

Perspectives

Hebdomadaire – N°20/272 – 30 octobre 2020

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Semaine « gris foncé » sur les marchés</i>	1
☞ <i>Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</i>	3
☞ <i>France : le rebond de la croissance au T3 semble déjà obsolète</i>	5
☞ <i>Espagne : le retour de l'état d'urgence</i>	5
☞ <i>Espagne : budget 2021</i>	6
☞ <i>Durcissement des mesures en Italie</i>	7
☞ <i>Corée du Sud et Taïwan vs Hong-Kong et Singapour : la crise divise les quatre dragons asiatiques</i>	9
☞ <i>Qatar : coronavirus, embargo, prix du gaz, le pays va souffrir malgré ses ressources</i>	10
☞ <i>Hariri, un ancien-nouveau Premier ministre pour sauver le Liban ?</i>	11
☞ <i>Russie : la stratégie d'hibernation ?</i>	11
☞ <i>Turquie : encore, et toujours, l'économie rencontre la géopolitique</i>	13
☞ <i>Tanzanie : les bonnes performances de la stratégie du déni face à la Covid ?</i>	13
☞ <i>Cachemire : un point chaud à suivre</i>	15
☞ <i>Dettes souveraines : des évolutions sur la position chinoise ?</i>	16
☞ <i>News géo-économiques</i>	17

☞ **Semaine « gris foncé » sur les marchés**

Cette semaine a une fois de plus été marquée par une forte volatilité sur les marchés financiers et par un plongeon significatif des indices actions. Ceux-ci ont dû digérer de nouveaux records des chiffres de contaminations Covid dans de nombreux pays européens et les annonces de nouvelles restrictions d'activité et de circulation pour juguler la propagation du virus. La situation sanitaire se détériore également aux États-Unis, même si les nouvelles restrictions restent moins strictes et plus localisées qu'en Europe. L'aggravation de la crise sanitaire, avec en corollaire la dégradation des perspectives économiques, alimente le climat anxieux dans un contexte d'incertitudes persistantes liées aux élections américaines la semaine prochaine, avec la peur d'un résultat contesté, la hausse des risques géopolitiques, l'approche de la *deadline* du *Brexit* alors qu'un accord tarde toujours à voir le jour...

L'aversion au risque a atteint son sommet en milieu de semaine avec les annonces mercredi de ce que

tout le monde craignait depuis des semaines : un confinement strict en Allemagne et en France. Ces annonces ne font que matérialiser l'un des principaux risques baissiers entourant les perspectives économiques : le scénario d'une nouvelle baisse du PIB en zone euro au dernier trimestre de l'année due à une seconde vague du coronavirus. Il n'y a plus de doute que la seconde vague est bel et bien là mais, en plus, elle s'annonce « plus dure et plus meurtrière » que la première, selon les propos d'Emmanuel Macron.

En ce sens, les chiffres préliminaires des PIB en zone euro au troisième trimestre, publiés ce vendredi, n'apportent qu'une mince consolation. Les rebonds sont, certes, plus forts que prévu, mais toujours trop faibles pour effacer les contractions historiques enregistrées au cours de la première moitié de l'année, et largement dus à des rebonds mécaniques qui, à présent, appartiennent au passé. En outre, les chiffres préliminaires pour les taux d'inflation du mois d'octobre en Allemagne (-0,5%

pour l'indice harmonisé sur un an) et en Espagne (-1%) ont été plus faibles qu'anticipé par le consensus et sont venus renforcer les craintes déflationnistes en zone euro où l'inflation demeure négative (-0,3%).

Les perspectives dégradées de demande ont pesé sur le cours du pétrole qui perd plus de 10% sur la semaine, tandis que l'aversion au risque a été propice au dollar américain qui s'apprécie contre l'euro. Les marchés actions terminent la semaine dans le rouge (l'Eurostoxx 50 perd 7,5% sur la semaine, le S&P 500 4,5%).

La BCE a laissé sa politique monétaire inchangée à l'issue de sa réunion de jeudi 29 octobre, mais a signalé qu'elle procédera à un « recalibrage de ses instruments » lors de sa prochaine réunion en décembre. Dans un communiqué qui ne peut être plus clair, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a suggéré l'imminence d'une décision en faveur de plus de stimulus monétaire à la lumière des nouvelles projections macro-économiques du *staff* de la BCE en décembre, afin de « contrecarrer l'impact négatif de la pandémie sur la trajectoire anticipée de l'inflation » et de s'« assurer que les conditions financières restent favorables ». Si cette décision à venir et son *timing* ne font plus aucun doute, il reste la question des instruments qui seront utilisés, probablement une extension de son programme de *quantitative easing* et un assouplissement des termes des TLTRO (*cf. infra*).

Les annonces de Christine Lagarde jeudi ont permis de contenir les primes de risques européennes

mais n'ont pas réussi à enrayer la dynamique baissière des taux *core* dans ce climat de forte aversion au risque. Le taux dix ans allemand s'enfonce un peu plus en territoire négatif à -0,63%, contre -0,35% pour son homologue français, des plus bas depuis mars dernier.

Aux États-Unis, à quelques jours des élections du 3 novembre prochain, les sondages suggèrent une victoire décisive de Joe Biden (probabilité de 88% selon le sondeur FiveThirtyEight) et une majorité à la Chambre des représentants. Cependant, un éventuel contrôle du Sénat, et donc du Congrès, reste incertain. Une victoire claire de Joe Biden réduirait l'incertitude politique et atténuerait le climat anxieux lié aux mesures protectionnistes. Une « vague bleue » devrait par ailleurs augmenter la probabilité d'un assouplissement budgétaire agressif à court terme. En revanche, une victoire surprise de Donald Trump rendra plus vives les craintes protectionnistes, négatives pour l'appétit pour le risque et pour les devises des principaux partenaires américains. Si le scénario d'une « vague bleue » ne se matérialise pas clairement, le résultat des élections ne risque d'être connu que plusieurs jours après le vote. La Pennsylvanie par exemple, qui fait partie des « *swing-states* » clés, comptera les votes jusqu'au 6 novembre. Une victoire de Joe Biden reste le plus probable, mais elle sera sans doute plus serrée que les sondages ne l'indiquent.

Editorial

Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance

Lorsque nous avons arrêté le chiffrage de notre dernier scénario de croissance mi-septembre nous faisons le constat indiscutable d'un fort rebond de l'activité durant les mois estivaux. Ce rebond vient d'être confirmé aujourd'hui avec une première estimation officielle de la croissance de l'activité dans la zone euro atteignant +12,7% au troisième trimestre (après -11,8% au deuxième). Cette croissance a été plus vigoureuse qu'anticipé dans la plupart des grandes économies de la zone (+18,2% en France, +8,2% en Allemagne, +16,1% en Italie et +16,7% en Espagne) et ramène le PIB de la zone euro à -4,3% par rapport à son niveau du T3 2019. Cet écart est similaire pour toutes les grandes économies de la zone, sauf pour l'Espagne où il est plus marqué (-8,7%). L'acquis de croissance pour l'année 2020, soit la croissance annuelle avec un PIB stable au quatrième trimestre, est de -6,6% pour la zone euro (-5,5% pour l'Allemagne, -8,2% pour la France et l'Italie, -10,8% pour l'Espagne).

Bien que les signes d'une nouvelle diffusion de la pandémie fussent déjà visibles à l'époque du chiffrage de notre scénario en septembre, nous faisons l'hypothèse, alors plausible et consensuelle, d'une diffusion contenue du virus, contrôlée par des comportements de distanciation sociale, par l'identification rapide des cas positifs grâce à l'élargissement de la capacité de test et par d'éventuels confinements localisés.

Entre temps, la seconde vague s'est annoncée plus virulente. Malgré la recrudescence des contaminations, la plupart des pays européens ont d'abord choisi de ne pas rétablir complètement les mesures strictes du début de l'année. En dépit du nombre élevé de nouveaux cas quotidiens, les taux d'hospitalisation et de mortalité étaient restés inférieurs à ceux de la première vague. C'est donc seulement des mesures d'endiguement ciblées qui ont été prises dans la plupart des pays, et la mobilité des personnes et la circulation des marchandises n'a pas sensiblement reculé depuis l'été.

Mais ce répit n'a été que temporaire et la diffusion de plus en plus rapide de la maladie illustre combien il est difficile de maîtriser la pandémie avec la décentralisation des décisions de distanciation sociale et avec les politiques de test, qui deviennent moins efficaces au fur et à mesure de l'accélération de la diffusion du virus. Toutefois, l'expérience du confinement du printemps met en évidence certaines dimensions nouvelles du compromis entre sécurité sanitaire et croissance économique. On a appris notamment que les pertes d'activité économique sont globalement « linéaires » et les infections « exponentielles » par rapport au temps,

et qu'il pourrait y avoir une prime aux actions précoces en réponse aux nouvelles poussées.

En outre, l'expérience des différents pays suggère que les mesures de confinement peuvent être ciblées et affinées de manière à modifier la trajectoire des contaminations, tout en minimisant les perturbations de l'activité économique.

C'est ainsi que les décisions prises en France et en Allemagne visent un confinement partiel, mais homogène sur le territoire national, qui devrait épargner l'industrie et la construction en France et qui permet l'ouverture des magasins en Allemagne, tout en fermant les bars, restaurants, salles de sport, piscines et cinémas. En Espagne après avoir réintroduit « l'état d'alerte » et établi un couvre-feu le gouvernement prône une approche moins interventionniste du gouvernement central, remettant les décisions de confinement aux dirigeants régionaux, afin de partager la responsabilité politique et couper l'herbe sous le pied aux critiques. En Italie, en retard dans la diffusion de la pandémie, le couvre-feu est très contraignant pour la restauration et les théâtres, les cinémas, les salles de sports et les stations de ski ont été fermés, mais des mesures plus restrictives sont inévitables.

Dans tous ces pays, les mesures s'étendent jusqu'à la fin novembre avec un réexamen au milieu du mois, mais la probabilité qu'elles soient reconduites est élevée s'il faut, comme l'a affirmé A. Merkel, « réduire les contagions de 75% ». Contenir la pandémie et prévenir un confinement plus strict et un ralentissement plus important est en effet l'objectif.

Le ralentissement est néanmoins inévitable. Déjà en amont de ces nouvelles mesures, les premières données d'enquête pour le quatrième trimestre montrent des perspectives qui s'assombrissent. Notre indicateur avancé, qui prend en compte les enquêtes d'octobre, anticipe une croissance de seulement 0,2% au quatrième trimestre en zone euro, bien en deçà de notre prévision de 1,2% de septembre. Dans les prochains jours, nous allons réviser nos prévisions de croissance du PIB de la zone euro pour le quatrième trimestre vraisemblablement en dessous de zéro. Un meilleur acquis de croissance laissé par un troisième trimestre plus dynamique qu'attendu permettra néanmoins de ne pas trop s'éloigner de notre prévision de septembre pour 2020 (-7,5%), y compris avec une baisse substantielle du PIB au quatrième trimestre. En effet, du fait de mesures de confinement plus circonscrites, nous anticipons un repli de l'activité moins sévère que celui observé au cours du premier semestre. Mais en cas de renforcement ou d'extension des mesures de confinement, les risques qui pèsent sur nos perspectives pour le

quatrième trimestre sont clairement baissiers. L'impact plus important se manifestera néanmoins sur la croissance de 2021. Si de meilleurs traitements, des tests améliorés et la disponibilité d'un vaccin pourraient favoriser une certaine normalisation de l'activité économique, il est peu probable qu'ils n'éradiquent rapidement le virus et qu'ils diminuent la nécessité d'une distanciation sociale et des restrictions à la mobilité tout au long de 2021.

