'utilisation des capacités baisse à 71,5%.

En zone euro, les indices PMI signalent que les perspectives de croissance s'assombrissent au mois d'octobre ; en France, la deuxième vague épidémique pèse sur le climat des affaires ; au Royaume-Uni, le nouveau dispositif de soutien à l'emploi a été assoupli afin d'éviter des licenciements massifs, dispositions qui ne devraient cependant pas permettre d'éviter une hausse du taux de chômage ; en Chine, la croissance poursuit sur le chemin de la reprise, une reprise essentiellement tirée par la dépense publique alors que la demande privée est encore en berne (cf. *infra*).

Bref, l'enthousiasme produit par quelques indicateurs très parcellaires mérite d'être tempéré. On trouvera cependant une véritable raison de se réjouir : la première émission obligataire SURE a rencontré un grand succès.

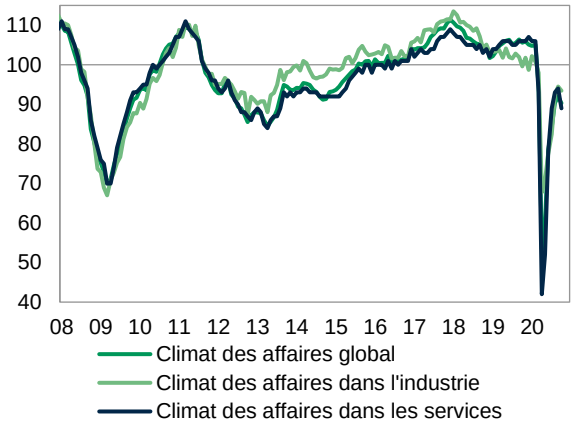
Zone euro

France : la deuxième vague épidémique pèse sur le climat des affaires

Suite à la nette hausse des cas de Covid-19, de nouvelles mesures sanitaires ont été annoncées au cours du mois d'octobre. Le couvre-feu décidé en premier lieu en Ile-de-France et dans huit métropoles, puis généralisé à trente-huit départements fait peser un risque sur la reprise de l'activité économique, en particulier dans les services. Cela se traduit par un recul du climat des affaires au mois d'octobre. L'indicateur cède 2 points à 90, un niveau nettement inférieur à sa moyenne historique (100). Le climat des affaires perd un point dans l'industrie et atteint 93 en octobre, mais le recul est majoritairement dû aux services. Le climat des affaires dans les services cède 5 points et s'établit à 89. En détail, ce sont les soldes d'opinion sur l'activité dans les mois à venir qui sont à l'origine de cette baisse, l'activité et la demande prévues atteignent des niveaux bien inférieurs à leurs moyennes sur longue période.

Les signaux transmis par les enquêtes auprès des directeurs d'achat d'IHS Markit sont assez semblables, l'indice PMI dans l'industrie manufacturière est quasi stable à 51, après 51,2 en septembre, il reste ainsi en zone d'expansion (au-dessus de 50). L'indice PMI dans les services se replie à 46,5 en octobre, en lien avec l'incertitude autour de la situation sanitaire.

Climat des affaires INSEE



Source : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ **Notre opinion –** *La généralisation du couvre-feu à trente-huit départements métropolitains annoncée le 22 octobre fait peser un risque supplémentaire à la reprise de l'activité, en particulier dans les services, une nouvelle baisse du climat des affaires est donc probable au mois de novembre. Il est également clair que les secteurs les plus affectés par la crise sanitaire seront également les derniers à retrouver une activité normale.*

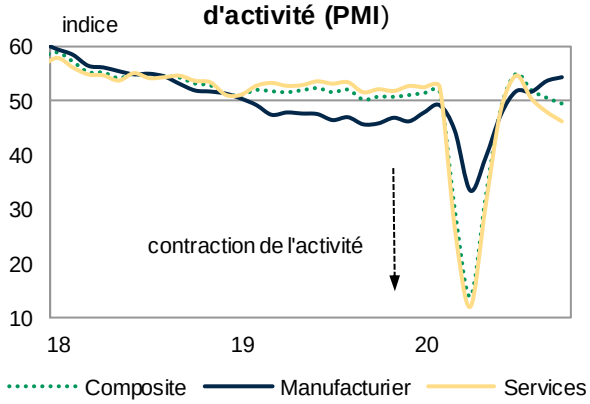
La reprise plus difficile des services pendant l'été se confirme avec cette nouvelle vague de l'épidémie. Ces développements font peser un risque à la baisse sur notre scénario et nos prévisions de croissance pour le quatrième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021.

En outre, face aux nouvelles restrictions, les consommateurs pourraient adopter des comportements de précaution et réduire leur consommation de biens également. Ainsi, si les facteurs de soutien à la reprise sont identifiés (surplus d'épargne pour les consommateurs et plan de relance pour stimuler l'investissement), le timing de la reprise reste incertain et dépendant de la résolution de la crise sanitaire.

Zone euro : les perspectives de croissance s'assombrissent au mois d'octobre

L'indice composite des directeurs d'achat en zone euro s'est replié à 49,4 points au mois d'octobre, après 50,4 point en septembre, signalant ainsi une contraction de l'activité en ce début de dernier trimestre. Ce recul provient essentiellement des activités de services qui plongent en phase de contraction (plus faible niveau depuis 2012 hormis la période de confinement de mars à mai), alors que l'activité dans l'industrie s'accélère pour atteindre son plus haut niveau depuis août 2018. L'activité dans les services est, en effet, fortement impactée par des mesures plus restrictives dans plusieurs pays de la zone pour enrayer la propagation du virus Covid-19 qui ressurgit pendant la période hivernale.

UEM : Indices composites d'activité (PMI)



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

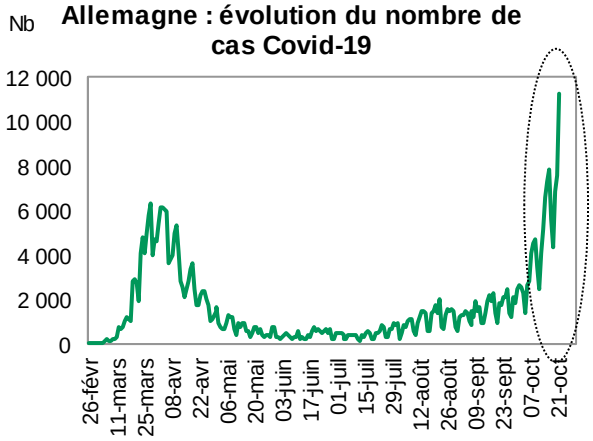
Le volume d'activité dans les secteurs de la restauration, de l'hébergement et du tourisme, est en forte baisse et l'emploi demeure en zone de contraction. Dans l'industrie, les commandes augmentent nettement sous l'impulsion d'une demande extérieure robuste, mais l'emploi poursuit néanmoins une tendance baissière depuis l'avènement de la crise sanitaire. Parmi les pays de la zone, seule l'Allemagne demeure en zone d'expansion au mois d'octobre grâce à la croissance de son secteur industriel, tandis que les activités de services se contractent pour la première fois depuis le mois de mai. En France, la croissance du secteur industriel ne suffit pas à compenser la dégradation des services, conduisant ainsi à une nouvelle contraction de l'activité sur le mois. Dans les autres régions, l'activité globale a baissé pour le troisième mois consécutif.

☑ **Notre opinion –** *L'activité en zone euro se replie précocement au mois d'octobre, en raison de la résurgence de l'épidémie qui oblige la plupart des pays à durcir leurs mesures anti-propagation. Si pour l'instant l'Allemagne semble épargnée par ce repli, elle n'évite cependant pas une chute de ses activités de services et une récente flambée des contaminations sur le territoire qui ternissent les perspectives de croissance, menaçant la zone d'un nouveau déclin du PIB au T4.*

☞ Allemagne : l'inquiétude monte avec la deuxième vague épidémique

La transmission du virus a récemment accéléré outre-Rhin, avec un nombre de nouveaux cas détectés dépassant les 11 000 par jour au 21 octobre, au-dessus des 6 200 cas enregistrés à fin mars au plus fort de la crise. Le nombre d'incidences sur sept jours au niveau national atteint 51,3 cas pour 100 000 habitants. Certaines régions sont mêmes bien au-delà de ce seuil, comme Berlin, Brême, Hesse, la Rhénanie du Nord-Westphalie, la Sarre et dans une moindre mesure, la Bavière. Depuis le mois de septembre, le nombre de personnes atteintes dans la population âgée n'a fait que croître de façon alarmante. Le nombre de foyers infectieux, augmente particulièrement dans les maisons de retraite ou suite à des événements familiaux donnant lieu à des rassemblements festifs.

Toutefois, la proportion des décès parmi les personnes atteintes par la maladie reste inférieure à 1%. Les récentes contaminations touchent dans un premier temps les jeunes, qui font des formes moins sévères de la maladie. Par ailleurs, des tests antigéniques rapides ont été mis à disposition à partir du 15 octobre, élargissant ainsi le potentiel de détection. La dernière réunion entre la chancelière et les représentants des *Länder* a établi des règles plus strictes à respecter en cas de propagation du virus. Au-delà du seuil des 50 cas pour 100 000 habitants, les zones concernées doivent fermer leurs restaurants à 23 heures, et les festivités sont réduites à dix personnes dans les lieux privés. Une restriction des contacts dans les lieux publics à dix personnes a été également introduite, ainsi qu'une extension du port obligatoire du masque dans les espaces publics. Ces mesures ont été décidées en attendant une réévaluation sous dix jours, mais à mi-parcours, la progression de l'épidémie ne semble pas entravée et fait craindre des mesures plus drastiques, si la tendance ne s'inverse pas d'ici la fin de la semaine prochaine.



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La coordination des mesures de lutte contre la propagation du virus au niveau fédéral s'avère plus difficile depuis sa délégation au niveau régional au mois d'avril. Le nombre de personnes infectées s'aggrave significativement depuis le mois d'octobre et les mesures prises semblent d'une efficacité limitée. Cette résurgence de l'épidémie fait planer le spectre de nouvelles mesures plus restrictives qui nuiraient gravement à la reprise économique.*

☞ Espagne : crédit, premiers signes de tensions

Le ratio de créances douteuses[1] affiche deux mois consécutifs de progression en juillet et en août, après avoir enregistré son plus bas niveau depuis onze ans en mai.

