

# Perspectives

Hebdomadaire – N°20/287 – 13 novembre 2020

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Un soulagement de courte durée ?</i> .....	1
☞ <i>BCE : chroniques virtuelles de Sintra</i> .....	3
☞ <i>France : nette hausse du chômage au troisième trimestre</i> .....	5
☞ <i>Zone euro : un redressement des échanges remis en cause par la deuxième vague épidémique aux États-Unis et en Europe</i> .....	6
☞ <i>Relance européenne : le Conseil fait un pas vers le Parlement européen pour finaliser l'accord</i> .....	6
☞ <i>Allemagne : la dynamique industrielle sur une trajectoire positive, mais pour combien de temps ?</i> .....	7
☞ <i>Royaume-Uni : quand le PIB fait de son mieux mais toujours pas assez</i> .....	8
☞ <i>La notation souveraine des émergents : de la gouvernance à la résilience</i> .....	11
☞ <i>Philippines : la reprise est encore loin</i> .....	13
☞ <i>Moyen-Orient / Afrique du Nord : depuis la crise de la Covid, peu de pays auront échappé à des baisses de rating</i> ....	15
☞ <i>Algérie : un changement constitutionnel approuvé dans l'indifférence, voire l'hostilité</i> .....	15
☞ <i>Pologne : la Banque centrale garde inchangé le taux directeur</i> .....	16
☞ <i>Chili : les entreprises retrouvent le moral (les ménages moins)</i> .....	17
☞ <i>Afrique sub-saharienne : dégradations quasi-généralisées des ratings souverains sur fond de pandémie</i> .....	18
☞ <i>Éthiopie : vers une guerre civile aux conséquences régionales ?</i> .....	19
☞ <i>News géo-économiques</i> .....	21

### ☞ Un soulagement de courte durée ?

Les très attendus et interminables résultats de l'élection présidentielle américaine ont retenu toute l'attention des investisseurs jusqu'au franchissement du seuil fatidique des 270 grands électeurs par Joe Biden. Le candidat démocrate a jusqu'ici obtenu 290 grands électeurs contre 217 pour le président sortant, qui conteste ce résultat. Même provisoire, celui-ci alimente l'espoir de plusieurs changements dans la politique américaine, mais on redoute déjà que les mesures déçoivent au regard des attentes : une inflexion dans la guerre commerciale avec l'Europe, un retour sur les accords de Paris sur le climat... Mais l'heure est plus que jamais à l'urgence sanitaire avec des niveaux records de contaminations quotidiennes qui poussent les autorités locales à prendre de nouvelles restrictions dans plusieurs grandes villes comme New-York, Chicago ou Détroit. Comme en Europe, le contrôle de l'épidémie se révèle problématique et seules les

mesures de confinement semblent jusqu'ici efficaces pour inverser la tendance. Or, sans la maîtrise de la propagation du virus, toute perspective de reprise pérenne de l'activité est évidemment compromise.

L'annonce par le laboratoire pharmaceutique Pfizer d'un vaccin présentant un taux d'efficacité de 90% après des essais cliniques à grande échelle, a redonné l'espoir d'endiguer cette épidémie. Les marchés actions se sont dès lors envolés vers des performances depuis longtemps oubliées, avant de revenir peu à peu à la raison. Si la promesse d'un vaccin efficace est bien réelle, elle pourrait encore prendre du temps avant de se concrétiser, au risque de décevoir les marchés financiers. Si l'efficacité et l'innocuité de ce vaccin (ou d'un autre) étaient confirmées, celui-ci devra encore être validé par la *Food and Drug Administration* (FDA), un certain nombre de défis logistiques devront être surmontés

(température de conservation, production intensive) et il ne sera vraisemblablement distribué qu'à une partie de la population jugée prioritaire avant d'être accessible au plus grand nombre, ce qui pourrait au mieux n'intervenir qu'à partir du second semestre de l'année prochaine. D'ici là, la prudence est de mise et le risque d'une troisième vague qui ternirait la croissance est toujours prégnant.

Les marchés actions européens terminent la semaine sur un élan d'optimisme avec un Eurostoxx 50 affichant une hausse de 7%. L'assurance d'une nouvelle intervention de la BCE le mois prochain et l'annonce d'un prochain vaccin l'emportent sur les inquiétudes à court terme liées à la reprise de l'épidémie, ainsi que sur la révision légèrement à la baisse du PIB de la zone euro à +12,6% en variation trimestrielle au troisième trimestre et sur une production industrielle décevante sur le mois de septembre. Sur le marché américain, le S&P 500

n'enregistre qu'une modeste hausse de 0,8% sur fond d'épidémie galopante et d'absence de réaction du président Donald Trump au niveau fédéral. Sur le marché des taux, les rendements obligataires allemands et américains à dix ans ont respectivement augmenté de 8 et 5 points de base en réaction au regain d'appétit pour le risque. Dans le même temps, les primes de risque française et italienne se sont réduites de respectivement 2 et 5 points de base face au Bund allemand. Sur le marché des changes, l'euro se déprécie de 0,5% contre le dollar et de 0,4% face à la livre sterling dans l'attente d'une amélioration sensible des taux de contamination qui paralysent une partie de l'activité. Enfin, le prix du baril de Brent en mer du Nord progresse de 10% porté par le redressement des perspectives de croissance mondiale offertes par l'annonce de ce premier vaccin.