Les dirigeants européens se sont engagés jeudi soir à renforcer leur coopération sur tous les aspects de la lutte contre le coronavirus – en maintenant les frontières ouvertes, en améliorant les tests et la recherche des cas contacts, en surveillant les capacités de soins intensifs et en élaborant des plans pour la fabrication et la distribution rapides de vaccins. L'ouverture des frontières, permettant la circulation des marchandises, est d'autant plus nécessaire que la production n'est pas arrêtée et permet d'éviter le blocage des chaînes de valeur dont on a fait l'expérience au printemps dernier. L'assombrissement des perspectives devrait mettre la pression sur le Parlement européen pour donner son feu vert au vaste plan de relance budgétaire NGEU. En attendant, il est évident qu'une nouvelle dose de soutien budgétaire national sera mise en œuvre. La France et l'Allemagne en ont déjà annoncé les montants (respectivement de 20 Mds € et 10 Mds €).

Quant à la Banque centrale européenne, son absence d'action annoncée ce jeudi par le Conseil des gouverneurs fait davantage pression pour un accord pour rendre le NGEU rapidement opérationnel. Elle a néanmoins annoncé qu'elle ne faisait qu'attendre de pouvoir calibrer son intervention, en fonction des nouvelles prévisions macro-économiques qui seront produites en décembre. Ce délai est nécessaire pour appréhender correctement l'impact des mesures de confinement sur la croissance et l'ampleur du risque qui pèse sur l'évolution de l'activité. Le calibrage ne devrait pas concerner le taux de dépôt, mais plutôt les conditions appliquées au TLTRO-III. Si aujourd'hui les conditions monétaires et financières dans la zone euro, restent accommodantes, les enquêtes auprès des banques signalent un durcissement des conditions de crédit sur les prêts aux sociétés non financières au troisième trimestre. Cette tension est liée à la perception de la remontée des risques par les banques, mais est associée à une moindre demande de la part des entreprises reflétant une diminution des besoins de liquidités d'urgence et à un affaiblissement de leurs investissements. Quant aux programmes PEPP et APP, ils pourraient faire l'objet d'une extension et/ou d'une flexibilité accrue, notamment pour prendre en compte des émissions souveraines nationales à courte maturité qui seront nombreuses, pour anticiper les fonds européens qui seront disponibles plus massivement en 2022.

Zone euro

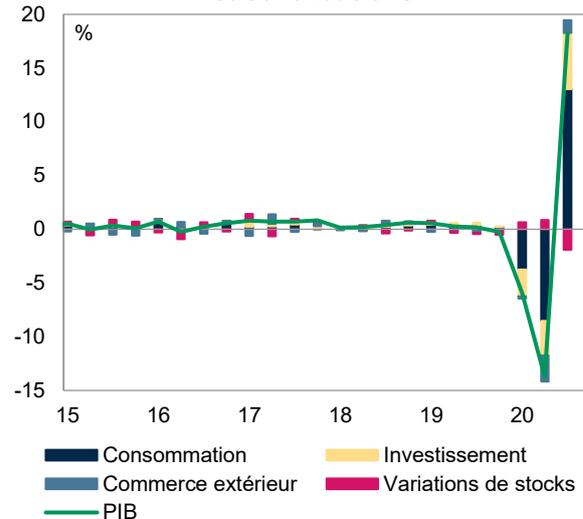
France : le rebond de la croissance au T3 semble déjà obsolète¹

Le PIB rebondit nettement au troisième trimestre 2020, progressant de 18,2% par rapport au deuxième trimestre, selon les premières estimations de l'Insee. Ce rebond est plus important que prévu dans notre dernier scénario (+15,6%) ou par le consensus (+15,2%). Cette reprise intervient après deux trimestres de recul marqué du PIB et confirme l'effet mécanique de reprise de la consommation et de l'investissement, après le confinement du printemps dernier. Le rattrapage de l'activité n'est cependant que partiel et le PIB s'établit à un niveau 4,3% inférieur à celui du quatrième trimestre 2019, dernier trimestre d'activité « normale ».

Le rebond est majoritairement porté par la demande intérieure avec une croissance de 17,3% de la consommation des ménages et une nette reprise de l'investissement (+23,3%). La consommation publique repart également et progresse de 15,4% en lien avec la réouverture des écoles et des administrations. Le net redémarrage des exportations sur le trimestre (+23,2%, contre +16% pour les importations) permet une contribution positive du commerce extérieur à la croissance à hauteur de 1,2 point de PIB. Les variations de stocks contribuent quant à elles négativement à la croissance à hauteur de -1,9 point de PIB, après deux trimestres de contribution nettement positive.

L'acquis de croissance pour 2020 après un premier cycle de confinement/déconfinement s'établit à -8,3%. Compte tenu du nouveau confinement, le PIB reculera à nouveau au T4 et une contraction plus forte du PIB est à prévoir sur 2020, notre prévision de croissance pour 2020, actuellement à -9,1%, pourrait ainsi être revue à la baisse.

Croissance trimestrielle et contributions



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ Notre opinion – Le rebond du T3 paraît déjà obsolète avec le nouveau confinement qui pourrait cependant être moins lourd pour l'économie que celui du printemps. Pendant le confinement du premier semestre, l'activité était inférieure d'environ 30% par rapport à la normale (définie comme l'activité au T4 2019). Ainsi, un mois de confinement coûtait 2,5 points de PIB annuel. Ce second confinement devrait avoir un impact légèrement moins négatif sur l'activité économique en France. En effet, certains secteurs très impactés par le confinement aux mois de mars/avril, comme l'industrie et surtout la construction, ont déjà adopté les normes sanitaires nécessaires à la poursuite de leur activité et ne devraient pas connaître de choc aussi brutal que lors du premier confinement. Pour rappel, au mois d'avril, l'activité dans la construction était inférieure de 75% par rapport à son niveau normal.

En prenant pour hypothèse que l'activité se maintiendra à son niveau actuel dans les secteurs les plus épargnés (industrie, construction et services non marchands) et que les services marchands seront aussi impactés que lors du premier confinement, le mois de novembre serait caractérisé par une activité inférieure de 18% par rapport à la normale. Un mois de confinement coûterait alors 1,5 point de PIB annuel.

Espagne : le retour de l'état d'urgence

Face à la montée imparable de la deuxième vague de la pandémie, qui atteint plus de 20 000 nouveaux cas par jour et une incidence cumulée de 436 contagions pour 100 000 habitants sur quatorze jours, le chef du gouvernement, Pedro Sánchez, a déclaré dimanche dernier l'état d'urgence à nouveau. Mais il s'est contenté de marquer quelques critères généraux, limitant les réunions à six personnes maximum et établissant un couvre-feu

général à partir de 23 heures, alors que la gestion sanitaire reste aux mains des régions.

Les régions auront également la possibilité de restreindre l'entrée et la sortie de leur territoire à moins que ce ne soit pour des raisons essentielles, comme aller travailler ou se rendre chez le médecin. Cela permettrait aux régions de fermer leurs frontières, si elles ont un territoire voisin particulièrement touché par le virus. Le gouvernement

¹ Pour une analyse plus détaillée, retrouvez notre [Flash PIB](#) paru ce jour.

s'emploie également à faire en sorte que l'état d'urgence accorde des pouvoirs de contrôle de la situation aux premiers ministres des régions, leur permettant de prendre leurs propres décisions et en respectant le principe adopté en juin, selon lequel ils devraient être chargés de contrôler la pandémie. Il y a eu une forte opposition de certaines régions – en particulier Madrid, qui est contrôlée par le Parti populaire conservateur (PP) et le centre-droit Ciudadanos (citoyens) – à la gestion gouvernementale de la crise, avec des désaccords sur la façon de maîtriser la pandémie, tout en protégeant l'économie. En effet, pendant que la Catalogne, la Navarre ou le Pays basque renforcent les freins à la mobilité, la région de Madrid reste réticente aux restrictions et son laxisme préoccupe les régions voisines.

Le gouvernement n'a pas l'intention pour l'instant de revenir au confinement total de mars et à la fermeture quasi totale de l'économie que cela impliquait. Mais, comme la grande majorité des régions, il pense qu'un couvre-feu nocturne réduira le taux d'infection. Plus de 30% des transmissions ont lieu lors de contacts à domicile. Tous les gouvernements régionaux constatent que la fermeture anticipée des bars n'est pas suffisante, car de nombreuses personnes – en particulier les jeunes – ont recours à des rencontres nocturnes dans des résidences privées.

Le décret ne verra pas la fermeture des frontières de l'Espagne. Il existe également des exceptions, les îles Canaries – la région espagnole qui possède actuellement les meilleures données sur les coronavirus – exemptées du couvre-feu nocturne dans le but d'aider le secteur du tourisme.

✓ Notre opinion – *La gestion de la crise s'est transformée en un bras de fer politique entre le gouvernement socialiste de Pedro Sánchez et le Parti Populaire, qui l'accuse à la fois d'inaction face à la pandémie et de trop d'interventionnisme, à Madrid spécialement. Les administrations des territoires les moins affectés sont souvent les plus prudentes, et les zones rurales et du littoral redoutent tout spécialement la ruée des Madrilènes vers leurs résidences secondaires, d'autant que le week-end prochain est aussi prolongé par un jour férié dans la capitale. Malgré ces inquiétudes, la présidente régionale de Madrid continue d'être réticente à des mesures pour limiter les déplacements des habitants. Puisque la capitale s'y refuse, ce sont les régions limitrophes de Castille-la-Manche et de Castille-et-Léon qui se sont résolues à annoncer mercredi soir leurs propres confinements. Elles se barricadent pour éviter tout risque d'invasion durant la Toussaint.*

Espagne : budget 2021

Le Conseil des ministres a approuvé le projet de loi sur les budgets généraux de l'État de 2021, après l'accord conclu par les équipes de négociation du PSOE et Unidas Podemos. Le budget comprend une augmentation de l'impôt sur le revenu des particuliers (ISR), des sociétés (ISS) et sur le patrimoine, ainsi qu'une augmentation des dépenses sans précédent avec la revalorisation du salaire des fonctionnaires et des retraites.