À la suite de la diffusion de la Covid-19 en Espagne en mars, des mesures de soutien à l'économie ont été adoptées, telles que les moratoires sur les prêts hypothécaires ou à la consommation, ce qui a empêché une augmentation immédiate des crédits non performants. En effet, le ratio de créances douteuses a continué de baisser jusqu'à 4,67% en mai, enregistrant ainsi son plus bas niveau depuis l'année 2009). Cependant, les créances douteuses en juillet dernier ont déjà commencé à augmenter et les banques à octroyer moins de prêts. Ainsi, le ratio de créances douteuses est monté à 4,72%. En août, la remontée a continué, à 4,75%, selon les données provisoires publiées ce jeudi par la Banque d'Espagne.

Bien que les créances non recouvrables des établissements bancaires (y compris les anciennes caisses d'épargne, banques rurales et autres coopératives de crédit) étaient de 4,67% en août, celles liées aux établissements de crédit financier[2] ont grimpé à 7,05%, et cumulent déjà trois mois de hausses.

☑ **Notre opinion –** *La progression du taux de créances douteuses résulte à la fois d'une remontée des crédits non performants et de la baisse des crédits accordés par les banques. En effet, le portefeuille de prêts à la fin du mois d'août s'élevait à 1 221 milliards d'euros, contre 1 226 milliards en juillet. Le montant des crédits non remboursés est passé de 57 920 à 57 970 millions d'euros. Malgré la remontée des créances douteuses en juillet et août, le ratio actuel de 4,75% est toujours bien en deçà de celui d'août 2019 (5,23%). Le ratio reste contenu grâce aux mesures de relance approuvées par le gouvernement (moratoires sur les hypothèques et les prêts à la consommation) qui ont ensuite été volontairement prolongées par le secteur bancaire. Grâce à ces aides, de nombreuses familles ont temporairement réduit la mensualité de leurs prêts, ne payant que les intérêts. Ainsi, elles ont évité de d'être considérées comme défaillantes, une condition qui survient au moins 90 jours après le premier défaut.*

Cependant, lorsque l'aide s'épuise, les défauts de paiement ont tendance à monter significativement. Le cabinet de conseil Bain & Company estime que le montant des prêts non performants des banques espagnoles pourrait se monter à trois fois celui de la crise financière de 2008. Les principaux risques de survenue d'une crise financière passent par une reprise tardive de l'activité, qui aggraverait encore la situation des entreprises et des ménages, ce qui finirait par avoir un impact sur les banques. La Banque d'Espagne prévoit déjà que la moitié des entreprises clôtureront l'année avec des pertes.

La crise a accentué le besoin de liquidité des entreprises qui ont eu recours au crédit pour leur fonctionnement, ce qui a conduit à un plus grand endettement. Avec une rentabilité moindre et un endettement plus élevé, les entreprises peuvent voir leur solvabilité affectée, ce qui finira par avoir un impact sur le respect de leurs engagements auprès des banques. De même, la hausse du chômage et des ERTE a également eu un impact sur les ménages, qui ont vu leur revenu brut diminuer de 9% au premier semestre. La deuxième vague du virus atteint des niveaux similaires à la première, avec de nouvelles restrictions sur l'activité. Par conséquent, la reprise économique sera effectivement plus tardive et les risques d'une augmentation importante des créances douteuses seront donc plus élevés.

[1] Créance dont le débiteur n'a pas versé les intérêts et les remboursements depuis un certain temps (90 jours en Espagne) par rapport aux échéances du contrat de crédit.

[2] Un établissement de crédit financier, conformément à la législation espagnole, est une entité spécialisée dans l'octroi de crédits, et qui en général peut effectuer un large éventail d'opérations sur actifs financiers, mais ne peut pas attirer les dépôts du public. Ils représentent un canal de financement important, notamment par le crédit à la consommation.

☞ Italie : un budget de transition

L'orientation de la politique pour 2021 sera expansionniste, avec un déficit estimé à 7% du PIB en 2021. Cet effort permettra, selon les estimations du gouvernement, de porter la croissance à 6% en 2021, avec une impulsion budgétaire de 0,9 point de pourcentage du PIB, une croissance donc plus soutenue que le 5,1% du scénario à législation inchangée. Une partie de la relance sera financée par une avance sur les fonds UE. Le gouvernement prévoit une trajectoire de croissance de 3,8% en 2022 et de 2,5% en 2023 et un solde public qui resterait déficitaire à l'horizon 2023 avec 4,7% en 2022 et 3,0% en 2023. Le déficit primaire devrait néanmoins progressivement se résorber à l'horizon 2023, passant de 7,0% du PIB en 2020 à 3,7% en 2021, 1,6% en 2022, et +0,1% du PIB en 2023.

Outre la prolongation de certaines mesures implémentées en 2020 et visant à préserver le tissu économique des effets de la crise sanitaire, le budget 2021 devrait permettre au gouvernement d'amorcer certaines mesures de relance. Ainsi, le moratoire sur les prêts et l'accès aux garanties publiques fournies par le Fonds de garantie des PME et la SACE est prolongé jusqu'au 31 janvier 2021 (31 mars 2021 pour les prêts des entreprises du secteur du tourisme). Le dispositif de chômage partiel a également été prolongé de manière sélective en 2021. De même, une décote de 100% pendant trois ans est prévue pour le recrutement de jeunes jusqu'à trente-cinq ans. Parmi les mesures de relance, une grande part est allouée à la transition écologique dont :

- ✓ L'allongement de la déduction fiscale permettant d'améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments (ménages et entreprises) ;
- ✓ Le lancement du « *Green and Innovation Deal* », un programme d'investissements publics et privés doté d'un budget de 930 millions pour 2021 et 1 420 millions pour chacune des années 2022 et 2023, pour un montant total de 4,24 milliards. Une partie de cette enveloppe sera allouée à des mesures visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre, à promouvoir l'économie circulaire, à réduire la pollution et ses conséquences sur la productivité des entreprises ;
- ✓ La promotion de la filière électrique, mais également le soutien à la recherche et l'industrialisation dans les des systèmes de propulsion alternatifs.

Le budget réhabilite également les mesures de l'industrie 4.0 en plan de transition 4.0 avec des crédit d'impôt pour les investissements en biens d'équipement, mais aussi pour la recherche, le développement, l'innovation et la formation 4.0, avec un accent mis sur le processus de transition numérique et la durabilité environnementale. En outre, un fonds de 4 milliards d'euros sera mis en place pour soutenir les secteurs les plus touchés pendant l'urgence Covid.

Pour les ménages, une réforme fiscale avec un budget de 8 milliards permettrait de réduire la fiscalité sur les revenus moyens et serait assortie d'une allocation unique pour les familles avec enfant.

Enfin, pour ce qui est de la santé, une enveloppe de 4 milliards d'euros devrait être allouée aux titularisations de personnel médical (30 000 médecins et infirmiers engagés sous contrat temporaire), ainsi qu'à l'achat de vaccins. Pour l'éducation et la culture, 1,2 milliard d'euros permettront le recrutement de 25 000 enseignants auxiliaires et 500 millions d'euros seront alloués au secteur universitaire. Le gouvernement engage également une partie de l'enveloppe à l'investissement dans les infrastructures éducatives avec 1,5 milliard d'euros alloués à la construction d'écoles et 2,4 milliards d'euros destinés aux bâtiments universitaires et aux projets de recherche.

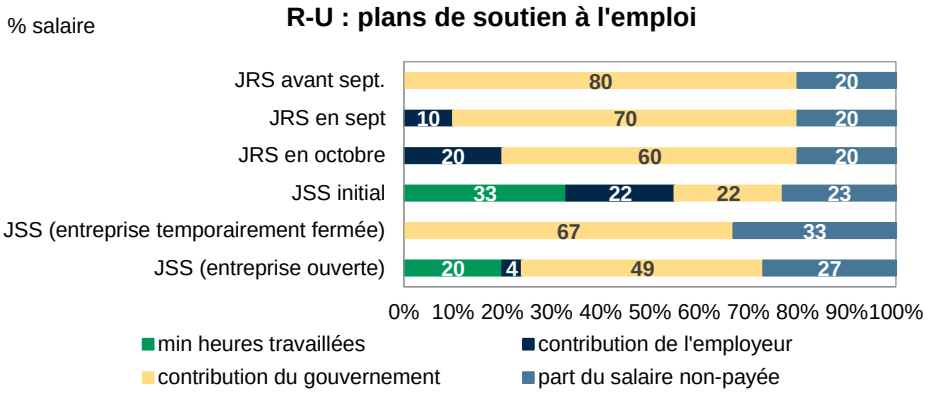
☑ **Notre opinion –** *Le budget 2021, bien qu'il mobilise près de 24 milliards de ressources supplémentaires, semble être un budget de transition entre réel plan de relance issu des fonds européens et poursuite des mesures de soutien de 2020. Il donne également une impression de saupoudrage tous azimuts et, malgré les moyens utilisés, paraît insuffisant pour répondre à toutes les ambitions. Entre une réforme fiscale encore en discussion, un début de politique de promotion de la famille, une remise à jour des incitations à l'investissement, les embauches dans la santé et l'éducation, la prolongation du chômage partiel et du fonds de sauvegarde pour les secteurs en difficulté, il faudra attendre le programme de relance pour avoir une vision claire de la stratégie économique du gouvernement dont certaines bribes sont annoncées dans le plan triennal. On est loin encore loin de la refonte du système vanté par M. Conte, la relance devrait néanmoins produire son effet et permettre d'éviter un second choc majeur sur la croissance.*

Royaume-Uni

☞ Royaume-Uni : le nouveau dispositif de chômage technique assoupli, pour éviter des licenciements massifs

Reconnaissant le besoin d'un plus grand soutien à l'économie face à la recrudescence de la pandémie et aux nouvelles restrictions dans la sphère sociale, le Chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, a annoncé le 22 octobre dernier un assouplissement des règles de son nouveau dispositif de soutien de l'emploi *Job Support Scheme (JSS)*. Pour rappel, ce dispositif remplacera l'actuel *Job Retention Scheme (JRS)* à son expiration à partir du 1er novembre prochain et aura une durée de six mois. Dans sa première version, qui avait fait l'objet de nombreuses critiques, le JSS exigeait de l'employeur de contribuer pour un tiers à la rémunération des heures non travaillées d'un employé qui ne travaillerait que 33% de ses heures habituelles, soit 55% du total de la rémunération « normale » (pour une contribution de la part du gouvernement à hauteur de 22%). L'efficacité du dispositif pour empêcher une hausse significative du taux de chômage était donc sérieusement remise en question.