## Editorial

### BCE : chroniques virtuelles de Sintra

Le rendez-vous annuel du forum de la BCE est toujours un événement intéressant réunissant le monde académique et celui des banquiers centraux, mais il mérite cette année une attention toute particulière. La BCE, tout comme d'autres banques centrales, est en effet en plein processus de révision de sa stratégie dans un contexte qui vient poser plusieurs défis à la pensée conventionnelle.

#### Un accélérateur des tendances sous-jacentes

En dépit du ralentissement en cours de la mondialisation et le coup d'arrêt porté par la pandémie, les développements technologiques (automatisation et robotisation, technologies numériques, *blockchain*) continueront de soutenir une mondialisation qui prendra des formes différentes. Néanmoins, l'inégale répartition des gains et des coûts de la mondialisation a provoqué un retour de bâton sur les perspectives des échanges mondiaux. Ces inégalités ne sont pas près de se réduire et la plus forte demande pour la régulation, mais aussi pour le protectionnisme, constitue un risque pour la coordination des politiques monétaires entre les différentes juridictions.

Il est aussi évident que les changements technologiques préexistants seront accélérés par la Covid, qui est un véritable choc de réallocation. Le rôle des politiques économiques, en général, et de la politique monétaire, en particulier, sera donc celui d'accompagner les agents économiques pour trouver leur rôle dans la nouvelle économie *post*-pandémie en réduisant l'incertitude, les délais d'implémentation de l'investissement en transformation et en communiquant clairement ses objectifs pour ancrer efficacement les anticipations des agents et guider leurs décisions.

Il est aussi possible que cette réallocation crée des opportunités pour des gains de productivité à moyen terme. S'il est vrai que l'histoire récente de l'affaiblissement des rythmes de productivité explique une partie de l'histoire de la faiblesse des taux d'intérêt, cette réallocation peut avoir des effets bénéfiques sur le niveau des taux et sur la gestion de la politique monétaire.

#### La grande modération est morte, vive la nouvelle normalité des grands chocs !

De l'avis des banquiers centraux, l'avenir présentera des nombreux défis et sera caractérisé par la multiplication de risques extrêmes, les obligeant à éviter plus que jamais la pensée de groupe, à ne plus se référer à un cadre théorique unique.

Les banques centrales ont appris au cours de la dernière décennie à innover par rapport aux contraintes et auront sûrement à innover davantage.

Mais elles devront aussi se poser la question de la pertinence du cadre actuel de politique monétaire.

Si la réflexion paraît déjà avancée sur la pertinence de la règle et de la cible actuelle de la BCE, il pourrait s'avérer opportun d'élargir la réflexion et de s'interroger sur l'opportunité d'avoir une règle ou une cible unique.

Développer une approche visant l'anticipation et la gestion des risques extrêmes pourrait aussi se révéler utile. Ceux-ci sont nombreux : trappe à liquidité et à déflation dans l'immédiat, mais aussi dans le plus long terme trappe à inflation, domination budgétaire, domination financière, remontée des dettes privées comme publiques et de la probabilité de défauts, perturbation de la coordination entre juridictions monétaires, menaces à la souveraineté monétaire, pour n'en citer que quelques-uns.

Les défis posés à la capacité des banques centrales à stabiliser l'économie sont donc nombreux et la réflexion sur la complémentarité des instruments et des politiques économiques paraît aussi essentielle.

#### Une nouvelle génération de règles

Dans l'immédiat les banques centrales essaient de regagner des marges de manœuvre pour mener leur politique conventionnelle. En effet, le fait que ce soient des facteurs structurels et des tendances longues à l'origine de la baisse du taux d'intérêt d'équilibre laisse craindre une diminution permanente de ce dernier.

La politique monétaire étant basée sur un cadrage théorique fondé sur des hypothèses, lorsque les hypothèses changent, c'est aussi le cadre de politique monétaire qui doit changer. L'acceptation du changement d'hypothèses a certes pris du temps, mais désormais l'hypothèse néo-keynésienne du taux d'intérêt plancher effectif a convaincu la majorité des banquiers centraux. Le corollaire est donc, sinon la modification du cadre général de politique monétaire, du moins la modification de la règle ou de la cible.