Selon les estimations du gouvernement, les recettes en 2021 augmenteront de 14,5%, (contre 7,3% de baisse attendue en 2020). Les raisons de cette hausse se concentrent d'abord sur la reprise économique de 2021 et qui augmentera la base imposable totale de 7,9%. En effet, les recettes fiscales augmenteraient de 13 %. Cela s'explique par :

- ✓ La hausse de l'ISR, de +7,8%, fondée sur une progression de 4,2% du revenu brut des ménages.
- ✓ Une augmentation des recettes de l'ISS de 20,7%, suite à une augmentation anticipée des bénéfices de 11%.
- ✓ Une augmentation de 14% de la TVA, en raison d'une croissance prévue des dépenses finales de 12,6%, en ligne avec l'amélioration des dépenses

de consommation intérieure et l'augmentation des nouvelles transactions immobilières prévue pour 2021.

- ✓ La collecte des taxes spéciales augmentera de 12,4%. 20% de la hausse est expliquée par une hausse du tarif du diesel. Le reste sera principalement le résultat de la reprise de la consommation. L'augmentation de 1% sur l'impôt sur la fortune pour les patrimoines de plus de 10 M€, de 3% de l'impôt sur les revenus du capital de plus de 200 000 € et de 2% sur les salaires supérieurs à 300 000 €. Quant à la fiscalité des sociétés, une limitation des exonérations d'impôt sur les sociétés pour les dividendes et les plus-values des filiales de grandes entreprises sera adoptée (de 100% à 95%).
- ✓ Un taux d'imposition minimum de 15% est également établi pour les Socimis (sociétés d'investissement dans le marché immobilier).
- ✓ Les réductions des cotisations aux régimes de la Sécurité sociale sont également modifiées, de sorte que les cotisations des entreprises sont encouragées en faveur de l'épargne des salariés, portant le plafond conjoint applicable de 8 000 €

à 10 000 €, mais limitant les cotisations individuelles des contribuables à 2 000 €.

- ✓ En outre, la TVA sur les boissons sucrées passe de 10% à 21% et la fiscalité sur le diesel subira une augmentation de 38 € pour 1 000 litres.
- ✓ Nous rappelons également la création en 2020 de deux nouveaux impôts : la taxe sur les transactions financières (0,2% sur l'achat d'actions espagnoles cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 Md €) et sur certains services numériques (3% sur les revenus générés par les services de publicité en ligne, les services d'intermédiation en ligne et la vente de données obtenues à partir des informations fournies par l'utilisateur).

Le budget de dépenses de l'État pour 2021 s'élève à 383,5 Mds € (+33% par rapport à 2020) et comprend 26,6 Mds € correspondant au plan de

relance, de transformation et de résilience² Les charges de personnel progresseront de 4,2%, ce qui comprend une augmentation salariale de 0,9% des agents publics. Les dépenses courantes en biens et services de l'État augmentent de 46,7%, conséquence de l'octroi de crédits qui seront financés dans le cadre du plan de relance, transformation et résilience.

Concernant le chapitre des investissements publics, la croissance par rapport au budget 2020 est de 34,1%. Si l'on enlève les dépenses qui vont être financées avec les fonds du Plan de Relance, Transformation et Résilience, l'augmentation est de 9%, tirée par l'augmentation des investissements destinés fondamentalement à la conservation et l'exploitation des routes. Enfin, la dotation du Fonds de financement des communautés autonomes compte 13 Mds € supplémentaires.

✓ Notre opinion – *Le gouvernement justifie les nouvelles mesures comme un premier pas important pour une réforme plus profonde du système fiscal qui corrige le désavantage de plus de 7 points que l'Espagne a vis-à-vis de l'Europe. En termes de mesures sociales, les annonces sont importantes : 700 M € des fonds européens seront utilisés pour améliorer les soins aux personnes âgées en mettant l'accent sur les soins à domicile, 200 M € seront alloués à la promotion de l'éducation de 0 à 3 ans, 300 M € pour un congé de paternité et de maternité égal à seize semaines, et 200 M € destinés à l'embauche d'aides à la garde des enfants.*

Le budget est basé sur les hypothèses du scénario macro-économique présenté par le gouvernement début octobre, qui prévoit que l'économie espagnole rebondira de 7,2% en 2021. Pourtant, la progression de la deuxième vague du virus ces dernières semaines et l'augmentation des restrictions dans toute l'Espagne, ces prévisions pourraient être significativement affectées.

Durcissement des mesures en Italie

L'Italie à l'instar d'autres pays européens fait face à une accélération de l'épidémie. Le gouvernement avait dès le 14 octobre mis en place certaines restrictions notamment sur les lieux rassemblant du public. Ces dernières ont été renforcées le 25 octobre avec un nouveau décret qui devrait courir jusqu'au 24 novembre. Ainsi, les bars, les restaurants, les pubs, les glaciers sont fermés à partir de 18 heures et ne permettront que quatre personnes maximum par tables. Les cours de lycées seront faits à 75% à distance. Les gymnases, les piscines, les centres de natation, les centres de bien-être et spa, de même que les cinémas, théâtres et salles de concerts sont fermés. Le couvre-feu, en revanche, est déterminé par les régions. Il débute à 23 heures en Campanie, en Lombardie et en Sicile et à partir de minuit en Calabre et dans le Latium.

Même si le gouvernement avait suggéré d'attendre les résultats du décret du 25 octobre, le nouveau seuil franchi par les contaminations ce 28 octobre laisse craindre de nouvelles annonces. De nouvelles mesures pourraient être présentées le 4 novembre, alors que le Premier ministre Giuseppe Conte est attendu pour une communication à la Chambre des

députés. Le gouvernement pourrait privilégier la piste d'un nouveau confinement à la française, qui permettrait la continuation d'une partie de l'activité économique. Certaines régions, plus touchées, pourraient se voir imposer de nouvelles mesures avant la semaine prochaine. Parmi celle évoquée, la Lombardie (avec 7 339 nouveaux cas positifs 53 hospitalisations en soins intensifs et 57 décès à la date du 29 octobre), mais également la Campanie (3 103 contaminations) avec des mesures qui se concentraient sur Naples, le Piémont (2 585 nouveaux cas), la Ligurie et l'Ombrie.

En parallèle le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de soutien visant les secteurs les plus touchés. Selon le décret Ristori, une enveloppe de 5,3 milliards devrait être allouée notamment à de nouvelles subventions non remboursables pour les secteurs directement impactés par les mesures administratives (hôtels, restaurants et activités annexes). Contrairement aux mesures d'avril, les aides devraient varier en fonction du coefficient attribué à chaque secteur (de 100% à 400%) et plafonnées à 150 000 euros. Elles seront automatiquement reversées aux 300 000 entreprises qui les

² Cf. [Monde – L'actualité de la semaine](#) du 16 octobre 2020

avaient déjà reçues en mai sur les 450 000 identifiées par le gouvernement à partir de leur code de TVA. Parallèlement, le décret prévoit six semaines supplémentaires de chômage partiels utilisables du 16 novembre au 31 janvier. Le blocage

des licenciements est également prolongé jusqu'au 31 janvier. En outre, le décret étend aux mois d'octobre, novembre et décembre 2020 le crédit d'impôt pour les loyers et les baux commerciaux déjà prévu par le décret Relance.

✓ Notre opinion – *Le gouvernement semble jouer ses dernières cartes avant un possible confinement. Les mesures du 25 octobre pourraient s'avérer insuffisantes, selon les épidémiologistes qui craignent une saturation du système de santé. De l'autre côté, les heurts qui ont éclaté dans plusieurs villes témoignent de la difficulté de faire passer ce type de mesures. Sur les quatre scénarios envisagés par le gouvernement, le niveau de risque maximal a été atteint, ce qui laisse présager un nouveau tour de vis, mais ce dernier se fera à quel prix.*

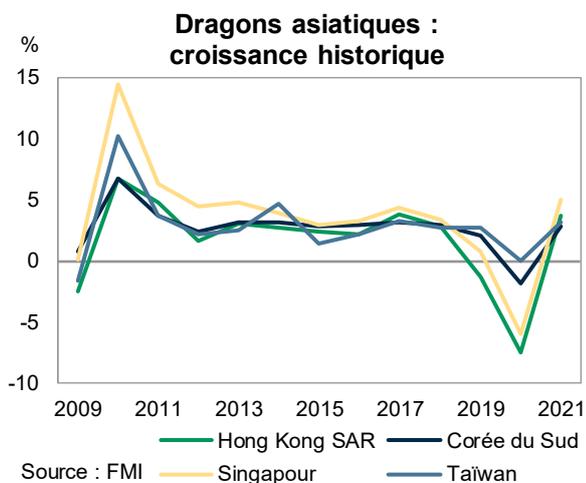
Pays émergents

Asie

Corée du Sud et Taïwan vs Hong-Kong et Singapour : la crise divise les quatre dragons asiatiques

À modèle identique, trajectoires identiques

Jusqu'ici, les quatre dragons asiatiques présentaient des trajectoires de développement et des modèles de croissance assez semblables. Leur développement, exponentiel depuis les années 1980, avait été fondé sur l'ouverture de leur balance des paiements, à la fois au niveau du compte financier, afin d'attirer des capitaux étrangers et de s'établir comme place financière régionale, et du compte courant.



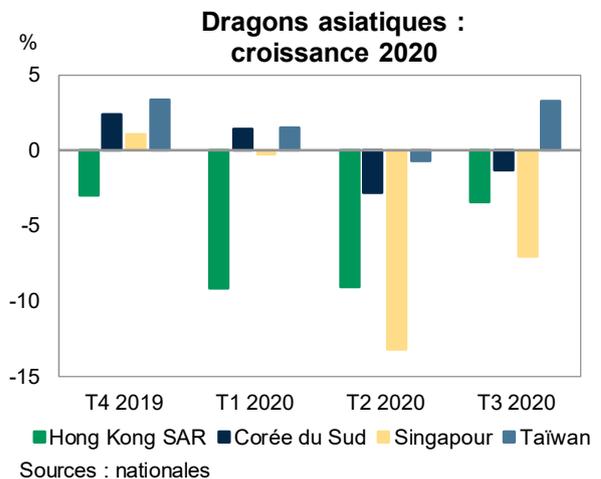
Cette dernière décennie, les quatre dragons avaient vu logiquement leur croissance se stabiliser, à un rythme annuel compris entre 2 et 4%, une performance qui restait toutefois nettement supérieure à celles des autres économies développées. Ils profitaient notamment du dynamisme de leurs (grands) voisins pour développer un peu plus leur industrie touristique, leur fourniture de services financiers ou leur commerce extérieur. L'essor du numérique et des produits électroniques intégrant des puces ou des semi-conducteurs avait aussi porté leur industrie.

En 2019, un premier décrochage avait eu lieu : pour la première fois depuis 2009, une de ces économies était entrée en récession. Hong-Kong avait, en effet, subi le contrecoup de longs mois de manifestations qui avaient grippé sa consommation interne et son industrie touristique. Rien de nature toutefois à remettre radicalement en question son modèle de développement.