Dans la nouvelle version du JSS, le seuil minimum d'heures travaillées par un salarié pour qu'il soit éligible au dispositif tombe à 20%, depuis 33% précédemment, et la contribution de l'employeur à seulement 5% de heures non travaillées, contre un tiers précédemment. Le gouvernement prendra en charge 61,67% des heures non travaillées (jusqu'à 1 541,75 £ au maximum). Ainsi, un employé bénéficiant du dispositif touchera au moins 73% de son salaire normal (lorsqu'il n'excède pas le salaire de référence de 3 125 £ par mois), à condition qu'il travaille au moins 20% de son emploi de temps normal. En outre, le JSS est cumulable avec le *Job Retention Bonus (JRB)* au travers duquel un employeur peut recevoir 1 000 £ pour tout employé non licencié. Le gouvernement estime que la combinaison de ces deux dispositifs couvrira la majeure partie des coûts subis par un employeur pour tout emploi retenu entre novembre et janvier.



Source : Gov.uk, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Avec la nouvelle version du JSS, l'employeur ne devra payer que 4% du salaire normal en plus du salaire correspondant aux heures payées, contre 22% dans la version précédente du JSS. Sa contribution à la rémunération normale d'un salarié ne sera plus que de 24%, contre 55% dans la version précédente. Combiné au* Job Retention Bonus*, cela augmente considérablement l'incitation à garder les employés travaillant un nombre d'heures réduites, plutôt que de les licencier, et devrait limiter la hausse du taux de chômage dans les prochains mois. En revanche, le dispositif est moins généreux pour les salariés. Un salarié travaillant au moins 20% de ses heures normales, touchera 73% de son salaire, contre 80% dans le JRS.*

En dépit des améliorations au JSS, une hausse du taux de chômage semble toujours difficile à éviter. En cause, la baisse de l'activité dans la sphère sociale avec la recrudescence du virus et la mise en place de nouvelles restrictions. Les entreprises dont l'activité est fortement réduite auront des difficultés à garder tous leurs effectifs, au risque de devoir fermer définitivement. La dernière enquête BICS de l'ONS (21 septembre au 4 octobre) montre que 9% de la main-d'œuvre du secteur privé est au chômage technique (travaillant en temps réduit ou pas du tout). Cela représente une baisse considérable depuis près de 30% au plus haut de la crise au printemps, mais signifie qu'il y a toujours plus de 2 millions de personnes qui risquent de perdre leur emploi (représentant près de 6% de la population active). Les secteurs où le recours au JRS est le plus répandu sont les arts, les spectacles et les loisirs (à hauteur de 28% de leur main-d'œuvre), suivis par la restauration (24%).

Pays émergents

Asie

☞ Chine : la croissance se rééquilibre, mais déçoit

La croissance chinoise a accéléré en rythme annuel au troisième trimestre : après 3,2% au T2, elle a progressé de 4,9% en glissement annuel. Une performance solide dans l'absolu, confirmant les signaux de reprise déjà présents. Pourtant, le consensus s'attendait à mieux : 5,5% en glissement annuel et un rebond plus fort par rapport au T2, de 3,3% au lieu des 2,7% relevés.

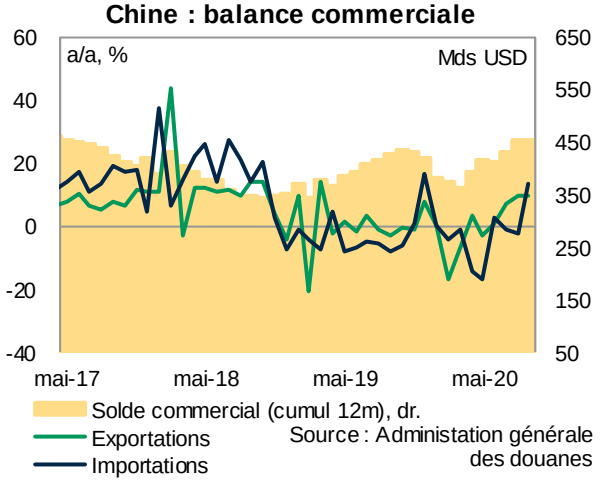
Ce décalage s'explique essentiellement par la faiblesse du secteur des services, car les autres indicateurs d'activité sont bien orientés.

Une surprise qui se confirme : la vigueur du commerce extérieur

Après un premier trimestre de passage à vide, les exportations chinoises s'étaient redressées au deuxième trimestre, profitant du redémarrage de la production industrielle dans le pays pour gagner des parts de marché par rapport aux économies qui souffraient de mesures strictes de confinement (Philippines ou Inde, notamment). La question était donc de savoir si cette tendance à la hausse des exportations allait se maintenir au T3, et donc si la Chine allait conserver ces parts de marché.

Il semble que ça ait été le cas au T3, puisque les exportations ont continué de progresser (+7,2% en juillet, +9,5% en août, +9,9% en septembre en glissement annuel), portées par les équipements et produits médicaux (masques, appareils, médicaments) et les biens de consommation liés aux activités d'intérieur

Chine : balance commerciale



Source : Administation générale des douanes

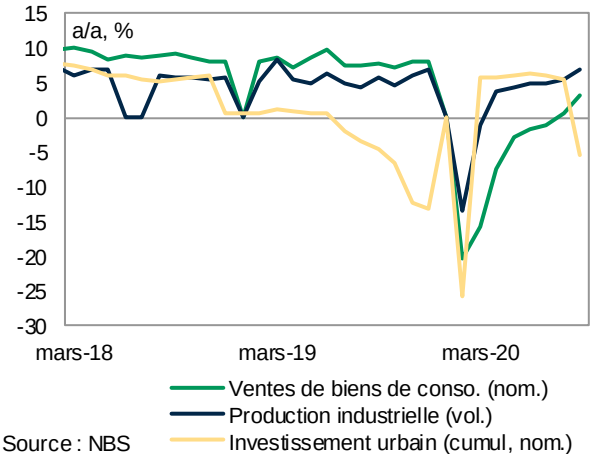
Plus important, les importations ont enfin renoué avec la croissance en septembre (+13,2% en glissement annuel), signe que la demande intérieure commence à repartir. Cette information est aussi importante pour la Chine que pour ses partenaires commerciaux, qui espèrent bénéficier de l'effet d'entraînement du géant asiatique. Cela avait été le cas lors de la crise de 2009, durant laquelle la Chine avait soutenu la croissance des pays exportateurs, de matières premières notamment. Le contexte est cette fois-ci différent, car la relance chinoise est moins forte qu'en 2009 et aussi moins tournée vers le secteur productif, mais il n'empêche que la hausse des importations est une bonne nouvelle pour les fournisseurs de la Chine.

La production industrielle toujours dynamique, les ventes au détail progressent lentement

Nous alertions depuis plusieurs mois sur un décalage offre/demande persistant dans la reprise chinoise, susceptible de déséquilibrer durablement la croissance du pays.

Au troisième trimestre, ce déséquilibre s'est légèrement résorbé, mais reste une source de préoccupation. La production industrielle poursuit ainsi sa progression, soutenue à la fois par le commerce extérieur et la demande publique. Quant aux ventes au détail, elles se redressent lentement : en septembre, elles ont enregistré une croissance réelle (+2,4% en glissement annuel) pour la première fois depuis décembre 2019. Les performances du marché du travail – accélération légère des créations d'emploi, baisse du chômage urbain et surtout hausse réelle des revenus des ménages – ont aidé cette reprise. La consommation demeure toutefois majoritairement soutenue par la dépense publique et les ventes au détail cumulées sur les trois premiers trimestres sont toujours inférieures de 7,2% à leur niveau de 2019.

Chine : activité



Source : NBS

Investissement : toujours le moteur de la croissance chinoise

De toutes les composantes de la croissance chinoise, l'investissement reste la plus difficile à lire.

Les investissements en capital fixe ont progressé de 0,8% en glissement annuel en septembre, pour la première fois de l'année. Mais cette performance a été largement permise par une accélération des investissements publics en infrastructures. L'investissement privé, dans le secteur manufacturier notamment, reste quant à lui décevant.

Du côté du marché immobilier, les signaux de reprise sont encore mitigés : les ventes ont progressé en septembre, mais moins que sur les deux mois précédents, alors que le nombre de chantiers est en contraction

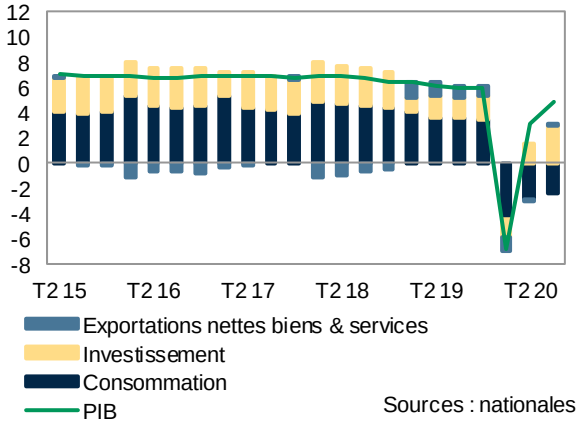
Quelle croissance, quel scénario ?

Toutes ces données agrégées font que la croissance du troisième trimestre ressemble encore fortement à la celle du deuxième. Bien sûr, son niveau est supérieur, mais ne doit pas faire oublier que la demande privée, qui est censée devenir le moteur du nouveau modèle de croissance chinois, est encore en berne et que la reprise reste essentiellement menée par de la dépense publique.

Sans cible officielle, difficile de savoir à quel point les autorités chinoises voudront tirer la croissance cette année : la Chine sera le seul pays du G20 à ne pas connaître de récession en 2020, mais l'affichage de chiffres élevés renforcerait également le message de Xi Jinping sur la supériorité du modèle chinois. Ce dernier devra donc arbitrer entre crédibilité et transparence des chiffres, équilibre de la croissance (surtout si la demande privée reste peu dynamique) et démonstration de force tant vis-à-vis des Chinois que du reste du monde. Le critère d'équilibre est important, car la Chine va nécessairement ressortir de cette crise encore plus endettée qu'elle n'y est entrée, et qu'elle aura besoin de cette demande privée pour absorber la production des entreprises, surtout si la hausse de la demande externe n'est que temporaire.

Dans cette économie administrée, tout sera donc question de dosage pour estimer quel niveau de croissance peut être atteint cette année, sans causer trop de dommage à la croissance potentielle en surendettant les entreprises et les collectivités locales.