Il paraît évident que la tentative d'affirmer par la simple communication que la cible d'inflation est symétrique ne suffit plus. La question est donc changer la cible ou changer la règle ? Un certain consensus semble émerger (c'est déjà le cas aux États-Unis avec la récente décision de la Réserve fédérale) en faveur du changement de la règle et plus particulièrement en faveur du ciblage moyen de l'inflation qui permet, tout en maintenant la même cible, d'accepter des périodes d'inflation supérieure à la cible pour compenser des périodes d'inflation trop faible. Cette règle assure plus de flexibilité pour s'adapter à la taille des chocs et pour y réagir immédiatement qu'un changement de cible. Mais la

BCE est néanmoins prévenue par plusieurs intervenants : gare à une règle trop vague, qui manquerait d'ancrer les anticipations ! Annoncer plus précisément la vitesse à laquelle on souhaite converger vers la cible pourrait s'avérer opportun.

La réflexion sur la refonte des règles n'est pas propre aux banquiers centraux. Un consensus avait déjà émergé sur la nécessité de refonte des règles budgétaires européennes en amont de la pandémie. Il s'en trouve renforcé aujourd'hui. Les suggestions du comité budgétaire européen de se fier à une règle plus simple fondée sur l'évolution de la dépense publique et de moduler la trajectoire de convergence des dettes par pays en fonction du niveau de la dette sont sensées et consensuelles. La proposition de créer une capacité budgétaire centrale pour la stabilisation macro-économique trouve sa réalisation (temporaire) dans le fonds européen pour la relance NGEU, focalisé sur le financement de l'investissement. En effet, il y a un certain consensus sur le rôle que l'investissement public peut jouer y compris pour embarquer l'investissement privé dans des projets qui répondent aux besoins de réallocation accélérés par la crise. Ce même consensus existe sur la taille plus élevée du multiplicateur budgétaire de l'investissement public qui limiterait les effets d'éviction de l'investissement privé, notamment par sa fonction d'augmentation de

l'offre (en plus de la demande) et particulièrement dans un environnement de taux bas.

### **La Covid, le court terme et la BCE**

Dans l'immédiat, la BCE est appelée à agir davantage pour soutenir l'économie. Finalement, ce sera dans le discours de la présidente Lagarde que sont nichées les indications sur les prochaines actions de la BCE.

Le rôle immédiat de la BCE pour faire face à la crise est celui d'éviter que l'arrêt de l'activité causé par la pandémie ne se transforme en une récession durable. Elle doit donc assurer des conditions de financement favorables pour permettre la transition, jusqu'à ce que les agents voient la fin de la pandémie, en empêchant toute sortie prématurée de l'activité. Elle doit aussi veiller à minimiser les éventuels effets d'éviction de la relance budgétaire sur la demande privée. Elle doit aussi continuer à soutenir le secteur bancaire et éviter des boucles de rétroaction négatives d'un manque de soutien de liquidité à l'économie sur les bilans bancaires. Ainsi, c'est autant le niveau que la maturité des taux d'intérêt qui compte. Et les programmes PEPP et TLTRO ont fait preuve d'efficacité et seront vraisemblablement les principaux outils pour calibrer la réponse de politique monétaire dans les prochains mois.