Une crise, des sorties

La crise sanitaire est venue assombrir ce tableau. Surtout, elle a révélé une division profonde entre la Corée du Sud et Taïwan d'un côté, Hong-Kong et Singapour de l'autre. Car si les premiers semblent plutôt bien résister, les seconds ont été touchés beaucoup plus violemment. Les prévisions de

croissance du FMI pour 2020 s'échelonnent ainsi de 0,05% pour Taïwan à -7,5% pour Hong-Kong.



Comment expliquer cet écart ?

Il y a en premier lieu les conséquences sanitaires directes : les habitants de Hong-Kong et Singapour ont ainsi vu leurs marges de liberté (rassemblements, lieux publics, restaurants, centres commerciaux...) se réduire, tandis que la Corée faisait face à une deuxième, puis une troisième vague de contaminations.

Il y a ensuite la dépendance aux flux touristiques (6% du PIB à Singapour, 10% à Hong-Kong), qui conditionnent également le maintien à la fois de certains commerces et d'une partie des larges excédents courants structurels dégagés par ces économies.

Les flux de marchandises jouent également. Si la Corée du Sud et Taïwan profitent de l'accélération du nouveau cycle électronique et ont vu – en particulier pour Taïwan, qui bénéficie également des tensions commerciales sino-américaines – leurs exportations de ces biens accélérer ces derniers mois, il n'en est pas de même pour Hong-Kong et Singapour. Les deux économies pâtissent, en effet, de leur place plus en aval dans les chaînes de valeur, et de leur rôle de plateforme logistique et ré-exportateurs, si bien qu'elles demeurent plus dépendantes de leurs voisins (Chine continentale pour Hong-Kong, pays de l'Asean pour Singapour). Leur commerce extérieur connaît donc une trajectoire de reprise beaucoup moins dynamique que celle de Taïwan et de la Corée.

Enfin, et c'est peut-être le point le plus important, souligner qu'au fil des années, Hong-Kong et Singapour sont devenus des économies « de bulle » : immobilier, marchés financiers, tourisme, le

déséquilibre entre économie domestique et extérieure s'est progressivement accentué. Si bien qu'avec la fermeture des frontières et le caractère global de la crise, leur dépendance vis-à-vis de l'extérieur se paye aujourd'hui. Bien sûr, les autorités ont réagi vite et fort, pour mettre en place des plans de soutien à l'activité inédits, dans ces économies plus habituées aux excédents budgétaires qu'aux politiques budgétaires expansionnistes. Elles ne se sont pas non plus trompées en ciblant d'abord le secteur de la consommation privée, via des dispositifs de chômage partiel, voire des transferts directs comme à Hong-Kong, où chaque résident a reçu l'équivalent de 1 000 euros de la part du gouvernement. Mais les chiffres donnent le tournis : Hong-Kong et Singapour

reçoivent chaque année respectivement plus de 30 et 14 millions de visiteurs, sans compter les voyageurs en transit et les frontaliers – Chinois, Malais qui viennent en visite pour la journée. Cela est à comparer à leurs 7,5 et 5 millions d'habitants respectifs. Au contraire, Taïwan et la Corée du Sud, moins touristiques, ont pu profiter du pouvoir d'achat élevé de leur population rendue captive par la fermeture des frontières.

Les exportations hongkongaises et singapouriennes s'élèvent à 175% du PIB, contre 40% pour la Corée du Sud. Face à de tels déséquilibres, même les plans de relance ambitieux déployés ne peuvent compenser le ralentissement – voire l'arrêt- des flux commerciaux et touristiques.

☑ Notre opinion – La crise de la Covid-19 est venue révéler les divergences d'un groupe d'économies en apparence homogène. Elle nous rappelle que la croissance n'est soutenable que lorsqu'elle s'appuie sur des fondamentaux solides et pas trop volatiles. Si l'on revient aux premières théories de la croissance, on se rend compte que le capital humain, et donc la démographie, y occupe une place au moins égale à celle du capital. Hong-Kong et Singapour paient ainsi peut-être aujourd'hui les conséquences de leur trop grande ouverture sur leur modèle de croissance.

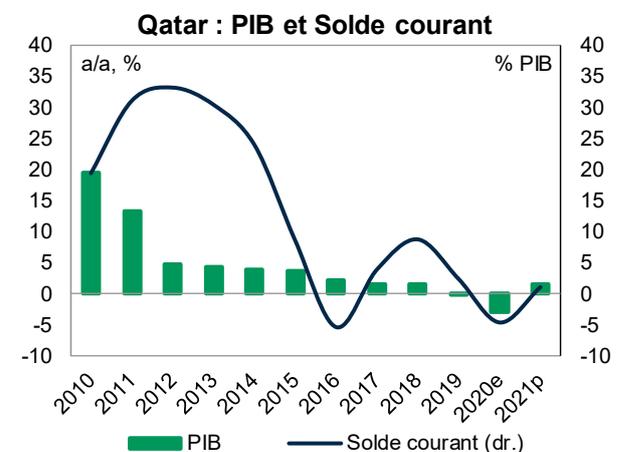
La question est maintenant de savoir si ces économies ont les moyens de tenir jusqu'à la sortie de la crise. On sait déjà que les flux touristiques ne reviendront pas à leur niveau d'origine avant plusieurs années, que la reprise économique mondiale sera plus longue que prévu, et que le rebond du commerce international sera aussi graduel, trois indicateurs corrélés aux performances de Hong-Kong et Singapour. Grâce à des années d'accumulation d'excédents extérieur et budgétaire, les deux cités-État disposent d'un peu de temps, qu'il s'agira de mettre à profit pour rééquilibrer un modèle dont la crise a montré les limites.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Qatar : coronavirus, embargo, prix du gaz, le pays va souffrir malgré ses ressources

Le riche émirat du Qatar va souffrir en 2020 de l'environnement sanitaire, économique et géopolitique qui contraint en partie sa croissance depuis quelques années. En 2020, il a réussi à maîtriser la crise sanitaire du coronavirus à partir de juin, mais au prix d'un pourcentage très élevé de contaminés, à 4,7% de la population totale. En revanche, le nombre de décès est très faible. Il est dix fois moindre que dans les pays moins développés de la région pour le même nombre de contaminés, illustrant l'efficacité du système de santé du pays. Profondément rentier et diversifié dans le tourisme, il va souffrir, en plus de la crise sanitaire, de la baisse des prix du gaz, mais non-membre de l'OPEP, il ne devrait être affecté par la baisse des volumes exportés qu'à cause de la chute de la demande mondiale. Le prix du pétrole s'établit à 41 dollars par baril en moyenne depuis le début de l'année. Entré en récession en 2020 après les mesures de confinement du printemps et l'arrêt l'industrie touristique (qui représente 10% du PIB et 5% des recettes d'exportation), l'effet négatif est surtout important sur

les nombreuses entreprises (compagnies aériennes) en difficulté et soutenues par l'État. Ce double choc va creuser le déficit budgétaire et propulser le solde courant en position déficitaire. La détérioration des équilibres macro-économiques va provoquer une hausse de l'endettement.



☑ Notre opinion – *Le Qatar est un pays riche, mais aussi très endetté, avec une dette externe de plus de 200 milliards de dollars, soit 85% du PIB de 2020. Il faudra donc être très attentif sur la façon dont les ressources du QIA (estimées à 300 milliards de dollars avant-crise) seront utilisées pour éviter un double dérapage des dettes publiques (150 Mds USD) et externes (216 Mds USD). Le QIA avait été mobilisé lors de la crise de l'embargo pour soutenir le secteur bancaire qatari. Son utilisation est donc à surveiller avec une particulière attention*

👉 Hariri, un ancien-nouveau Premier ministre pour sauver le Liban ?

Après la démission de trois Premiers ministres en moins d'une année (Hariri, Diab, Badi), le président du Liban vient de nommer à nouveau Saad Hariri à ce poste, un an après sa démission. S. Hariri avait été contraint de quitter le pouvoir à l'automne 2019 après plusieurs semaines de contestations populaires. Incapables de constituer un gouvernement de technocrates indépendants des influences claniques et religieuses représentées au Parlement, les deux précédents Premiers ministres n'avaient tenu que

quelques semaines. Depuis un an, le pays s'est enfoncé dans une crise politique, économique, sociale et financière sans précédent : effondrement de la devise, défaut souverain, baisse des réserves en devises, blocage des comptes en banque, défaillance des services publics, explosion dans le port de Beyrouth, hyperinflation, forte hausse du chômage, appauvrissement de la population et finalement début d'émigration.

☑ Notre opinion – *Il n'est pas du tout certain que Saad Hariri puisse faire mieux que ses prédécesseurs malgré (ou peut-être à cause de...) une expérience de dix années à la tête des gouvernements successifs de 2009 à 2019. Il a été accepté par le Parlement avec une courte majorité, le Hezbollah, les Forces libanaises et le CPL (chrétiens) ayant voté contre lui. Il a aussi bénéficié de l'anéantissement de la contestation populaire par la crise sanitaire, la crise économique, la répression des autorités et l'absence d'alternative crédible dans « l'opposition ».*

En favorisant les politiques économiques passées, il porte par ailleurs une large part de responsabilité dans la crise multiforme que vit actuellement le pays. Sans un renouvellement complet de la classe politique libanaise, un abandon du mode de fonctionnement confessionnel qui favorise le clientélisme, le désarmement effectif des différentes milices armées et un changement radical dans la gouvernance, c'est-à-dire, la fin de la collusion entre milieux d'affaires et politiques, on voit mal comment le Liban pourrait trouver une issue de long terme à ses défaillances.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 Russie : la stratégie d'hibernation ?

Le bilan sanitaire se dégrade et va peser sur les prévisions.

Le bilan sanitaire russe n'est pas bon, avec un nombre de cas et de morts supérieurs à ceux du printemps, et une épidémie de plus en plus diffusée à tout le territoire. Le gouvernement a ouvert de nouveaux hôpitaux de campagne, mais se dit opposé à un reconfinement. Dans certaines régions, les personnes de plus de soixante-cinq ans sont mises à l'isolement. Rappelons cependant aussi que la Russie pratiquerait un nombre de tests assez élevé en termes relatifs. Mais quoi qu'il en soit, la courbe épidémique va désormais conditionner les performances économiques russes.

Une activité orientée à la baisse pour l'industrie et les ventes au détail

Pour l'instant, la chute du PIB au deuxième trimestre (-8% sur un an) a été relativement contenue par rapport à d'autres pays, mais la tendance n'est pas bonne depuis le mois d'août. Surtout, la reprise est

inégalement selon les secteurs : contraction moins forte dans la construction et les transports, mais reprise de la baisse, depuis le mois d'août, pour la production industrielle et le commerce de détail. Dans la production industrielle, c'est l'industrie manufacturière qui tire l'activité vers le bas.

Morale de ces chiffres : les Russes recommandent à contrôler leurs dépenses quotidiennes.

Enfin, du côté des exportations, elles étaient plutôt résilientes et profitent notamment de la reprise d'activité en Chine, mais tout va dépendre évidemment du prix de l'énergie dans un contexte de seconde vague globale.