Chine : contributions à la croissance



Sources : nationales

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Oman : le souverain réussit à emprunter 2 milliards de dollars sur les marchés, grâce à l'annonce d'une demande d'aide financière externe

Après de nombreuses années d'atermoiement et de réformes fiscales repoussées, Oman semble désormais prêt à introduire une taxe à la valeur ajoutée (TVA) de 5% à partir d'avril 2021, soit trois années après ses homologues du Golfe. Mais ce mouvement tardif et peu élevé ne suffira pas à redresser les finances publiques qui s'enfoncent un peu plus dans les difficultés à mesure que les deux crises qui le frappent (i.e. le coronavirus et la chute des prix et des volumes de pétrole exportés) diffusent leurs effets délétères dans l'économie.

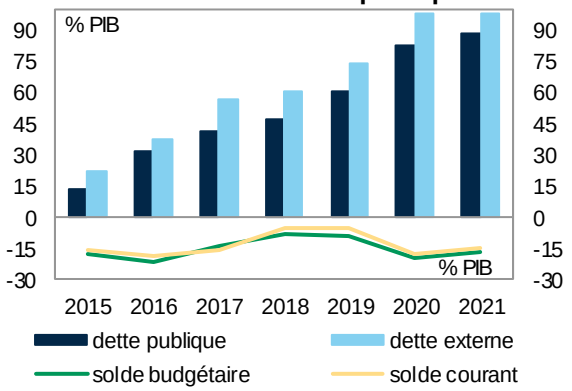
Pourtant, l'État vient à nouveau de recourir à l'endettement en dollar pour financer ses déficits et a levé 2 milliards de dollars sur les marchés internationaux, se répartissant entre 1,25 milliard à sept ans à un taux d'emprunt de 6,8% et 0,75 milliard à douze ans à 7,4%. Cette émission a été réalisée alors que les déficits budgétaire et courant seront très élevés cette année, à respectivement 19% et 18% du PIB. Oman mentionne dans le prospectus de l'émission obligataire souveraine que le pays sollicite une aide financière externe auprès de certains pays du Golfe. Des aides auraient également été demandées à MIGA (une filiale du FMI offrant des garanties) et à une banque de développement régionale. Les investisseurs internationaux font donc le pari que ce soutien (du type de celui réalisé il y a quelques années auprès de Bahreïn) devrait intervenir, ce qui leur permet de participer au financement du souverain, malgré ses difficultés et la baisse de son *rating* à B+ par S&P, il y a quatre jours. Les très fortes liquidités disponibles sur les marchés de capitaux et l'appétit des investisseurs pour la dette émergente expliquent aussi cet engouement.

Pourtant, les dérives financières du pays, issues d'une incapacité à réaliser des réformes fiscales et structurelles depuis six années, vont propulser la dette publique à plus de 80% du PIB et la dette externe à presque 100% du PIB en 2020. C'est évidemment un double surendettement très élevé et donc très préoccupant à court terme dans un contexte de forte récession (le FMI l'estime à 10% en 2020) et de maintien des réserves en devises, uniquement grâce à la hausse de l'endettement et au pompage sur les fonds souverains de taille modeste. Le fonds souverain est d'ailleurs très peu

transparent, sa taille serait de quelques mois d'importations et sa liquidité est inconnue.

Quant au secteur bancaire, il ne faudra plus trop compter sur son aide dans le futur pour financer l'État, car il est déjà peu liquide et pourrait se trouver à court de ressources, compte tenu du financement excessif passé du souverain. Il va de plus souffrir de la crise de la Covid-19 et de la fragilisation des entreprises qui va peser sur sa rentabilité et l'obliger à augmenter ses stocks de provisions. Sa taille est assez élevée (presque 100% du PIB) et la Banque centrale ne peut pas être prêteur en dernier ressort en cas de risque systémique (sur la dette externe ou souveraine).

Oman : déficits jumeaux et dettes externe et publique



Sources : EIU, FMI, Crédit Agricole SA

☑ **Notre opinion –** *La seule raison pour laquelle des pays du Golfe (Qatar, Émirats ou Arabie saoudite) pourraient soutenir Oman est d'éviter une sortie de la devise (le rial) de son régime de change fixe au dollar. Une sortie désordonnée provoquerait immédiatement un défaut souverain, car la dette publique est à 75% en devises. L'abandon du peg (ou une nouvelle parité plus basse) pourrait générer des tensions monétaires sur les autres devises du Golfe également en « peg » au dollar américain. Si une aide intervient, elle résoudra temporairement les tensions de liquidité, mais n'apportera de solution à la solvabilité du souverain de plus en plus précaire, que si un plan de redressement crédible est enclenché rapidement.*

La question qui se pose est aussi celle du ou des prêteurs externes, sachant que la neutralité politique du pays a été réaffirmée lors de la crise du Qatar et encore récemment par le nouveau sultan Haithman. Qui sera le prêteur en dernier ressort ? L'Arabie saoudite et les Émirats ? Le Qatar et le Koweït ? Le rapprochement de Mascate avec Doha lors de la crise du Qatar a pu indisposer le voisin saoudien qui pourrait alors monnayer son soutien contre une perte d'indépendance politique et une rupture avec Doha. Riyad pourrait aussi s'épuiser à jouer sans cesse le rôle de FMI régional, prêt à sauver les économies en difficulté au Moyen-Orient comme il l'a fait avec Bahreïn, l'Égypte ou le Liban il y a quelques années. Oman de son côté pourrait alors préférer une aide directe du FMI avec des conditionnalités sans doute plus sévères, mais préservant ainsi l'indépendance de sa politique étrangère.

Par ailleurs, on imagine mal la Chine aider à nouveau le pays, alors que ses banques sont déjà créancières de 3,5 milliards de dollars de dette bilatérale et bancaire et que le risque n'a cessé de se détériorer depuis lors. Si une aide externe a justement pour but d'éviter un défaut sur la dette en devises et une sortie désordonnée du régime de change fixe, elle va reposer totalement sur la crédibilité d'un plan de redressement à moyen terme.

À part une réduction des dépenses publiques, une faible hausse des impôts grâce à la TVA et des plans de diversification économiques dont les effets ne se produiront qu'à moyen terme, ils se sont révélés très modestes jusqu'à présent, alors que la marge de manœuvre fiscale est de son côté très élevée. Certes, Oman est plus dans la situation économique de Bahreïn que du Liban. Mais justement, la médiocrité du plan de redressement de Bahreïn et les retards de décaissements de l'aide de l'Arabie et des Émirats ne plaident pas trop en faveur de Mascate pour prendre des décisions vigoureuses aptes à assurer une baisse rapide et significative de ses déficits. Une aide financière ponctuelle (qui augmentera aussi mécaniquement la dette externe) non accompagnée d'une profonde réforme fiscale pourrait donc seulement faire gagner quelques trimestres, avant des ajustements plus douloureux encore.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

☞ Europe centrale : un reconfinement qui leur pend au nez

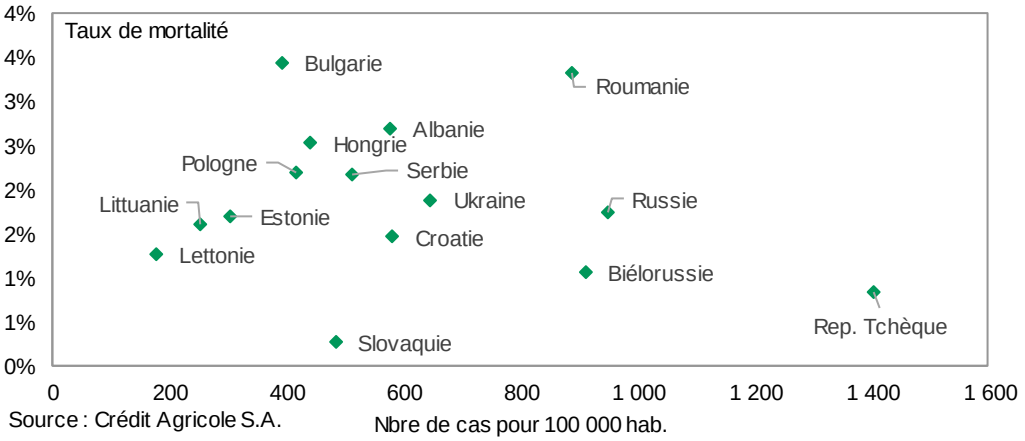
Alors que la région avait été relativement épargnée par la première vague de Covid en termes de victimes et de contamination de la population, la situation se présente toute autrement après les vacances d'été. La République tchèque est le pays le plus fortement touché par cette deuxième vague, avec un record européen de nombre de cas positifs journaliers. Il n'est plus question de fêter la fin de la Covid comme au 1er juillet avec un repas géant et gratuit à Prague réunissant plus de 2 000 personnes.

Depuis le début du mois d'octobre, le gouvernement s'est positionné plutôt à l'opposé de cette ligne : les bars et restaurants ferment leurs portes, les écoles et universités font cours à distance à l'exception des écoles maternelles, restriction des réunions à un nombre inférieur à six personnes. Un prochain reconfinement est en discussion, en prévision d'un pic épidémiologique autour du 7 novembre.

Au regard de l'évolution rapide de la situation dans l'ensemble des pays d'Europe centrale et orientale, la Pologne craint également une saturation rapide des capacités hospitalières dans certaines grandes villes. La structure démographique de ces pays, avec une proportion élevée de populations âgée, aggrave les perspectives. Le gouvernement polonais anticipe un tiers d'hospitalisations parmi les nouveaux cas, ce qui se traduirait par une saturation très rapide des lits disponibles. La Pologne commence également à prendre des mesures qui risquent de s'intensifier dans les semaines à venir, tout en élargissant les capacités d'accueil des hôpitaux.

La Hongrie en revanche, n'a pas pris d'autres mesures que celle de la fermeture de ses frontières extérieures, malgré l'augmentation des cas et l'affluence dans les hôpitaux. Alors que ce pays était le premier à mettre en place des mesures de protection lors de la première vague, il est désormais beaucoup plus réticent à ralentir drastiquement l'activité économique du pays, qui pourrait par ailleurs coûter sa place au Premier ministre Victor Orban.