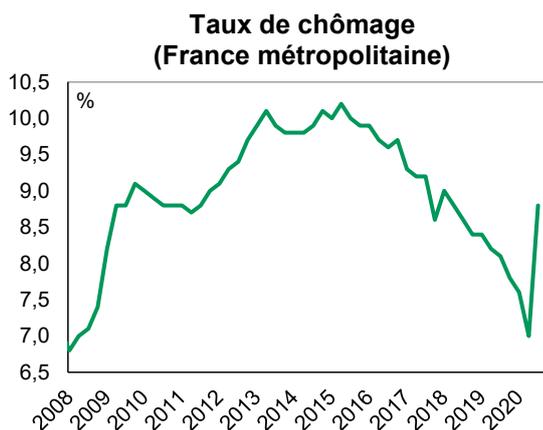
## Zone euro

### France : nette hausse du chômage au troisième trimestre.

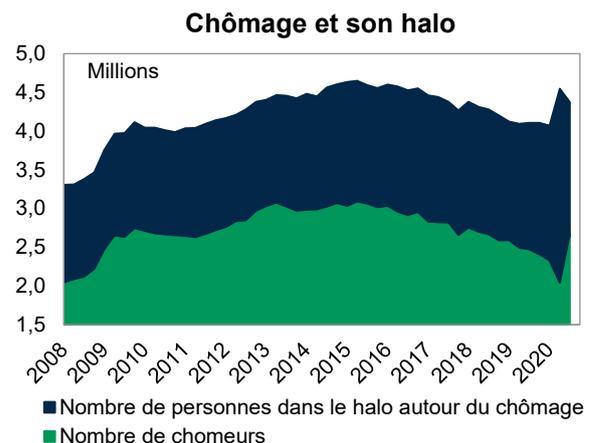
Au cours du troisième trimestre, 344 400 créations nettes d'emploi ont eu lieu dans le secteur privé, le taux de chômage a quant à lui progressé de 1,8 point pour s'établir à 8,8% en France métropolitaine, (9,0% en France entière hors Mayotte). Ces dynamiques a priori incompatibles s'expliquent notamment par les mouvements du marché de l'emploi au cours du premier semestre.

En effet, les 344 400 créations d'emplois font suite à deux trimestres de destructions d'emplois dans le secteur privé. Ainsi, les créations d'emplois du troisième trimestre viennent combler 53% des destructions du premier semestre. Lors du confinement du printemps, les entreprises avaient ajusté leurs besoins de main d'œuvre en mettant fin aux contrats intérimaires et aux CDD de courte durée. Avec le redémarrage de l'activité, en particulier dans des secteurs ayant massivement recours à ce type de contrats flexibles (construction, hôtellerie et restauration), la tendance s'est inversée.

La baisse du chômage au premier semestre s'expliquait, quant à elle, par des facteurs techniques. Avec la fermeture quasi-totale de certains secteurs, certaines personnes souhaitant un emploi n'étaient pas en mesure de mener des recherches actives et n'étaient par conséquent pas prises en compte dans les chiffres du chômage. Le nombre de personnes dans le halo autour du chômage avait d'ailleurs fortement augmenté. Au troisième trimestre, le redémarrage de l'activité s'est accompagné d'une reprise des recherches d'emploi et les personnes ayant perdu leur emploi au premier semestre sont ainsi venues gonfler les chiffres du chômage avec un certain retard. L'arrêt des embauches a également contribué à la hausse du nombre de chômeurs. Ainsi, le halo du chômage retrouve son niveau d'avant-crise, tandis que 620 000 nouveaux chômeurs ont été comptabilisés au troisième trimestre.



Source : Insee, Crédit Agricole SA/ ECO



Source : Insee, Crédit Agricole SA/ ECO

**☑ Notre opinion** – Malgré les mesures de soutien destinées à préserver les emplois comme le chômage partiel, la hausse du chômage n'a pas pu être totalement évitée. Après un premier ajustement de l'emploi sur les contrats courts et l'intérim, l'arrêt des embauches et les difficultés liées au redémarrage de l'activité nous font craindre de nouvelles hausses du chômage dans les trimestres à venir. L'État continue de limiter ces effets en renouvelant le dispositif de chômage partiel pendant le deuxième confinement. Mais un ajustement aura tout de même lieu au quatrième trimestre sur les contrats courts, comme cela avait été le cas lors du premier confinement.

En outre, le redémarrage difficile de l'activité pour certaines entreprises, lié à une hausse soudaine des besoins en fonds de roulement ainsi qu'à une demande souvent inférieure aux niveaux d'avant-crise, pourrait contraindre les entreprises à ajuster leurs besoins de main d'œuvre. Les pertes d'emploi concerneraient notamment les secteurs touchés directement par les deux périodes de confinement. Le chômage pourrait alors davantage toucher les personnes en CDI.

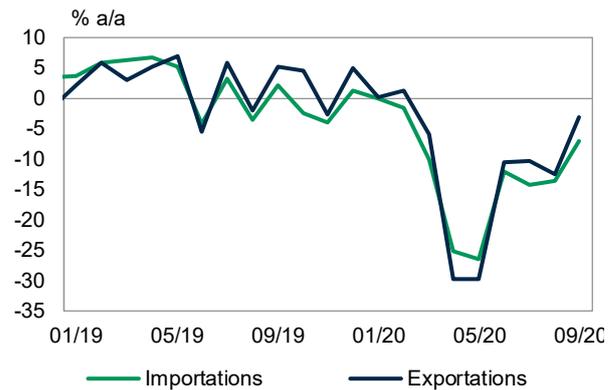
**Zone euro : un redressement des échanges remis en cause par la deuxième vague épidémique aux États-Unis et en Europe**

Les exportations de la zone euro atteignent 190 Mds € au mois de septembre, en hausse de 22,3% sur le mois. Dans le même temps, les importations s'établissent à 165 Mds €, en hausse de 16,8%, ce qui génère un excédent commercial de près de 24,8 Mds €, contre 13,9 Mds € au mois d'août. Les échanges commerciaux de la zone continuent, par conséquent, de se redresser depuis le creux du mois d'avril. Toutefois, les exportations de la zone euro sont encore inférieures de 3% à leurs niveaux d'il y a un an.