Mais une chute globale de l'économie encore limitée et un profil souverain correct

La croissance russe s'oriente donc plutôt à la baisse, mais ce n'est pas une catastrophe pour le moment et c'est toujours bien moins fort qu'en 2009. D'une part, parce que les chiffres prévisionnels de

PIB pour 2020, de l'ordre de -5%, sont très acceptables par rapport à beaucoup d'autres pays, mais aussi parce que la Banque centrale, contrairement là aussi à d'autres pays, a encore les moyens de soutenir cette croissance, avec une nouvelle baisse de taux, si elle devient nécessaire. La hausse des prix reste proche des objectifs de politique monétaire, à 3,7% en septembre et les anticipations sont tenues.

Par ailleurs, le profil souverain russe reste très correct, voire bon, dans un monde où le mur de la dette est en train de se construire. Les indicateurs de solvabilité sont bas, avec une dette publique contenue, et les indicateurs de liquidité semblent également sous contrôle. Donc pas d'inquiétude sur le souverain pour le moment, voire un effet relatif positif qui n'échappera peut-être pas aux agences de notation.

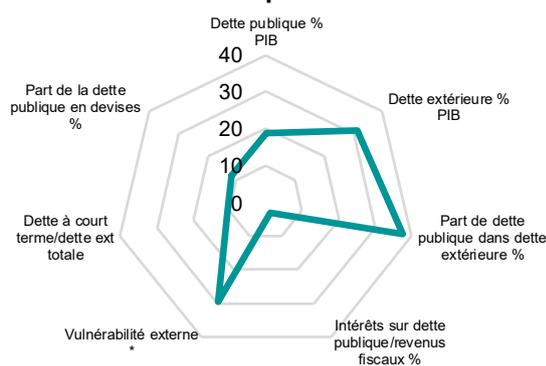
Un pilotage de la crise qui arbitre prudemment entre économie et sanitaire : avantage et risques

Plus généralement, le gouvernement russe continue visiblement à piloter la crise sur le

temps long, en arbitrant prudemment entre objectifs de stabilisation macro-économique et objectifs sanitaires. Ainsi par exemple, les propositions de budget d'ici 2023, qui sont à l'examen à la Douma, tablent sur une baisse des dépenses en 2021 et un déficit qui serait ramené à 2,4% en 2021, contre 4,4% cette année. Chiffres qui feraient rêver beaucoup de pays.

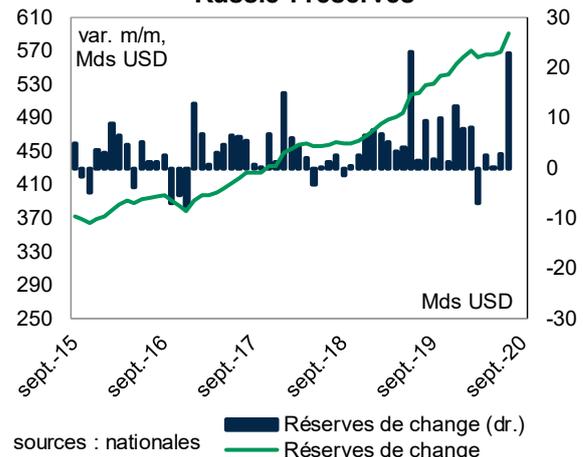
Mais derrière ce choix très raisonnable, il y tout de même un risque et une projection qui reste à vérifier : l'idée d'une hausse progressive des recettes énergétiques. Par ailleurs, les hypothèses officielles de PIB à moyen terme nous semblent trop élevées (3,4%), sans prendre en compte les effets des coupes de l'investissement sur la croissance potentielle : le taux d'investissement sur PIB va à nouveau diminuer à 18,6% en 2021, à comparer avec les taux chinois de l'ordre de 30%... **Rappelons que la stratégie de croissance russe avant Covid était justement l'inverse et visait à augmenter la part de l'investissement dans le PIB, pour soutenir une croissance à long terme stagnante.**

Russie : indicateurs de solvabilité et de liquidité



Sources : FMI, Moodys statistical handbook, prévision 2021

Russie : réserves



☑ Notre opinion – Ce bilan nous révèle trois choses importantes, mais qui ne seront sans doute pas visibles avant 2022 :

- 1 - Certes une capacité à changer de stratégie pour s'adapter à la crise (coupes dans les investissements dès 2021 pour compenser le dérapage budgétaire de 2020), mais aussi un report des difficultés, car la croissance va rester faible à moyen terme (justement à cause de ces coupes).
- 2 - Un risque politique, car ce sera la classe moyenne qui va payer cette stratégie.
- 3 - Un pari sur le prix de l'énergie, qui doit aider peu à peu à retrouver les équilibres budgétaires et, donc, un retour à un vieux réflexe d'économie de rente.

D'une certaine façon, l'ours rentre lentement dans sa caverne pour hiberner : les Russes savent supporter la glaciation de leur économie et la résilience de ce pays est assez forte.

Enfin, un dernier point : la conjoncture et la politique économique russes sont sous pression géopolitiques multiples : impact des sanctions, déstabilisation de la périphérie (Belarus, Asie centrale, etc.), conflit du haut Karabakh... Et cela s'ajoute à un problème évident de fatigue du pouvoir en interne et de mécontentement grandissant d'une population pour laquelle la Covid n'est qu'un choc après beaucoup d'autres, ces dernières années (sanctions après la crise de Crimée, crise énergétique de 2015, etc.).

Ces pressions se lisent de façon négative dans un taux de change où la prime de risque politique est forte et la volatilité importante. Mais cette volatilité permet aussi de limiter l'impact des chocs externes sur

l'économie. Par ailleurs, elles impactent la structure de la croissance à travers la consommation des ménages et l'appauvrissement de la classe moyenne.

Mais elles créent aussi un impératif d'autonomie stratégique qui n'est sans doute pas étranger aux choix actuels de gestion de crise de ce pays : il est prioritaire, pour le gouvernement russe, de préserver les équilibres macro-économiques et une faible dette, car cela signifie aussi préserver une indépendance financière et stratégique. Cela joue évidemment dans les arbitrages à faire entre sanitaire et macro-économie. Indirectement, la géopolitique est donc également présente de cette façon-là, dans les choix de politique économique.

 **Turquie : encore, et toujours, l'économie rencontre la géopolitique**

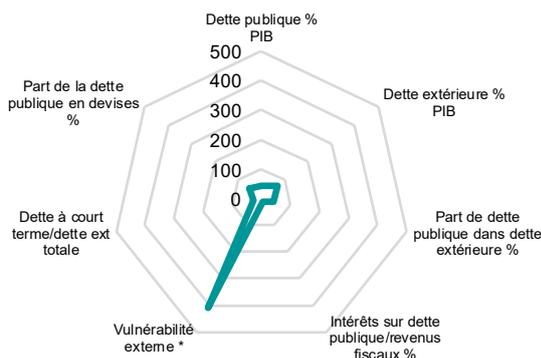
Au fond, la situation souveraine turque se résume vite : quel que soit le bilan conjoncturel actuel, le bilan souverain est plombé par un fort risque de liquidité, marqué par un épuisement des réserves, une opacité sur la capacité du secteur privé à couvrir son besoin de financement et une dépendance vis-à-vis du marché pour le refinancement de la dette à court terme.

Cela se traduit dans une vulnérabilité structurelle du change, qui, par ailleurs, est sans doute l'une des

devises au monde où la prime de risque géopolitique est la plus forte. Les derniers événements le prouvent encore avec la livre qui dévisse.

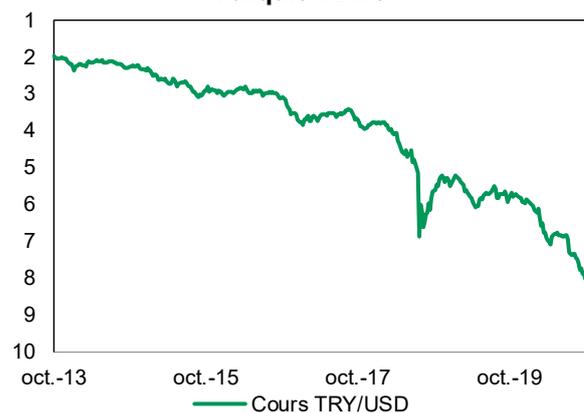
Pour autant, il faut faire attention, car l'arme stratégique de l'étranglement économique serait difficile et dangereuse à jouer avec un pays de la taille de la Turquie. Et surtout, c'est aussi un pays totalement pivot dans la stratégie géopolitique occidentale.

Turquie : indicateurs de solvabilité et de liquidité



Sources : FMI, Moodys statistical handbook, prévision 2021

Turquie : livre



Sources : Morgan Stanley, Reuters, CA S.A.

Afrique sub-saharienne

 **Tanzanie : les bonnes performances de la stratégie du déni face à la Covid ?**

En regardant une carte de l'Organisation Mondiale de la Santé, on distingue très vite trois pays qui ne déclarent aucuns nouveaux cas de coronavirus la semaine dernière : la Corée du Nord, le Turkménistan et la Tanzanie. Ce qui saute ainsi aux yeux n'est malheureusement pas un singulier succès de la politique sanitaire tanzanienne, mais plutôt une stratégie du déni face à la pandémie de la Covid-19. Le président, John Magafuli, s'est exprimé contre la distanciation sociale et le port du masque, refusant tout confinement pour préserver l'économie. En juin, il déclarait que le pays était désormais libéré du virus. La Tanzanie ne publie plus de données sur le nombre d'infections depuis avril. Il est donc bien difficile de connaître la vérité sur l'état sanitaire du pays.

Sur le plan économique, la Tanzanie devrait être l'une des grandes économies les plus performantes

d'Afrique sub-saharienne, avec une croissance de 1,9% du PIB en 2020. D'ici 2024, le consensus table sur une croissance du PIB par habitant proche de 10%, portée par une croissance annuelle moyenne du PIB d'environ 4,6% sur la période. Du côté de la dette, la situation tanzanienne est également favorable, avec une dette publique stable autour de 35% du PIB à horizon 2024. Le déficit public devrait lui aussi demeurer stable, évoluant autour de 2-3% du PIB. L'endettement extérieur, légèrement au-dessus de 30% du PIB en 2019, est en revanche plus préoccupant pour un pays exportant si peu. Cela a poussé le gouvernement à demander une suspension de sa dette auprès du G20 pour un gain estimé à 149 millions de dollars. Le FMI a également apporté une aide par la suspension du service sur sa dette pendant un an, à partir d'avril 2020.

Une première explication de la relative bonne santé de l'économie tanzanienne serait donc l'absence de confinement dans le pays. L'économie a certes été freinée par la plus faible fréquentation touristique et les perturbations logistiques connues à l'échelle mondiale, mais a continué de fonctionner.