Europe centrale & orientale : bilan sanitaire



Source : Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Outre la question sanitaire, qui reste néanmoins la plus importante, la question économique lui est étroitement liée.*

D'abord, un reconfinement pourrait aggraver encore plus les anticipations de récession pour l'année 2020. Actuellement et sans perspective de confinement au dernier trimestre, les récessions des PIB de la zone varient globalement entre 3% et 6%. Un ralentissement de la production et de la consommation pourrait affecter la croissance du PIB plus que proportionnellement par rapport au dernier trimestre de l'année.

Ensuite, une nouvelle vague de confinement implique des dépenses sanitaires et des dépenses de soutien à l'économie qui sont difficilement supportables une nouvelle fois par les pays d'Europe centrale. Les niveaux d'endettement sont déjà significatifs pour un grand nombre de pays, comme la Hongrie par exemple qui se retrouve dans la limite de l'exercice du financement des mesures de soutien.

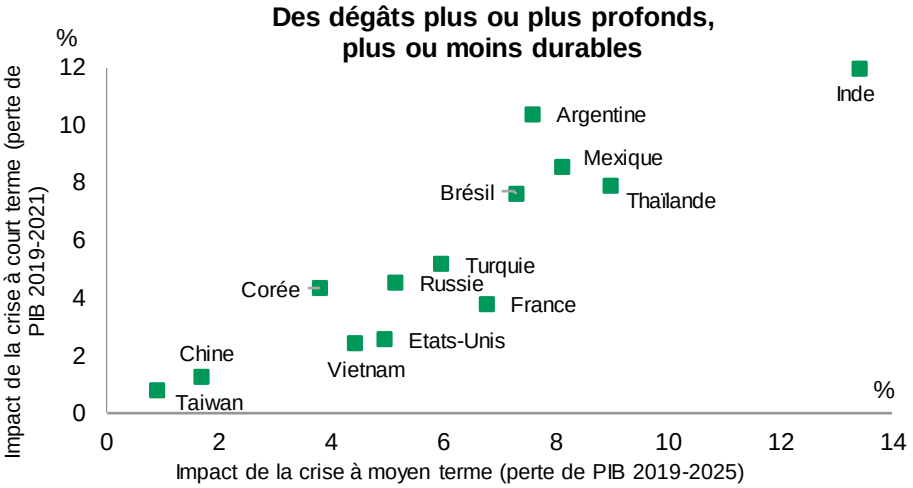
Il y a par ailleurs une question essentielle, celle de la destruction irrécupérable des capacités de production. Elle joue un rôle critique sur la croissance potentielle des pays. Le tissu des PME déjà fragilisé ainsi que le ralentissement des investissements directs étrangers peuvent ralentir et diminuer à long terme la croissance potentielle et le rythme de rattrapage de ces économies avec l'UE.

Enfin, la question politique se posera partout dans la région. Les fragilités des coalitions en place sont mises à l'épreuve sur la gestion de la crise et les capacités de soutien. Il faut rappeler que pour certains gouvernements populistes, le contrat social légitimant la restriction des libertés était basé sur le pouvoir d'achat et les aides sociales. Les difficultés budgétaires et la hausse du chômage vont remettre en question ce contrat social. On pourrait voir les discours nationalistes se durcir encore plus et les mesures sécuritaires se renforcer, afin de trouver une certaine légitimité. Il n'est pas exclu que certains gouvernements ne puissent pas survivre à cette crise, surtout dans le cas où des fractures internes sont déjà fortes. Toutefois, le champ des possibles est encore large, sachant que potentiellement il y a encore l'enveloppe de relance européenne qui donnerait un peu de souffle, si les pays d'Europe centrale acceptent les conditions et ce n'est pas gagné non plus…

Amérique latine

☞ Brésil : face à des séquelles durables, la politique monétaire devra-t-elle innover ?

Selon le FMI, la crise actuelle pourrait affecter durablement l'économie mondiale au travers, notamment, d'une perte prolongée de production, d'une dette plus lourde et de vulnérabilités financières accrues. Arguant de la possibilité de bénéficier d'un différentiel croissance-taux d'intérêt, les niveaux élevés de dette publique très élevés ne sont pas considérés comme le risque le plus immédiat. Le FMI précise que la priorité à court terme est d'éviter le retrait prématuré du soutien budgétaire. Ce dernier devrait persister, au moins jusqu'en 2021, pour soutenir la reprise et limiter les cicatrices à long terme. Les économies ne retrouveraient, en effet, que très lentement la trajectoire d'activité projetée avant la pandémie ; c'est ce qu'indique la perte de production estimée par rapport à son niveau anticipé pré-crise. Par ailleurs, le Brésil figure, aux côtés de l'Inde et de l'Afrique du Sud, parmi les pays enregistrant la détérioration la plus sensible de ses finances publiques[3].



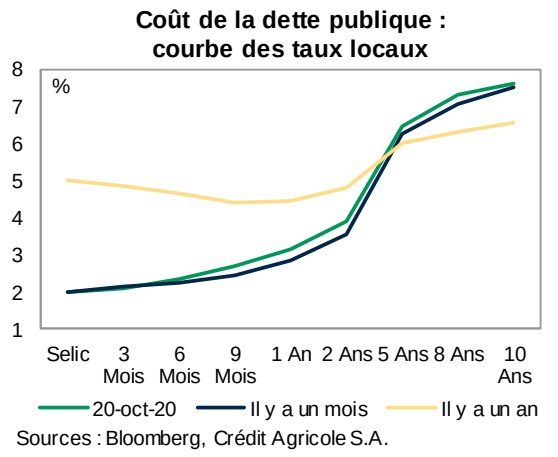
Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *Dans un contexte économique fragile, le maintien de transferts exceptionnels en faveur des ménages les plus modestes constitue la question la plus délicate. Très fortement contraint, notamment par des dispositions constitutionnelles (dont la règle du plafond des dépenses publiques limitant la croissance de celles-ci en fonction du taux d'inflation de l'année précédente), le projet de budget brésilien n'intègre pas de dépenses de soutien supplémentaires.*

Les élections municipales de novembre ont retardé les discussions sur la réforme fiscale et sur d'éventuels nouveaux transferts en faveur des ménages. Il est, en effet, question de remplacer la « Bolsa Família *» (allocation familiale conditionnelle) par un nouveau programme de dépenses sociales, la «* Renda Cidada *».*

[3] Selon le FMI (Fiscal Monitor, Oct. 2020), le déficit primaire brésilien atteindrait 12% du PIB en 2020 (soit une hausse de 11 points de pourcentage par rapport à 2019, dont 8 points dus aux dépenses supplémentaires liées aux mesures de soutien). Le déficit total atteindrait 16,8% du PIB en 2020 (6% en 2019 et 6,5% prévus pour 2021). La dette publique brute (définie par le FMI comme la dette du secteur public non financier, excluant Eletrobras et Petrobras mais incluant la dette souveraine inscrite au bilan de la banque centrale) se situerait à 101,4% du PIB en 2020 (dette nette 68,5%). Les prévisions à moyen terme supposent le respect du plafond constitutionnel des dépenses.

En 2019, la « Bolsa Familia » couvrait environ 15 millions de familles (subvention mensuelle d'environ 173 reais, soit un décaissement total de 31 milliards de reais ou 0,4% du PIB). Face aux dégâts causés par la pandémie, une aide d'urgence s'y est substituée en avril ; elle couvre environ 67 millions de ménages (600 reais par mois pendant six mois, puis 300 reais par mois jusqu'à son échéance, en décembre) pour un coût estimé à 300 milliards de reais, soit près de 4,5% du PIB. Or, sans même intégrer de nouvelles dépenses destinées à soutenir la reprise, le budget prévu pour 2021 fait déjà entrevoir un besoin de financement approchant 18% du PIB. Bien que la dette soit presque exclusivement domestique[4] et que le marché local soit profond, le risque d'effet d'éviction opéré par le secteur public aux dépens du secteur privé se pose avec acuité et conduit à s'interroger sur le rôle de la Banque centrale (BCB). La BCB a récemment introduit la « forward guidance » en tant qu'outil de politique monétaire non conventionnel et indiqué qu'elle ne prévoit pas de relever le taux Selic tant que les anticipations d'inflation ne seront pas proches de la cible d'inflation. Cette stratégie monétaire accommodante est conditionnelle au maintien d'un cap budgétaire peu compatible avec un plan de soutien (sauf à imaginer une hausse des recettes, ce qui relève actuellement du rêve). Par ailleurs, le Congrès a approuvé une révision constitutionnelle qui permet à la BCB de mener un Quantitative Easing. La BCB a déclaré qu'elle utiliserait l'assouplissement quantitatif uniquement pour remédier aux dysfonctionnements du marché : à ce stade, il ne faut pas compter sur le QE pour alléger significativement et durablement le coût de financement de l'État. On peut au mieux espérer que soient temporairement soulagées les pressions sur le marché : si la politique monétaire et la crise ont contribué à faire baisser les taux courts, les taux longs se sont redressés.



Afrique sub-saharienne

☞ Kenya : le pire est évité, mais le risque sanitaire est toujours là

Au sortir de la première vague d'infection de la Covid-19, le Kenya affichait un bilan relativement positif : le 1er septembre, soit un mois après le début du relâchement progressif des mesures de confinement, le pays comptait 34 201 cas pour une population de 49 millions d'habitants. Socialement et économiquement coûteux, le confinement a été remplacé par un couvre-feu récemment étendu jusqu'à fin novembre. Depuis, les contaminations sont reparties à la hausse, avec plus de 3 000 nouveaux cas la semaine dernière, soit 64% du niveau de fin juillet, au pic de l'épidémie.

L'économie kenyane, comme beaucoup d'autres économies africaines, a profondément souffert du confinement. En 2020, le PIB devrait se contracter d'un peu moins de 1%, contre une croissance de 5,8% initialement prévue par le FMI. Le pays devrait retrouver son niveau de PIB d'avant-crise dès 2021. La croissance perdue est néanmoins nécessaire pour le Kenya, qui fait face à un double surendettement. Celui-ci est nourri par des déficits chroniques du compte courant et du budget, respectivement de 6,3% et 7,9% du PIB sur la période 2015-2019, portant la dette extérieure à 37% du PIB et la dette publique à 60% du PIB à la fin de l'année 2019.

Face à ces dérives, le gouvernement kenyan a soutenu l'économie avant tout par des mesures d'allégements d'impôts, notamment de TVA. Ces mesures ont été prises dans un contexte de contraction de l'activité, réduisant d'autant plus les recettes fiscales. Les services et l'industrie sont les secteurs responsables de la récession que devrait connaître le pays. La perturbation des importations a notamment freiné les secteurs industriel et minier. En revanche, l'agriculture, qui avait pourtant connu un début d'année difficile avec d'importantes inondations suivies d'une infestation de criquets, a finalement eu un rôle d'amortisseur du choc économique. Sans cette participation positive de l'agriculture, le PIB aurait pu se contracter de 1,3% en 2020. D'après des instituts d'analyse, l'agriculture restera le premier contributeur à la croissance d'ici 2023, avant que les services ne prennent le relais en 2024.