Les exportations allemandes représentent 103,8 Mds € au mois de septembre, en hausse de 2,3% par rapport au mois d'août. En parallèle, les importations ont stagné à 86 Mds € ce qui a permis une amélioration du solde commercial à 17,8 Mds €, contre 15,3 Mds € un mois plus tôt. Cette amélioration résulte d'une augmentation significative des exportations à destination des pays de la zone euro (+26,6% sur le mois), mais aussi des pays tiers (+17,9%). En comparaison avec le mois de février dernier, avant introduction des mesures de confinement pour lutter contre la pandémie, les exportations ont chuté de 7,7% et les importations de 5,7%. Le redressement des échanges allemands résulte

principalement des exportations vers la Chine qui ont augmenté de plus de 10% en rythme annuel et dans une moindre mesure des exportations vers les États-Unis (principal partenaire commercial) en recul de 5,7% sur un an en septembre, contre -21% en août. Les exportations à destination du Royaume-Uni (-12,4%) continuent de peser sur le solde commercial allemand.

**UEM : commerce extérieur**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**✓ Notre opinion** – La zone euro poursuit le redressement de sa balance commerciale depuis le mois d'avril et le relâchement temporaire des contraintes sanitaires de la première vague. La dynamique de ce rebond provient principalement des exportations allemandes vers la Chine, tandis que les exportations vers les États-Unis et les pays membres de la zone peinent à se relever significativement. La nouvelle vague de contamination hivernale en Europe et outre-Atlantique risque de peser à nouveau sur les exportations de la zone et pénaliser ainsi la reprise économique entamée au T3.

**Relance européenne : le Conseil fait un pas vers le Parlement européen pour finaliser l'accord**

La deuxième vague de la pandémie a mis la pression sur les institutions européennes pour finaliser l'accord sur le plan de relance européen, NGEU<sup>1</sup>.

Le Parlement avait demandé au Conseil un calendrier juridiquement contraignant pour la mise en place de nouvelles ressources propres pour financer la relance. C'est maintenant chose faite. Le calendrier prévoit l'introduction progressive de plusieurs impôts et taxes : dès 2021, une ressource basée sur le ETS, système de négociation des émissions et en lien avec le mécanisme d'ajustement de la taxe carbone ; dès 2023, un impôt sur les services numériques et, dès 2026, une contribution liée à l'impôt sur les sociétés.

Les parlementaires européens demandaient aussi 39 milliards d'euros supplémentaires pour la transition écologique, digitale et la santé. Dont 22 Mds € de nouvelles contributions des États et

17 Mds € proviendraient des réallocations futures des fonds non alloués du NGEU et des programmes de cohésion. Finalement, ils auront obtenu 15 Mds € pour la transition écologique, digitale et la santé (soit le triple de la dotation du fonds EU4Health et assure une année additionnelle de financement pour le programme Erasmus+) et 1 Md € de réserve pour couvrir les coûts d'éventuelles nouvelles crises. Ces fonds proviendraient des amendes des entreprises non conformes aux règles de la concurrence de l'UE.

Aussi, le Conseil satisfait la demande du Parlement d'exercer un rôle accru dans la supervision du Plan pour la reprise. Le Parlement, le Conseil et la Commission se réuniront régulièrement pour évaluer la mise en œuvre des fonds et le Parlement, avec le Conseil, vérifiera tout écart par rapport aux plans précédemment convenus.

Par contre, le Parlement n'a pas obtenu l'application de la règle d'unanimité pour juger du respect de la

<sup>1</sup> Cf. [Union européenne : les raisons de fond du retard du Fonds de reprise et résilience européen](#) – 19 octobre 2020

conditionnalité à la règle de droit, avant l'octroi des transferts européens. C'est le compromis d'une règle de majorité proposé par la présidence allemande qui s'applique. Cependant, la suspension

ne s'appliquera pas en cas de corruption ou de fraude, pour ne pas pénaliser les citoyens du fait des mauvais agissements de leurs gouvernants.