L'autre explication est que la Tanzanie est la grande économie d'Afrique sub-saharienne dont les recettes du compte courant pèsent le moins dans son PIB : seulement 16% en 2019. En proportion du PIB,

le pays exporte certes plus que le Kenya ou l'Éthiopie, les deux autres grandes économies peu ouvertes. Les revenus du tourisme sont également comparables (autour de 6% du PIB), mais les revenus de la diaspora sont quasiment inexistantes pour la Tanzanie. Ces dernières années, la croissance tanzanienne a été tirée par l'industrie et les services et devrait continuer de l'être dans les années à venir, avec une contribution encore marginale de l'industrie manufacturière, malgré son taux de croissance élevé.

☑ Notre opinion – *La Tanzanie devrait mieux s'en sortir que d'autres, la très faible transparence sur l'ensemble des statistiques nationales est une bonne raison de relativiser tout optimisme. Néanmoins, la situation de la Tanzanie dessine une carte de la reprise en Afrique sub-saharienne, avec un avantage pour les économies très diversifiées d'Afrique de l'Est.*

Moins dépendantes des industries extractives, la zone devrait voir son PIB augmenter de 37% d'ici 2025, selon le FMI, contre +17% pour l'ensemble de l'Afrique sub-saharienne. C'est encore mieux que le duo Ghana, Côte d'Ivoire (+33%), l'autre pôle de croissance de la région. Ces deux sous-ensembles devraient, selon le FMI, être responsables de respectivement 32% (Kenya, Éthiopie et Tanzanie) et 15% (Ghana et Côte d'Ivoire), de la croissance en Afrique sub-saharienne à horizon 2025. La seule autre poche importante de croissance identifiée par le FMI est le Nigéria, qui de par la taille de son économie représenterait 12% des gains sur la période.

Géo-économie

Cachemire : un point chaud à suivre

Il pourrait se passer des choses en novembre du côté du Cachemire... En effet, à l'issue des élections prévues le 15 novembre au Gilgit-Baltistan, **cette région du Cachemire occupée par le Pakistan pourrait devenir la cinquième province pakistanaise**. Administré par le Pakistan depuis 1947, le Gilgit-Baltistan bénéficie jusqu'à présent d'un statut spécial qui lui garantit une certaine autonomie.

Pourquoi ? Des pressions internes d'abord

Islamabad cherche une réponse à la **révocation en août 2019 par l'Inde de l'autonomie constitutionnelle du Jammu-et-Cachemire** (soit la partie du Cachemire occupée par l'Inde) et à la séparation du Cachemire indien en deux territoires (le Jammu-et-Cachemire et le Ladakh) sous un contrôle plus étroit de New Delhi. **L'Inde a ainsi remis en cause le statu quo qui prévalait au Cachemire – stratégie du fait accompli qui commence à se répandre dans beaucoup de régions du monde.**

Des pressions externes ensuite ?

L'instabilité chronique dans la région du Gilgit-Baltistan **menace les intérêts économiques chinois**. Rappelons que le Pakistan est un partenaire-clé de la Chine dans le projet des Nouvelles routes de la soie qui doit permettre à Pékin de **consolider une zone d'influence dans la région Eurasie**. En 2015, Pékin et Islamabad ont signé un accord, **le Corridor économique sino-pakistanaise (CPEP)** qui prévoit la construction d'infrastructures (routes, barrages, centrales électriques, voies ferrées) par Pékin, dont plusieurs au Gilgit-Baltistan, pour **plus de 50 milliards d'euros**.

Particulièrement **stratégique** pour Pékin, le CPEP lui assure un **accès direct à la mer d'Arabie et au détroit d'Ormuz (où transite un cinquième du trafic de pétrole mondial) via le port de Gwadar** situé dans le sud du Pakistan, dans la province du Baloutchistan. Pièce maîtresse du projet d'infrastructures, le port permet de relier les régions enclavées de l'ouest chinois à la mer et de contrôler la route stratégique des hydrocarbures.

Les conséquences directes...

Un regain de tensions militaires dans la région du Cachemire entre l'Inde et le Pakistan est possible. Un **face-à-face militaire n'est pas à exclure bien que la présence militaire chinoise rende la stratégie indienne délicate**. Rappelons que l'Inde, le Pakistan et la Chine sont des puissances nucléaires.



Source : Wikipédia

Attention au réveil de la question pachtoune

Les Pachtoune, peuple sans État, représentent le deuxième groupe ethnique du Pakistan (30 millions) et sont concentrés à l'ouest (nord du Baloutchistan, région, justement, où se trouve le port de Gwadar...). Les Pachtoune, qui revendiquent une province au statut comparable à celui du Gilgit-Baltistan, pourraient s'inquiéter du projet d'Islamabad.

Nouvelles tensions sino-indiennes ?

La révocation du statut spécial du Gilgit-Baltistan pourrait **envenimer la situation le long de la « ligne de contrôle effectif » (LAC), frontière sino-indienne de facto, à la délimitation contestée**. Rappelons que **les récentes tensions militaires sino-indiennes** (20 soldats indiens tués lors d'affrontements militaires en juin), sont **liées au Cachemire**. Pékin a dépêché des milliers de soldats le long de la frontière entre l'Aksai Chin chinois et le Ladakh indien après que le ministre de l'Intérieur indien a déclaré que le Jammu-et-Cachemire incluait l'Aksai Chin (sous contrôle chinois). À ce jour, la situation militaire à la frontière est tendue : Pékin et New Delhi renforcent leurs positions le long de la LAC. Le 12 octobre, le ministre indien de la Défense a annoncé **l'inauguration de 44 ponts dans la région frontalière** (dont 7 au Ladakh et 10 au Jammu-et-Cachemire) qui **faciliteraient les déplacements des forces armées**.

Le Tibet, baromètre de l'intensité des tensions sino-indiennes ?

100 000 Tibétains vivaient en Inde et le gouvernement tibétain en exil y est basé. La question tibétaine est donc, pour toutes ces raisons, **au cœur des tensions sino-indiennes**. Dans la nuit du 29 au 30 août dernier, les troupes indiennes

ont pris le contrôle de hauteurs stratégiques sur lac Pagong Tso, à l'est du Ladakh. Cette avancée a été permise grâce à la **participation d'une unité d'élite composée principalement d'exilés tibétains**. Un hommage a ensuite été rendu à l'un d'entre eux, tué dans les combats (drapeaux indien et tibétain déployés, slogans pro-indiens et pro-tibétains, présence d'un officiel du BJP, le parti au pouvoir en Inde).

Une rupture stratégique indienne ? New Delhi, en activant cette unité, envoie sans doute un signal à Pékin : la « **carte tibétaine** » peut être activée, alors que Narendra Modi, à partir de 2018, avait pourtant pris ses distances avec la « question tibétaine ». Pékin a tendance à durcir ses positions (diplomatiques, mais aussi militaires le long de la LAC), dès que New Delhi manifeste son soutien à la cause. C'est dans ce contexte que deux rencontres entre Xi Jinping et Narendra Modi (à Wuhan en Chine en avril 2018, et à Mamallapuram en Inde en octobre 2018) avaient été rendues possibles.

La réactivation de la « carte tibétaine » par l'Inde témoigne de la détérioration des relations sino-indiennes mais aussi de l'assertivité géopolitique de plus en plus forte de l'Inde.



Dates clés à propos du Cachemire

1947 : Naissance de l'Inde et du Pakistan (oriental et occidental). La souveraineté sur le Jammu-et-Cachemire est à l'origine de la **1^{ère} guerre sino-pakistanaise**. À l'issue d'un cessez-le-feu sous l'égide de l'ONU en 1949, l'Inde contrôle les deux tiers du Cachemire, le Pakistan l'autre tiers (Azad Cachemire et Gilgit Baltistan). La « Ligne de contrôle » (LoC) joue *de facto* le rôle de frontière (sans avoir le statut juridique de frontière) et s'étend sur un millier de kilomètres.

1965 : **2^e guerre sino-pakistanaise**.

1971 : **3^e guerre sino-pakistanaise** à la suite de la déclaration d'indépendance du Pakistan oriental qui devient le Bangladesh soutenu par New Delhi.

1998 : **essais nucléaires** par New Delhi et Islamabad.

Août 2018 : révocation par Narendra Modi de l'autonomie constitutionnelle du Jammu-et-Cachemire

Février 2019 : attentat-suicide au Jammu-et-Cachemire qui provoque la mort de 46 paramilitaires indiens. New Delhi mène des frappes en représailles à Bakalot, en territoire pakistanais. Islamabad bombarde le Cachemire indien.



Une guerre de l'eau indo-pakistanaise est-elle possible ?

En 1960, un **traité indo-pakistanaise est signé pour le partage des eaux de l'Indus**. Le débit des trois rivières occidentales (Indus, Jhelum, Chenab) est attribué au Pakistan, celui des rivières orientales (Ravi, Beas, Sutlej), à l'Inde. S'étendant sur 2 900 kilomètres, les rives de l'Indus sont peuplées de 270 millions de personnes. Le fleuve prend sa source au Tibet, parcourt le Ladakh indien, puis traverse le Cachemire pakistanais, avant de se jeter dans la mer d'Arabie.

Or, le Pakistan et l'Inde (nord et ouest en particulier) souffrent d'importantes pénuries d'eau. Islamabad dépend à hauteur de 64% de l'Indus et de ses affluents pour ses besoins en eau (en particulier pour l'irrigation). Si le « **Traité sur les eaux de l'Indus** » a survécu aux trois guerres indo-pakistanaises, **l'équilibre est précaire**. En 2016, une « **guerre de l'eau** » manque d'éclater entre les deux ennemis : en représailles à la mort de dix-huit soldats indiens au Cachemire, Narendra Modi menace d'accélérer la construction de centrales hydroélectriques et d'accroître les prélèvements sur l'Indus. Le Premier ministre pakistanais parle « d'acte de guerre » en cas de dénonciation du traité.

Le sujet de l'eau est d'autant plus sensible pour New Delhi que **Pékin multiplie les projets de barrages au Tibet**, ce qui menace les pays en aval comme l'Inde (risques d'inondation ou de baisse du débit du fleuve).



Dettes souveraines : des évolutions sur la position chinoise ?

L'Initiative de Suspension du Service de la Dette (ISSD) a été proposée en avril par les pays du G20 en réponse aux appels du FMI et de la Banque mondiale d'aider les pays les plus pauvres. **Sur 73 pays éligibles, 44 ont pu bénéficier d'une suspension du paiement de leurs dettes bilatérales vis-à-vis des pays du G20 pour six mois. Ces pays sont endettés à hauteur de 744 milliards de dollars, dont 178 milliards dus aux membres du G20. Au sein du G20, la Chine a un rôle de premier plan, car 63% de ces 178 milliards lui sont dus.**

L'ISSD a pour le moment permis de suspendre 5,3 milliards de dollars de service de la dette, dont 1,9 milliard sur des prêts chinois. À cela s'ajoutent

75 milliards d'aides apportées à ces pays par des banques multilatérales de développement sur la même période.