La contraction limitée du PIB kenyan en 2020 s'explique par la faible ouverture à l'international de l'économie pour les standards régionaux. L'ensemble des recettes du compte courant représentent

[4] Fin août, la dette brute totale représente 86,5% dont 4,8% de dette domestique détenue par des non-résidents et 3,2% de « pure dette » externe en devises.

tout de même 18% du PIB en 2019 et elles devraient se contracter d'environ 10% en 2020. En effet, l'agriculture s'est montré moins résiliente à l'export. Néanmoins, les mauvaises performances du tourisme et une baisse des revenus des émigrés sont les premières causes de cette baisse des recettes. Malgré cela, grâce à une contraction des importations plus profonde encore, le déficit courant du pays devrait s'atténuer, à 4,3% du PIB en 2020.

Le problème auquel fait désormais face le Kenya est celui du redressement de ses recettes fiscales et du financement de ses déficits jumeaux. En mars, les réserves internationales du pays représentaient 4,4 mois d'importations. La crise de la Covid-19 a dans les faits fermé l'accès au marché des capitaux internationaux à la majorité des pays africains, Kenya compris. Le pays peut compter sur le solde d'un eurobond de 2,1 milliards de dollars émis en mai 2019 pour ses dépenses publiques. Le gouvernement a, par ailleurs, fait appel au FMI et à la Banque mondiale qui ont fourni respectivement 739 millions de dollars et 1 milliard de dollars, soit 1,8% du PIB 2019. Faute de nouveaux prêts concessionnels, le pays devra consommer une partie de ses réserves de change. À moyen terme, le Kenya aura besoin de retourner sur les marchés internationaux pour financer son double déficit. Sur le front fiscal, le Kenya devrait pouvoir emprunter sur les marchés locaux, mais devra rapidement trouver de nouvelles ressources pérennes pour compenser les allégements concédés pendant la crise. Le Parlement a également débuté des travaux en vue d'une renégociation d'un prêt de la Chine ayant financé une voie ferrée pour un montant de 3,2 milliards de dollars, comme l'avait fait l'Éthiopie en 2018.

Zambie : *rating* de S&P dégradé suite au défaut

L'agence de *rating* Standard & Poor's a dégradé à SD (défaut sélectif) la notation du pays, suite au non-paiement d'une échéance sur un eurobond. Moody's et Fitch n'ont pas encore réagi. L'agence estime que le souverain sera en défaut pour les six prochains mois. Ce mouvement va rendre plus difficiles les négociations du gouvernement avec ses créanciers pour une restructuration de sa dette.

☑ **Notre opinion –** *De son côté, le risque politique reste présent. Les dissensions au sein du parti au pouvoir au sujet d'une réforme constitutionnelle voulue par le président en exercice, ainsi que l'approche des élections en 2022, créent un climat de tension politique au Kenya. La nécessaire consolidation fiscale par une hausse d'impôts est donc rendue très difficile, de même qu'une participation à un programme de soutien plus large du FMI. Par ailleurs, le rôle que joueront les créanciers privés dans l'initiative de l'allégement de la dette n'ayant toujours pas été éclairci, un retour sur les marchés internationaux semble lointain pour le Kenya.*

☞ Nigéria : vers une matérialisation du risque social ?

La première économie d'Afrique sub-saharienne est également celle qui présente les fragilités sociales parmi les plus profondes du continent, exacerbées par la crise du coronavirus. Au Nigéria, au chômage et l'insécurité s'ajoute une inflation désastreuse (en moyenne à 14% par an depuis 2016) et qui touche particulièrement la nourriture et l'énergie. Le mois dernier, des grèves ont éclaté contre l'augmentation des prix de l'énergie, avant que la situation soit résolue grâce à des négociations avec les syndicats. Depuis deux semaines, ce sont les violences policières qui ont poussé la jeunesse nigériane à paralyser Lagos, avant de s'étendre à tout le pays. Bien qu'éloignées des questions économiques ces manifestions pourraient voir leurs revendications évoluer dans ce sens. En effet, l'unité de police incriminée par les manifestants a beau avoir été dissoute par le président, les manifestations se sont poursuivies. Au Nigéria, 63% de la population de moins de trente ans est en situation de sous-emploi ou au chômage. La réaction des autorités (l'imposition d'un couvre-feu et des tirs des forces de sécurité sur la foule faisant des morts) pourrait aggraver la situation.

D'autres pays présentent un mélange similaire de revendications politiques couplées à une situation économique désastreuse : en Afrique du Sud, le chômage est aussi endémique que la corruption. Il devrait atteindre 37% de la population en 2020, alors que plusieurs scandales de corruptions ont déjà éclaté autour du plan de soutien à l'économie. L'Éthiopie, quant à elle, présente des problèmes économiques similaires auxquels s'ajoutent des tensions inter-ethniques croissantes dans un contexte où la longue tradition de centralisme du pays est remise en cause et où les dynamiques centrifuges semblent s'inverser sous la présidence plus libérale de Abiy Ahmed, pourtant porteur d'un message pan-éthiopien.

Géopolitique

☞ Corée du Nord : le goût du risque ?

Pyongyang a organisé une parade militaire de grande ampleur le 10 octobre pour célébrer le 75e anniversaire du parti au pouvoir. Des armes de toute dernière génération ont été dévoilées dans une vidéo diffusée par la télévision d'État, en particulier **un nouveau missile balistique intercontinental (ICBM) géant**. Étant donné que le ICBM Hwasong-15, dont est équipée l'armée coréenne, peut déjà atteindre **le territoire américain**, les motivations d'un tel missile ont interpellé les experts : en fait, à la différence des précédents, il pourrait porter plusieurs têtes nucléaires, ce qui répond à la fois à un objectif défensif (**capacité de seconde frappe**) et offensif (**capacité de première frappe**).

Donc, cette parade doit être prise au sérieux : elle révèle de véritables avancées en matière conventionnelle et nucléaire et elle est un signal de plus de la montée en tension géopolitique de ce pays (rappelons que Kim Jong-un a réalisé 120 essais balistiques quand son père, Kim Jon-il en avait mené 16 et son grand père, Kim Il-sung, 15). Par ailleurs, cette démonstration publique met aussi en doute l'efficacité de la **politique de** l'administration Trump, tout en envoyant un **signal aux candidats américains**. Donald Trump y verra la nécessité d'un « *deal* ». Joe Biden se rappellera que la Corée du Nord ne doit jamais être écartée des priorités de politique étrangère. La question a d'ailleurs été abordée lors du dernier débat présidentiel et J. Biden a annoncé ne pas vouloir rencontrer le président coréen sans qu'une telle rencontre n'aborde la question de la dénucléarisation, position qui avait été celle de B. Obama.

Cela dit, notons aussi que cette démonstration de force est très calibrée : il s'agit de **montrer à la communauté internationale les avancées militaires sans franchir de lignes rouges** – *via* la conduite de tests nucléaires et/ou balistiques – **pouvant donner lieu au renforcement des sanctions**. De fait, cette parade intervient alors que la Corée du Nord vit une **crise économique intense** : la fermeture des frontières pour lutter contre la pandémie a entraîné un effondrement des échanges avec la Chine et le pays a été affecté par des inondations de grande ampleur.

Les sanctions sont-elles efficaces ? Ou plutôt pourquoi ne le sont-elles pas ?

Un point de rupture a été atteint **en 2006**, quand un **premier essai nucléaire** a été réalisé par la Corée du Nord. Cinq jours plus tard, le Conseil de sécurité des Nations-unies (CSNU) adopte la résolution 1 718 et les premières **sanctions**. Depuis, ces dernières ont été **renforcées à huit reprises**. La dernière résolution est même qualifiée de la « **plus sévère et de la plus stricte** » jamais adoptée contre tout État-membre au XXIe siècle[5] (restrictions aux importations de pétrole, interdiction des importations de gaz naturel et des exportations de textile, obligation pour les États-membres de refuser tout permis de travail aux ressortissants nord-coréens). Pourtant, le caractère inefficace des sanctions semble évident pour trois raisons au moins :

1 - Elles sont perçues par le régime nord-coréen comme une tentative pour provoquer un changement de régime et cela le conforte dans sa politique de **renforcement de l'arsenal conventionnel et nucléaire**. Depuis la dernière résolution de 2017, Pyongyang a ainsi réalisé 20 essais balistiques.

2 - Le poids des sanctions serait **supporté exclusivement par la population**. Or, le PIB par habitant est déjà l'un des plus faibles au monde (estimé à 1 550 dollars en 2020, soit une baisse de 8% sur un an[6]).

3 - La **Chine** permet à la Corée du Nord de supporter le poids des sanctions, ce qui rapproche par ailleurs stratégiquement les deux pays : l'aide fournie par Pékin pourrait s'élever à 10 milliards de dollars par an. La Chine reste le principal partenaire commercial du pays, tout en investissant dans son secteur énergétique et minier. Pékin est d'ailleurs régulièrement accusé de **ne pas appliquer les sanctions onusiennes qu'elle a pourtant en partie voté** – *cf. encadré* – (la Chine aurait importé 2 millions de tonnes de charbon nord-coréen en 2016, le double de ce qui est autorisé par l'ONU[7]).

Une piqure de rappel avant les élections ?

Les administrations républicaines comme démocrates ont envisagé d'impliquer Pyongyang dans des **négociations de dénucléarisation**, mais **toutes ont échoué**. Quant à l'administration Trump, après une exacerbation des tensions, une détente s'est profilée en 2018, lors de la rencontre entre D. Trump et Kim Jong-un à Singapour. Mais les négociations ont buté lors du second sommet à Hanoï, en février 2019 et fin 2019, Pyongyang a réalisé une nouvelle série de tirs de missiles balistiques. Puis, en décembre dernier, le leader nord-coréen a annoncé l'arrêt du moratoire sur les essais de missiles balistiques intercontinentaux (ICBM) et les essais nucléaires.

[5] La représentante américaine Nikki R. Haley parle des sanctions « les plus sévères jamais adoptées contre la RPDC ». Il s'agit du régime « le plus strict jamais imposé à un État-membre au XXIe siècle » selon le représentant britannique Matthew Rycroft.