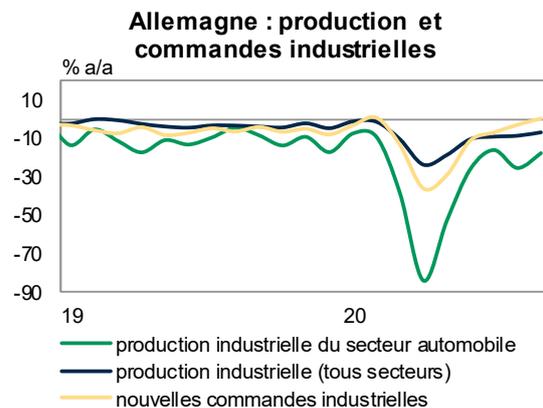
**☑ Notre opinion** – *La voie est maintenant libre pour la ratification par les seize Parlements nationaux et les vingt-cinq Parlements régionaux. Un processus semé d'embûches avec un nouveau cycle électoral qui démarre en Europe, à commencer par les Pays-Bas.*

**👉 Allemagne : la dynamique industrielle sur une trajectoire positive, mais pour combien de temps ?**

La production industrielle allemande (hors énergie et construction) a augmenté de 2% au mois de septembre, réalisant ainsi un cinquième mois de hausse consécutive. Cette performance est guidée par la production en biens de consommation (+3% sur le mois) et en biens d'investissement (+2,2%), tandis que les biens intermédiaires progressent plus modestement (+1,4%). En dehors de l'industrie, la production d'énergie enregistre un recul de 2,5%, tandis que la construction croît de 1,5%. La production automobile qui représente la plus importante branche de l'industrie allemande, a augmenté de 10% sur le mois de septembre, mais demeure toutefois inférieure de 15% à son niveau d'avant février 2020. Sur l'ensemble du trimestre, la production industrielle réalise une hausse de 14,7% au T3, après une chute de plus de 18% au trimestre précédent.

En dépit de ce sursaut, elle reste en recul de 8,6% en rythme annuel. Le dynamisme du secteur industriel s'appuie sur un redressement marqué des commandes domestiques et étrangères (grâce à la reprise progressive des chaînes d'approvisionnement depuis le mois de mai). En glissement

annuel, les commandes ne sont plus en septembre que de 1,8% inférieures à ce qu'elles étaient un an auparavant. Ce sont surtout les commandes en machines et biens d'équipement qui pèsent sur la demande (et dans une moindre mesure le textile qui peine à se redresse). Les niveaux des commandes automobiles, en produits pharmaceutiques et produits informatiques sont tous supérieurs à ceux d'un an plus tôt.



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

**☑ Notre opinion** – *La production et les commandes industrielles allemandes demeurent bien orientées au mois de septembre, même si l'activité n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant la crise sanitaire. Le redressement des commandes automobiles est un facteur d'optimisme important à prendre en compte. Toutefois, les commandes en machines et équipements, notamment en provenance de l'étranger, restent encore à la traîne, alors qu'il s'agit du deuxième secteur de spécialisation industrielle du pays. Enfin, la hausse du nombre de contaminations en Europe freine la demande et entrave la croissance du dernier trimestre.*

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : quand le PIB fait de son mieux mais toujours pas assez

**Avec le relâchement des mesures de distanciation sociale au cours de l'été, le PIB britannique a rebondi de 15,5% au troisième trimestre**, soit son plus fort taux de croissance trimestriel depuis le début de la série en 1955. Ce rebond vient après deux trimestres consécutifs de chute record de l'activité (-2,5% au premier trimestre et -19,8% au deuxième trimestre). Il a été inférieur aux anticipations (consensus Reuters : 15,8%, Banque centrale d'Angleterre : 16,1%, Crédit Agricole : 16,9%). Le niveau du PIB se situe 9,7% sous son niveau du quatrième trimestre 2019, avant le choc de la pandémie, soit une baisse cumulée plus de deux fois plus élevée que celle observée en Italie (-4,5%), en Allemagne (-4,2%) ou encore en France (-4,1%) et trois fois plus marquée qu'aux États-Unis (-3,5%).

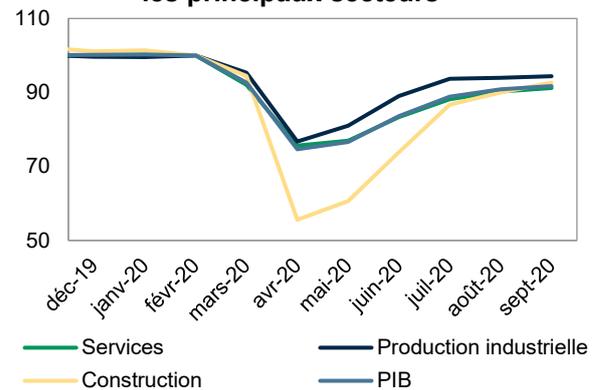
**La reprise a été incomplète dans les secteurs majeurs d'activité et inégale.** Le secteur des services a crû de 14,2% sur le trimestre après un repli de 19,2% au deuxième trimestre. De la même manière, la production industrielle a augmenté de 14,3%, après s'être contractée de 16,3% au deuxième trimestre. La construction affiche un rebond de 41,7% après une baisse de 35,7% au deuxième trimestre. Dans ces trois principaux secteurs d'activité, le niveau du PIB reste très en-dessous de son niveau de fin 2019 : de 10% dans les services, de 6,3% dans l'industrie et de 11,5% dans la construction.