Néanmoins, l'effort semblait trop faible au regard des difficultés auxquelles font face les pays les plus vulnérables. Outre sa durée initialement limitée à six mois, l'attitude ambivalente de la Chine, pourtant premier créancier posait problème. **En effet, la Chine refusait d'inclure les prêts accordés par ses banques de développement. Or, à elle seule, la dette bilatérale chinoise devait générer 13,4 milliards de dollars de flux sortant pour les pays en questions.**

La position chinoise a une première fois évolué *via* des négociations avec l'Angola portant sur 6,7 milliards de dollars de prêts dus aux banques publiques chinoises. Néanmoins, ces négociations conservent une dimension bilatérale et ne s'inscrivent donc pas pleinement dans les principes de l'ISSD.

La réunion du G20 du 14 et 15 octobre semble donc marquer un changement de position pour la Chine. Tout d'abord, l'ISSD a été étendue de six à douze mois et pourrait être étendue de six mois supplémentaires en 2021. Les sommes dues pendant l'extension devront être repayés en cinq ans, après une année de grâce. **Le G20 semble également reconnaître les limites de l'ISSD qui ne prévoit qu'un report de la dette.** A ainsi été adopté un accord de principe sur le traitement de la dette des pays vulnérables au cas par cas.



Des informations précieuses à propos du futur cadre multilatéral ?

Ce « cadre commun pour le traitement de la dette au-delà de l'ISSD » devrait être formellement adopté lors du prochain sommet du G20 en novembre et précisé d'ici là. Les membres du Club de Paris se sont joints à cet accord. Ce mécanisme multilatéral devrait poser des règles communes dans le traitement de la dette des pays en difficulté avec comme caractéristique principale attendue le fait d'inclure toutes les dettes, peu importe le pays créateur ou qu'elles soient bilatérales ou privées.

L'adoption d'un cadre sur les restructurations de dettes souveraines par l'ensemble du G20 et du Club de Paris serait une avancée notable de la position chinoise. Tout d'abord, cela constitue une reconnaissance du fait que l'ISSD ne sera de pas suffisante pour venir en aide aux pays les plus vulnérables. Ensuite, par cet accord, la Chine accepterait que toutes les créances, y compris celle que Pékin considère comme privées, soient régies par des règles communes, dans un cadre multilatéral.

D'un point de vue géopolitique, ce serait aussi un signal important à propos de ce que sera l'architecture du multilatéralisme dans un monde marqué par la rivalité hégémonique sino-américaine : d'une part, il y aurait des domaines d'affrontement (voir nos articles réguliers sur les « points chauds » ; d'autre part, il y aura une rivalité « de l'intérieur », dans les institutions les plus importantes, à la fois pour obtenir des postes-clés mais aussi pour écrire les normes juridiques, et enfin, il y aura aussi des domaines de négociation et d'alliances.

 **News géo-économiques**

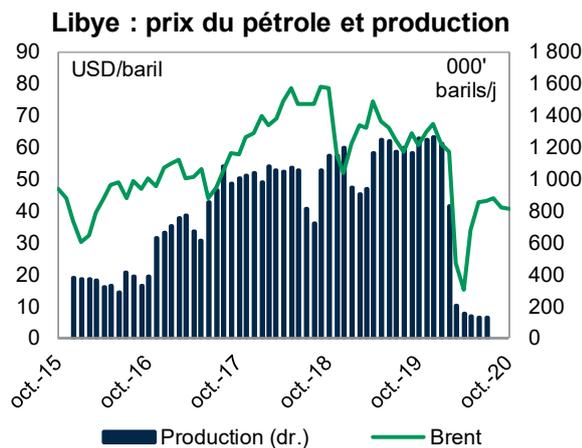
Soudan-Israël : un rapprochement – Sous la pression des États-Unis qui ont retiré le Soudan de la liste des pays soutenant le terrorisme, Khartoum vient de signer un accord de reconnaissance avec Israël, identique à l'accord des Émirats et de Bahreïn. Contrairement à ces deux pays, le Soudan a été en guerre contre Israël en étant aux côtés des pays arabes lors de la guerre de 1948 et de la guerre des Six jours (1967). **Cet accord intervient alors que les États-Unis sont prêts à annuler la dette bilatérale du Soudan, tandis que ce dernier est disposé à payer des pénalités pour sa participation, aux côtés d'Al-Qaïda aux attaques** contre les ambassades américaines du Kenya et de Tanzanie en 1998. Les évolutions politiques au Soudan et la pression exercée par l'Égypte ont aussi favorisé l'avancée de cette question.

Les réactions des pays tiers ont été identiques à celles des précédents accords, les uns condamnant (Palestiniens, Iran) les autres approuvant (Émirats, Bahreïn, Allemagne). Les retombées économiques pour les deux pays seront moindres que pour les pays du Golfe, mais **la charge symbolique de reconnaissance pour des pays anciennement**

belligérants est assez forte pour entraîner d'autres pays arabes sur le chemin de normalisation des liens avec Israël.

Libye, accord de cessez-le-feu – L'accord de cessez-le-feu signé à Genève entre le gouvernement de Tripoli et les troupes du maréchal Haftar de Cyrénaïque sous l'égide de l'ONU sera-t-il durable après tant d'échecs précédents depuis 2011 ? Aboutira-t-il à des pourparlers politiques constructifs en vue d'une sorte de réunification du pays ?

Des événements se sont accélérés ces dernières semaines : la sensation de perte de contrôle de leur avenir de la part des Libyens avec une si forte présence étrangère, la démission de Sarraj de la présidence du GNA de Tripoli, l'effondrement de la production de pétrole depuis mars dernier (cf. graphique), les médiations organisées par certains pays du Maghreb, et enfin des accords entre parrains soutenant chacun des camps.



Sources : ICIS Pricing, EIA, CA S.A.

Sanctions américaines contre l'Iran – Lundi 26 octobre, le Trésor américain a inscrit la *National Iranian Oil Company* (NIOC), la *National Iranian Tanker Company* et le ministère iranien du Pétrole sur liste noire. Ces entités déjà sanctionnées auparavant sont cette fois ciblées pour leurs liens supposés avec la force Al-Qods, unité d'élite détachée des Gardiens de la révolution (inscrit sur la liste américaine des organisations terroristes). Elles auraient participé, au printemps 2019, à l'exportation de brut vers la Syrie.

Le candidat démocrate Joe Biden, vice-président de Barack Obama lors de la conclusion de l'accord sur le nucléaire iranien en 2015 (JCPOA), soutient le retour des États-Unis au sein de l'accord. Mardi 27 octobre, le porte-parole du gouvernement iranien, Ali Rabii a annoncé que son pays était ouvert à un tel retour américain, quel que soit le président élu, mais exigerait des « garanties » pour se prémunir contre un nouveau retrait. L'intensification de la politique de sanctions américaines ces derniers temps risque cependant de **compliquer la stratégie de Joe Biden**, dans l'hypothèse où il gagnerait les élections du 3 novembre.

Négociations russo-américaines contre une course aux armements – Moscou a proposé lundi 26 octobre l'arrêt du déploiement du missile de croisière russe 9M729. Quelques jours auparavant, le président Poutine avait alerté sur la **menace d'une nouvelle course aux armements** dans son discours annuel de politique étrangère. En 2019, le désaccord entre la Russie et les États-Unis à propos de la portée de ce missile avait débouché sur le

retrait américain du Traité sur les forces nucléaires à portée intermédiaire (FNI) signé en 1987. Pour Washington, ce missile a une portée bien supérieure à 500 kilomètres et appartient donc à la catégorie des missiles proscrits par le FNI (interdiction des missiles lancés depuis le sol d'une portée comprise entre 500 et 5 500 km). **Cette manifestation de bonne volonté intervient après la proposition russe d'une extension pour un an du traité bilatéral New Start (limitation des armes nucléaires).**

Un renforcement de l'alliance indopacifique qui nourrit la dégradation de la relation sino-indienne ? – Le secrétaire d'État Mike Pompeo et le secrétaire à la défense Mark Esper ont entamé lundi, une visite de à New Delhi. **La Chine est au centre des discussions** : Mark Esper a déclaré mardi que Washington et New Delhi étaient unis contre « l'agression croissante et les activités déstabilisatrices de la Chine ». Les États-Unis et l'Inde ont signé **un accord militaire sur le partage des données satellites sensibles.** L'Inde a accepté que **l'Australie participe, le mois prochain, aux exercices navals** qu'elle mène avec les États-Unis et le Japon.

Jusqu'ici, **New Delhi, cherchant à pacifier ses relations avec Pékin, était réticent à élargir ces exercices à l'Australie.** Mais les relations sino-indiennes sont au plus bas (*cf. supra*).

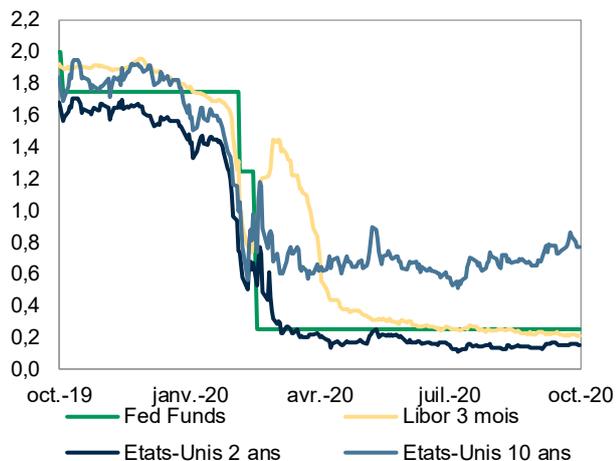
Mike Pompeo se rendra ensuite au **Sri Lanka (lourdement endetté auprès de Pékin et obligé de céder la gestion du port de Hambantota, situé sur la route stratégique des cargos reliant l'Europe à l'Extrême-Orient et appartenant au « collier de perles chinois », à Pékin pour quatre-vingt-dix-neuf ans) et aux Maldives, deux pays où la Chine a financé et construit des infrastructures.**

Ventes d'armes à Taïwan – Le département d'État américain a approuvé **une vente d'armes supplémentaire à Taïwan pour 2,37 milliards de dollars**, en complément des 1,8 milliard précédemment validés par le Congrès. **La Chine réplique en imposant des sanctions sur des entreprises américaines dont Lockheed Martin, Boeing, Raytheon** qui seraient impliquées dans ce *deal*. La nouvelle vente d'armes doit faire l'objet d'un accord du Congrès, mais qui ne devrait être qu'une formalité car **les ventes d'armes vers Taïwan font l'objet d'un consensus bipartisan.**

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

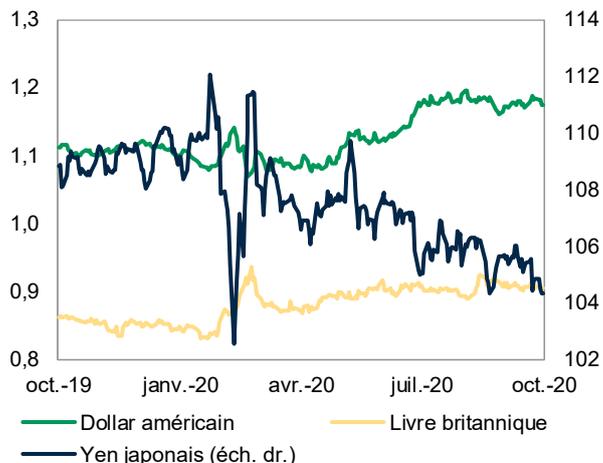
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