[6] En ppa, prix constants de 2015, Oxford Economics

[7] *Foreign Policy*

La Corée du Nord va rester un point chaud géopolitique, mais est aussi un sujet de relative convergence entre Chine et États-Unis

Les sanctions internationales contre Pyongyang s'inscrivent dans le temps long, depuis la guerre de Corée. Au départ, elles sont motivées par des enjeux idéologiques (logique de guerre froide). Puis, elles ciblent le programme nucléaire, la Corée du Nord étant accusée de violer le Traité de non-prolifération (TNP) dont elle est pourtant signataire (1985). Au départ, ces sanctions sont donc, **d'abord et avant tout des sanctions américaines**, mais dans le contexte de la guerre froide, les États-Unis rallient à eux le bloc occidental.

Quelle est l'attitude de la Chine ?

Cependant, les sanctions vont peu à peu faire l'objet d'une forme de **consensus international** : ainsi, l'URSS, pourtant allié du régime nord-coréen, les avait adoptées à partir de 1989 (*via* le gel de ses exportations d'uranium vers Pyongyang). Et surtout, la Chine prend part aux sanctions: ainsi la dernière résolution du CSNU (2 375, septembre 2017) est adoptée à l'unanimité, entre autres parce que les missiles balistiques nord-coréens sont perçus comme une menace sécuritaire par Pékin, qui s'inquiète des dérapages du régime. Quand les secousses provoquées par l'explosion d'une bombe à hydrogène en 2016 avaient été ressenties dans les villages du nord-est chinois, Hua Chunying, la porte-parole du ministère des Affaires étrangères avait rappelé que la Chine était « fermement opposée » à cet essai. De fait, les relations entre les leaders chinois et nord-coréen sont complexes, et la première rencontre entre Xi Jinping et Kim Jung-un n'est intervenue qu'en 2018.

Au fond, Pékin, **Washington et Moscou convergent donc autour d'un même objectif de dénucléarisation de la péninsule coréenne**.

Le risque de dissémination nucléaire augmente dans le nouveau contexte géopolitique, mais il devrait rester un sujet de négociation possible entre grandes puissances

L'ébranlement de l'ordre multilatéral international (*via* le retrait progressif des États-Unis et l'ascension de puissances plus assertives) rend le risque de prolifération nucléaire plus élevé. Le rapport du CSIS (*Toward a more proliferated world*, septembre 2020) identifie des tendances importantes à l'œuvre dans ce sens :

1 - Les environnements sécuritaires régionaux sont plus tendus (modernisation des arsenaux nucléaires russes, nord-coréen et chinois).

2 - Les alliés des États-Unis sont moins confiants dans leur capacité à tenir leurs engagements sécuritaires et cherchent à s'armer en conséquence (voir la référence au dilemme de sécurité dans notre numéro précédent).

3 - L'augmentation du nombre de régimes autoritaires augmente le risque de la prolifération nucléaire.

4 - La capacité des États-Unis à utiliser l'énergie nucléaire civile (vente, assistance) pour répondre aux objectifs de non-prolifération décline.

5 - L'efficacité des sanctions comme outil de non-prolifération diminue (émancipation croissante de nombreux pays de la dépendance financière vis à vis des États-Unis, coûts et risques croissants des sanctions pour les États-Unis).

☞ News géopolitiques

Nucléaire : accord *New Start* – La coopération internationale pour le désarmement nucléaire n'est pas morte : Washington et Moscou sont proches d'un accord pour la reconduction de *New Start* pour un an. *New Start* est un accord bilatéral d'encadrement des armes nucléaires russes et américaines entré en vigueur en 2011 pour une durée de dix ans, il expire en février 2021. Il limite le nombre de tête nucléaires de chaque pays à 1 550 et prévoit un mécanisme d'inspections. Le nombre d'armes américaines et russes comptabilisées par le traité a été réduit sur la période 2010-2020 (de 1 800 à 1 376 pour les États-Unis et de 1 537 à 1 426[8] pour la Russie désormais au premier rang pour le nombre d'armes comptabilisées). Jusqu'ici un tel renouvellement butait sur les conditionnalités requises par les États-Unis (gel des arsenaux nucléaires des deux pays) et refusées par la Russie. Mais Moscou semble prêt à un « gel » de l'armement nucléaire. Washington a réitéré sa volonté que la Chine, qui développe à toute vitesse son arsenal nucléaire (mais qui reste très en deçà des arsenaux russes et américains), se plie également à des mesures contraignantes de désarmement nucléaire.

À nouveau des tensions en mer Egée – Lundi dernier, revoilà le fameux bateau turc, l'Oruc Reis, proche de l'île grecque de Kastellorizo, elle-même si proche des côtes turques… Le précédent départ de l'Oruc Reiz de la région semblait pourtant un geste important d'Ankara qui ouvrait la voie à un apaisement diplomatique, après les tensions de l'été. Mais dès mardi, le ton monte, avec un communiqué officiel grec qui parle d'agression turque et qui dénonce la « politique du fait accompli appuyée par des manœuvres militaires ». Athènes demande aussi, *via* son ministre des Affaires étrangères, que l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne

[8] *New START Treaty Aggregate Numbers of Strategic Offensive Arms, Fact Sheet, US Department of State*

cessent de vendre des armes à Ankara et évoque la suspension du traité d'Union douanière entre l'Union et la Turquie, qui existe depuis 1996. Plus profondément, Athènes remet surtout en cause les tentatives de dialogue de la politique européenne.

Il faut aujourd'hui acter une tendance lourde de la géopolitique régionale à venir : la politique d'autonomisation stratégique de la Turquie en fait un acteur extrêmement compliqué pour l'Union européenne, sans cesse prise en étau entre la question des réfugiés – et de son accord sur ce sujet avec Ankara – et la montée des tensions avec la Grèce, entre autres…. L'Otan n'est d'ailleurs pas plus à l'aise face à l'assertivité géopolitique de la Turquie, qui vient de tester, lors d'un exercice sur les rives de la mer Noire le 16 octobre, le système de défense antiaérienne S-400 de fabrication russe. À cela ajoutons l'élection surprise à la présidentielle du candidat nationaliste soutenu par la Turquie dans la République Autoproclamée de Chypre du Nord (cette dernière n'est reconnue que par la Turquie depuis sa sécession de la partie grecque de l'île, en 1974). C'est clair, la région n'est pas près de se pacifier.

Le conflit du Karabakh – **Les tentatives de trêve échouent les unes après les autres, tandis que les tentatives de médiation se multiplient**. Même Washington s'y met, qui était pourtant très absent du conflit jusque-là, puisque les deux ministres des Affaires étrangères arménien et azéri devraient se rencontrer autour de Mike Pompéo. Mais dans le même temps, les discours se durcissent : le Premier ministre arménien a exclu toute solution diplomatique au conflit et a fait un appel solennel à tous les dirigeants des villes, des districts, des villages, des partis politiques, des organisations civiles et des cercles des affaires à organiser des unités de volontaires. Du côté azéri, le président Aliev a parlé de chiens fascistes et de bêtes sauvages…

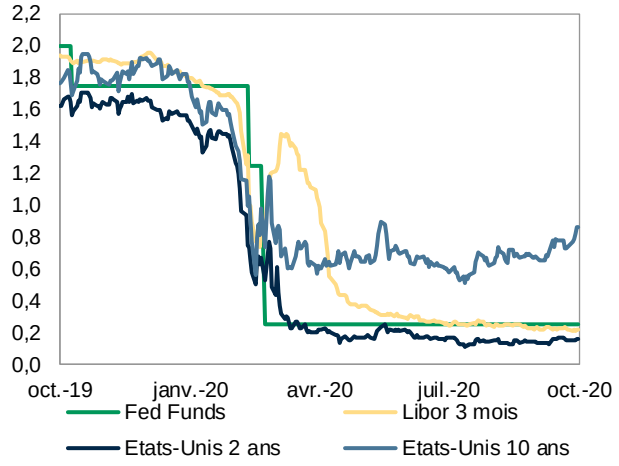
L'escalade se poursuit et l'internationalisation du conflit est un risque latent extrêmement fort, à cause de l'alliance arméno-russe. L'Iran est également secoué par la déstabilisation de sa périphérie, confronté depuis début octobre à des manifestations des minorités azéries, dont plusieurs représentants ont été arrêtés. Des vidéos ont aussi beaucoup agité la population iranienne, vidéos qui montraient des camions russes traversant l'Iran vers l'Arménie, dont certains soupçonnent qu'ils étaient chargés d'armes.

Et toujours Taïwan… – Presque chaque semaine apporte son lot de signaux d'une montée de la tension autour de Taïwan. Cette fois, c'est le Secrétariat d'État américain qui aurait approuvé de nouvelles ventes d'armes au territoire, qui fait d'ailleurs suite à une déclaration de R. O'Brien, le conseiller pour la Sécurité nationale, autour de cette idée que même si la Chine ne s'apprêtait probablement pas à envahir Taïwan, l'île avait besoin de se fortifier contre toute attaque ou embargo. Le ministre des Affaires étrangères chinois a répété que toute vente d'armes à Taïwan portait préjudice à la souveraineté chinoise et à sa sécurité nationale. Il a appelé Washington à annuler la vente prévue et a averti que la Chine ferait une réponse légitime et nécessaire en fonction de l'évolution de la situation.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

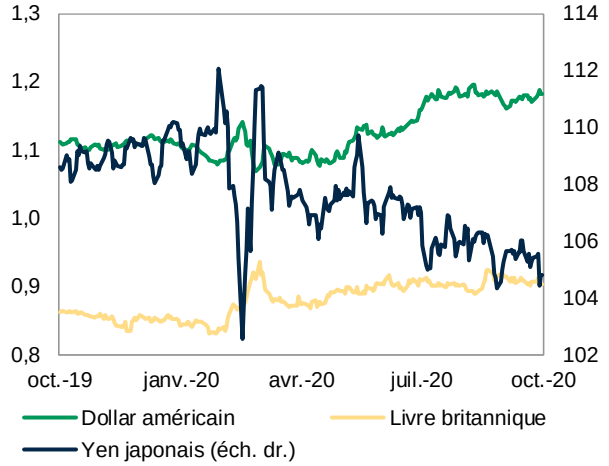
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