**En rythme mensuel, la reprise a décéléré de manière prononcée depuis le mois de juin.** Après des hausses relativement soutenues de l'activité aux mois de juin (9,1%) et de juillet (6,3%), le PIB n'a crû que de 2,2% au mois d'août et de 1,1% en septembre. En juillet, la reprise a bénéficié d'un effet de rattrapage de la demande, notamment dans les secteurs de la construction et des ventes d'automobiles, alors que le relâchement des mesures de distanciation sociale a été particulièrement favorable aux secteurs de la restauration et de l'hôtellerie. Par ailleurs, la restauration a été le principal contributeur à la hausse du PIB au mois d'août, ayant bénéficié du dispositif du gouvernement *Eat out to Help Out* qui a soutenu les dépenses dans les bars et les restaurants, tandis que les restrictions de déplacement à l'étranger ont profité au secteur hôtelier domestique.

**En septembre, on observe un quasi arrêt dans le secteur manufacturier et une nette décélération dans les services.** En effet, la dissipation des facteurs de soutien a provoqué un repli de l'activité dans le secteur de restauration, de l'hôtellerie et de la restauration (-1,6% sur le mois). A contrario, la rentrée scolaire a soutenu le secteur de l'éducation. Dans l'ensemble, la croissance en septembre a été

portée par les activités professionnelles, scientifiques et techniques, ainsi que les activités juridiques, comptables et publicitaires, ce qui a permis aux services de continuer à croître modérément (de 1%, après 2,4% en août en variation mensuelle). Par ailleurs, le secteur de la grande distribution et de réparation des véhicules à moteur a retrouvé son niveau de pré-crise, alors que la plupart des autres secteurs des services (à l'exception de l'administration publique et de la défense) demeurent encore en-deçà de leur niveau de février 2020, c'est-à-dire avant la mise en place du premier confinement le 23 mars dernier. Du côté de l'industrie, la production a légèrement accéléré en septembre (+0,4% après 0,2% en août), grâce à un rebond de l'activité dans le secteur de l'extraction minière et pétrolière (activité très erratique), tandis que le secteur manufacturier a été quasi stable sur le mois (+0,1%, après 0,9% en août). Au total, le niveau du PIB au mois de septembre se situe 8,3% sous son niveau du mois de février.

Base 100 = Fév. 2020  
**R-U : niveau d'activité dans les principaux secteurs**



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

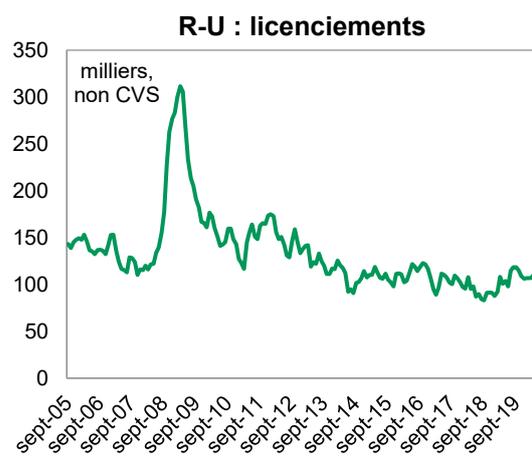
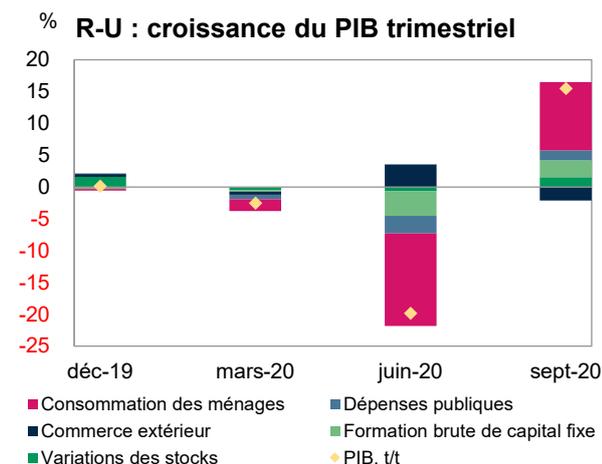
**En termes de dépenses, la croissance a été tirée par la consommation privée** qui a bondi de 18,3%, après s'être repliée de 23,6% au deuxième trimestre. Elle a contribué pour 10,7 points de pourcentage à la croissance du PIB, suivi par l'investissement résidentiel (contribuant pour 2 points de pourcentage) et par les variations de stocks (+1,6 point de pourcentage à la croissance sur le trimestre). Selon l'Office des statistiques nationales, les données préliminaires montrent que les dépenses en services (+ 22,7% sur le trimestre) ont contribué le plus à la hausse de la consommation des ménages, même si la consommation en biens durables a aussi été très forte (38,6%), alors que celle de biens non-durables a été plus modérée (+2,6%). **La consommation publique a déçu**, en hausse de 7,8% sur le trimestre, après une baisse de 14,6% au deuxième trimestre.