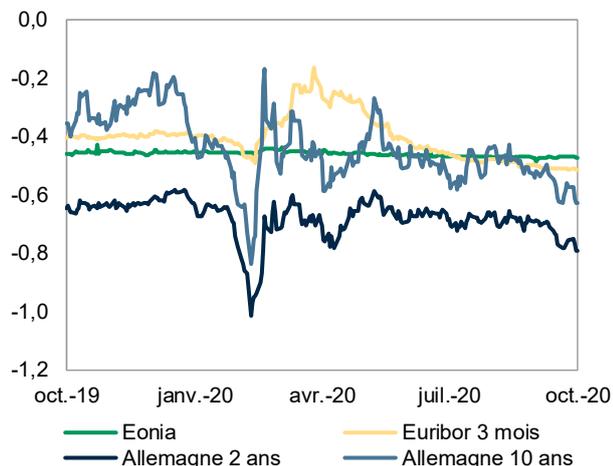
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

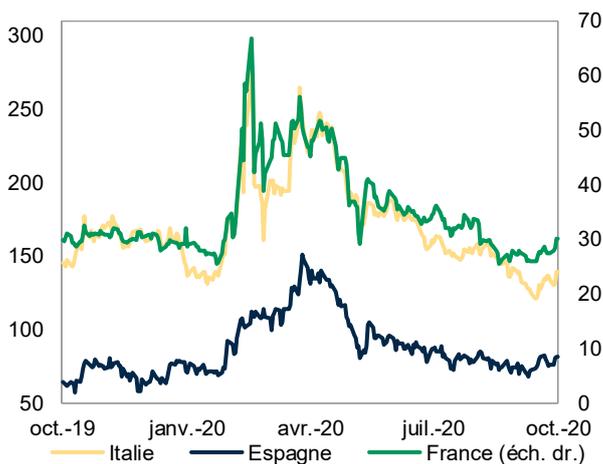
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

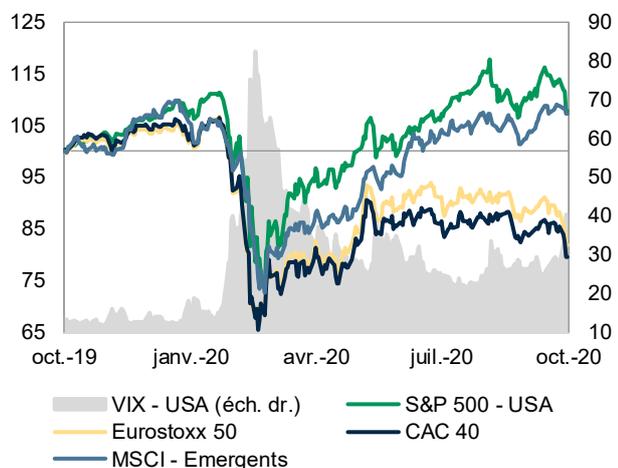
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

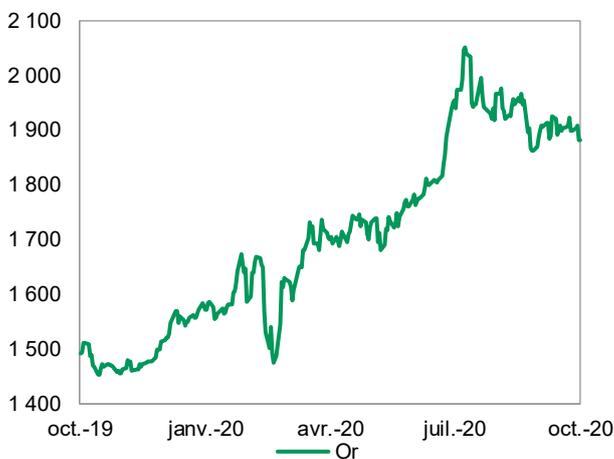
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

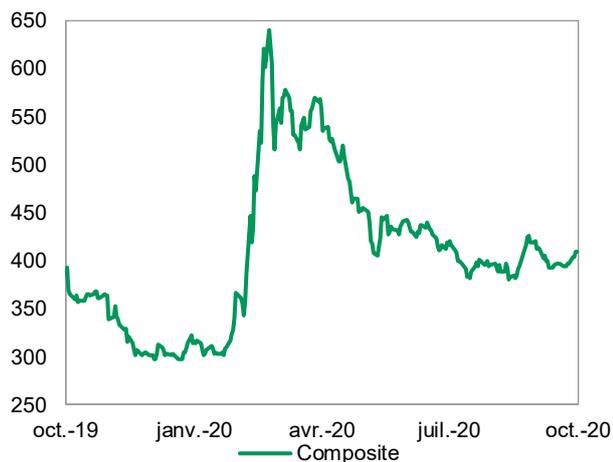
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

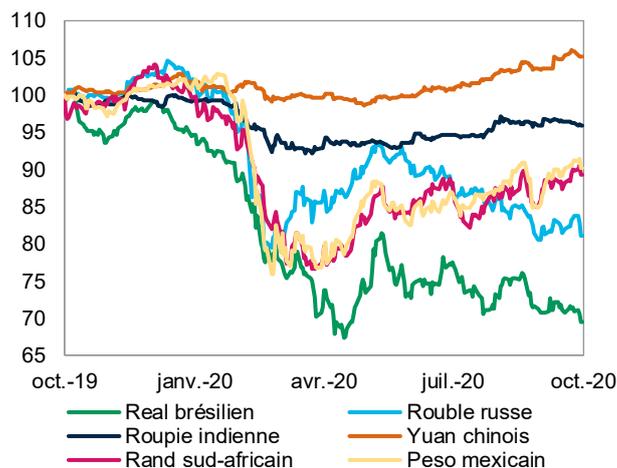
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

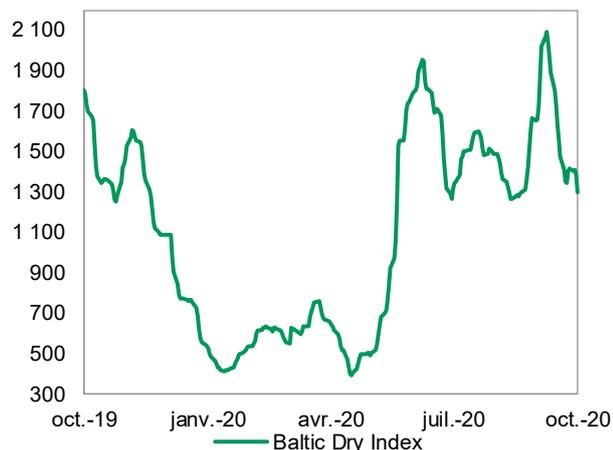
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

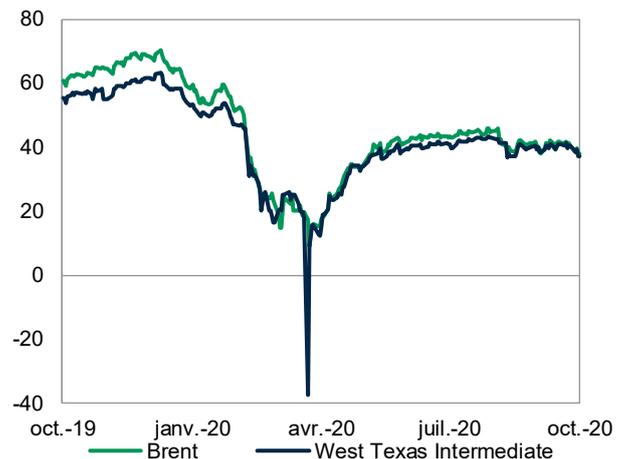
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

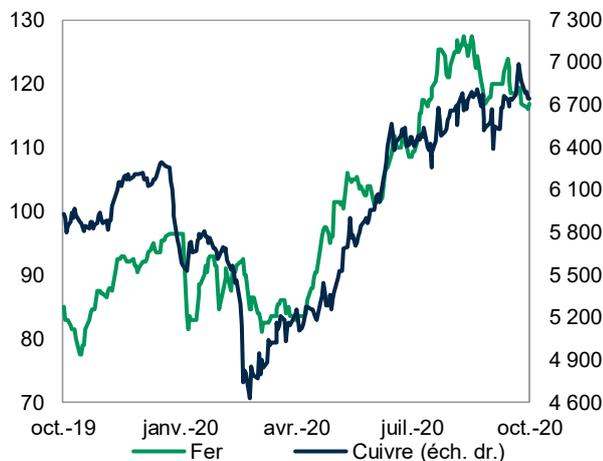
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

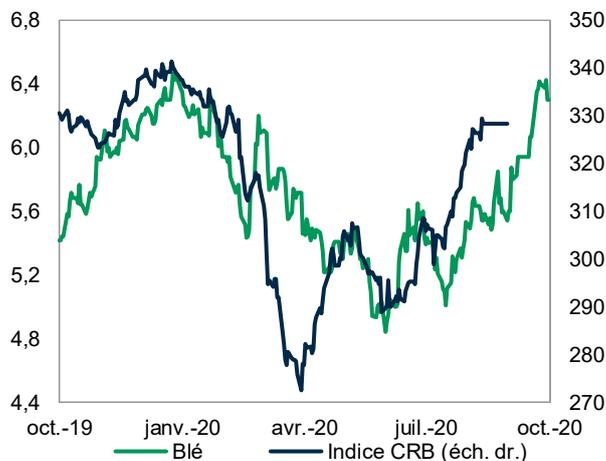
USD/tonne métrique



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
27/10/2020	<u>Géopolitique – Corée du Nord : le nucléaire comme seul mais absolu facteur de puissance</u>	Géopolitique
26/10/2020	<u>Chine – La croissance se rééquilibre, mais déçoit</u>	Chine
23/10/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/10/2020	<u>Italie – Scénario 2020-2021 : L'espoir de la reprise face au risque de deuxième vague</u>	Italie
22/10/2020	<u>Espagne – Scénario 2020-2021 : une fin d'année remplie d'incertitudes</u>	Espagne
21/10/2020	<u>La gestion des créneaux horaires, nouveau défi du transport aérien</u>	Aéronautique
21/10/2020	<u>Royaume-Uni – Brexit : dernière ligne droite</u>	Royaume-Uni
20/10/2020	<u>Royaume-Uni – Scénario 2020-2021 : un hiver long et difficile</u>	Royaume-Uni
20/10/2020	<u>Monde – "La longue et difficile ascension" vers la reprise prévue par le FMI</u>	Monde
19/10/2020	<u>UE – Les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et de résilience européen</u>	UE

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 : 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.