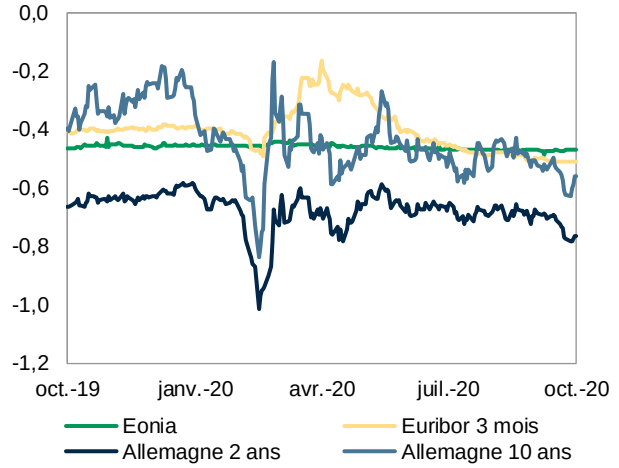
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

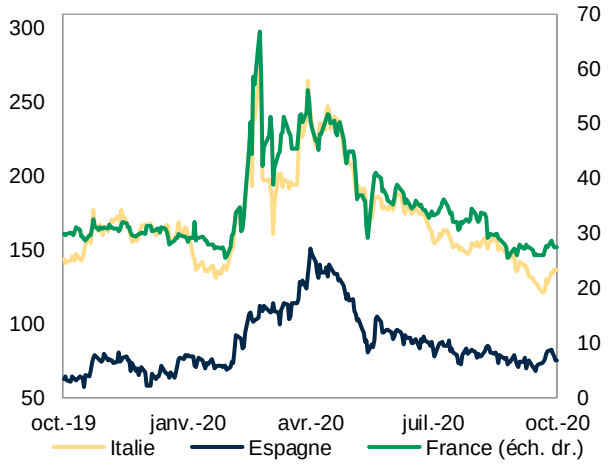
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

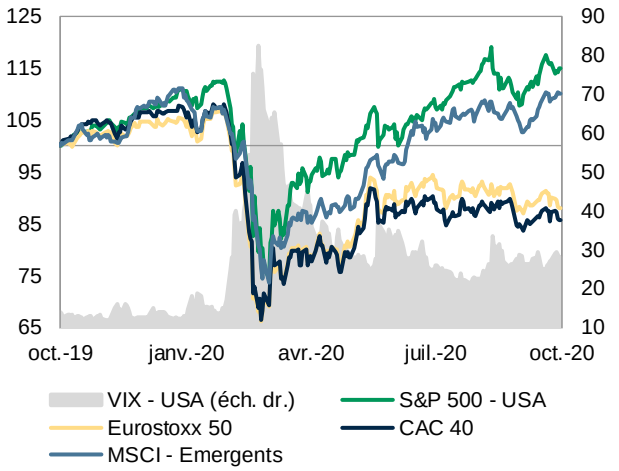
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

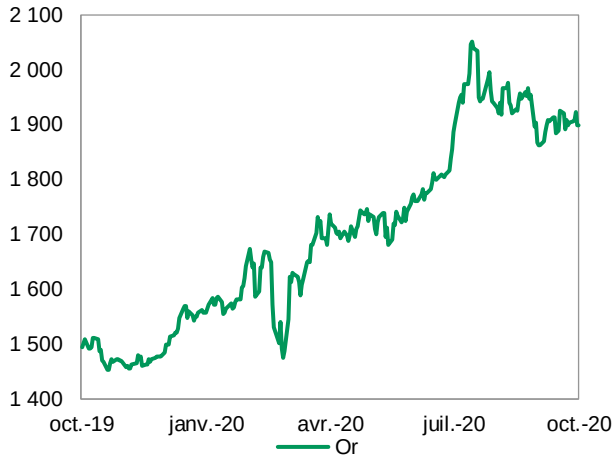
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

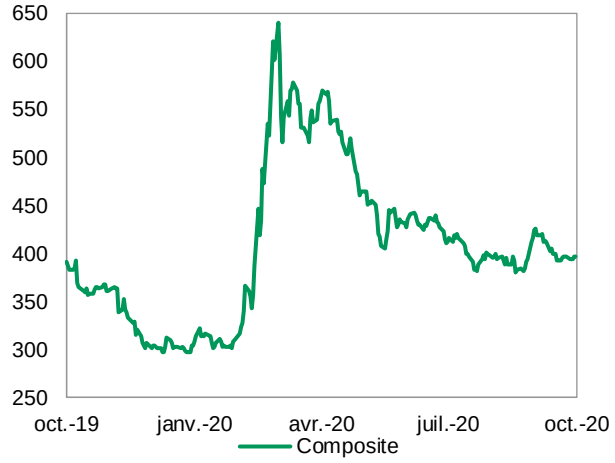
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

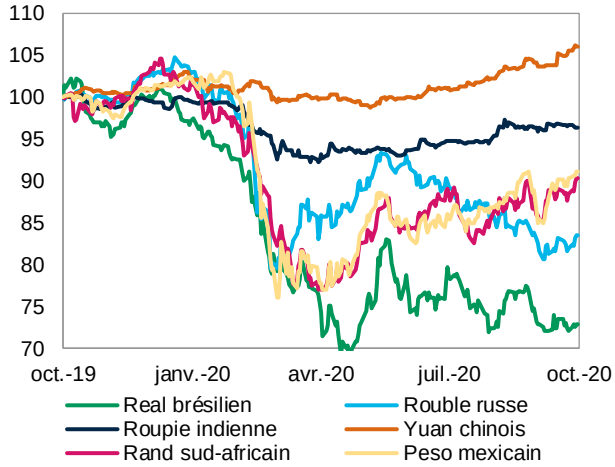
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

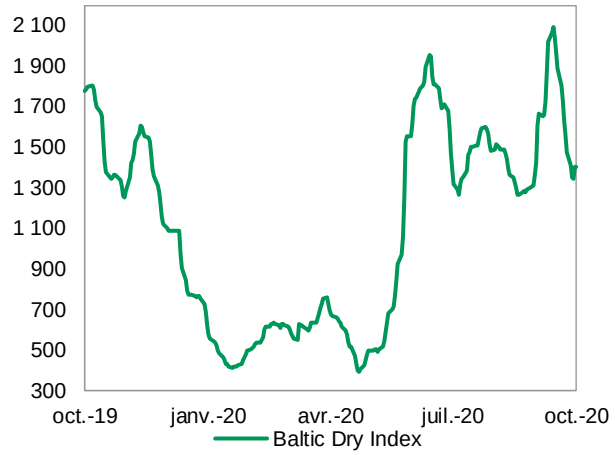
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

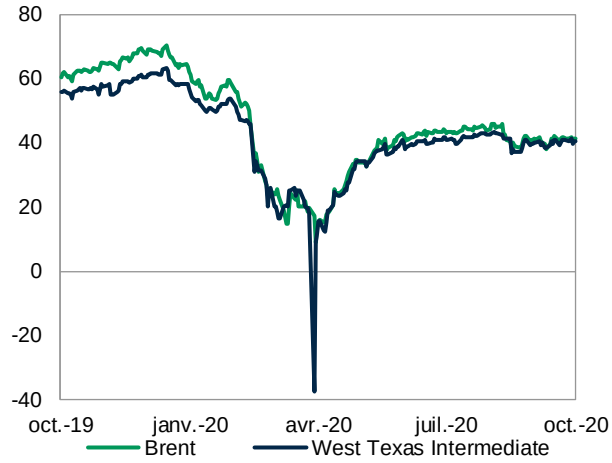
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

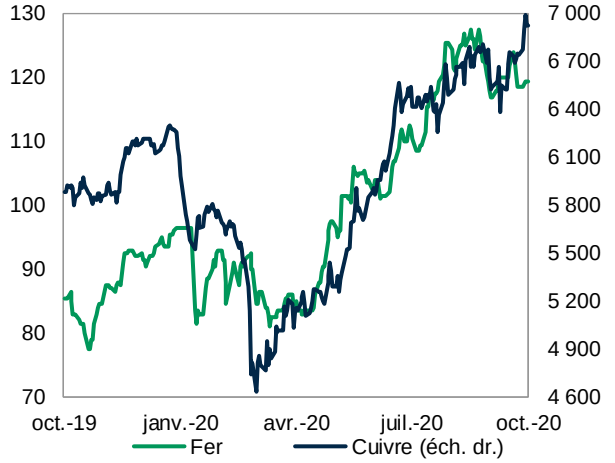
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

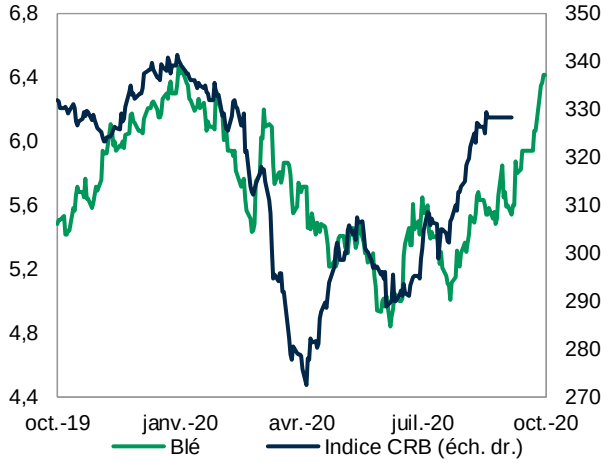
USD/tonne métrique



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
20/10/2020	Royaume-Uni – Scénario 2020-2021 : un hiver long et difficile	Royaume-Uni
20/10/2020	Monde – "La longue et difficile ascension" vers la reprise prévue par le FMI	Monde
19/10/2020	UE – Les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et de résilience européen	UE
16/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
14/10/2020	Pays Émergents – FMI : comme un grand cri dans le désert ?	Géopolitique
09/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
09/10/2020	France – Scénario 2020-2021 : un rebond entouré d'incertitudes	France
08/10/2020	Podcast – Le marché de l'immobilier épargné par le coronavirus ?	France, immobilier
08/10/2020	Royaume-Uni – l'ONS confirme la baisse du PIB de près de 20% au T2	Royaume-Uni
07/10/2020	BCE – Le passé n'est pas que le passé, il est aussi le futur	BCE
05/10/2020	Zone euro – Scénario macro-économique 2020-2021 : la carte de la résilience pour écarter le scénario du pire	Zone euro
05/10/2020	France – Sociétés non financières : hausse de l'endettement et risques de défaillances	France
02/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	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 BENADJAOUD, 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 LEBOUGRE
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.