**L'investissement productif a contribué positivement à la croissance mais de relativement faible ampleur** (0,8 point de pourcentage). Il a augmenté de 8,8% sur le trimestre, après s'être replié de 21,6% le trimestre précédent et reste 20,5% sous son niveau de fin 2019. Cette faiblesse est en ligne avec les résultats des enquêtes d'entreprises qui montrent que les entreprises continuent de reporter leurs projets d'investissement en raison de l'incertitude, en particulier dans les industries de l'aviation, de l'automobile et du pétrole.

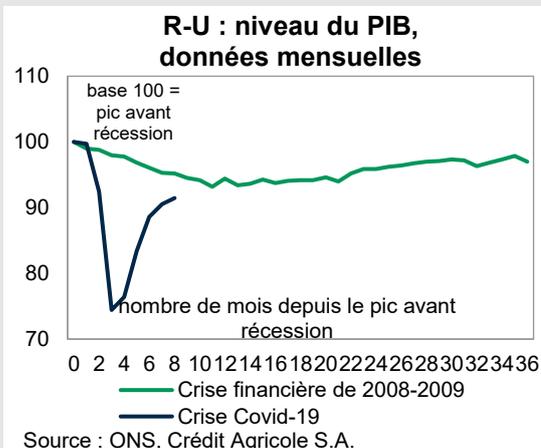
**Enfin, les exportations ont été décevantes, ayant crû de 5,1% sur le trimestre après s'être repliées de plus de 20% sur la première moitié de l'année.** *A contrario*, les importations affichent une hausse de 13,2%, en ligne avec le rebond solide de la demande intérieure (18,4%). La hausse des importations est surtout portée par un fort rebond des importations de biens (18,6%). En conséquence, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance trimestrielle du PIB (de -2,1 points de pourcentage) et le surplus commercial baisse à 0,9% du PIB au troisième trimestre, après 3,6% au deuxième trimestre.

**Le marché du travail raconte deux histoires entre ceux qui retournent à leur emploi et ceux qui le perdent.** D'une part, le rebond de l'activité au troisième trimestre a conduit à une baisse des salariés au chômage partiel (à 9% de la force du travail en septembre, contre plus de 20% en juin), une partie de ces salariés retrouvant un emploi à temps plein. Cela s'est traduit par une hausse record des heures travaillées au troisième trimestre (près de 10%), même si tout comme l'activité elles restent nettement inférieures au niveau d'avant-crise. Les postes à pourvoir ont continué de progresser (+146 000 sur le trimestre), tout en restant également à un niveau plus bas que celui d'avant la crise. La croissance des salaires a accéléré (à 1,9% hors bonus, depuis -0,1% au deuxième trimestre).

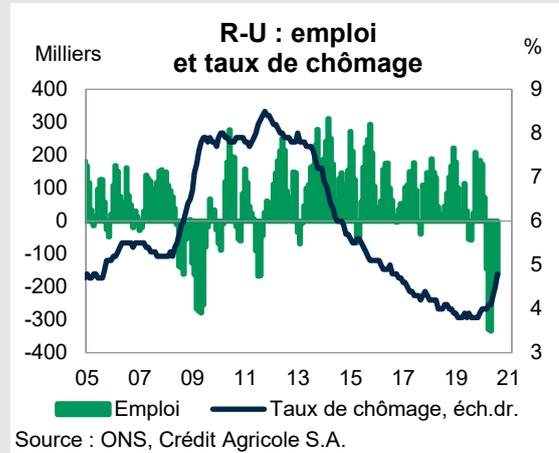
D'autre part, les licenciements se sont poursuivis (+181 000 sur le trimestre) et ont atteint un record historique à 314 000. Au total l'emploi a continué de reculer sur le trimestre (-164 000 par rapport au deuxième trimestre et -247 000 par rapport à la même période de l'année précédente) avec un taux d'emploi en baisse de 0,6 point de pourcentage à 75,3%. Le taux de chômage grimpe de 0,7 point de pourcentage sur le trimestre à 4,8%.



**Notre opinion** – La dynamique de croissance s'est rapidement affaiblie au cours du troisième trimestre, avec un mois de septembre en forte perte de vitesse. L'économie britannique est donc entrée au quatrième trimestre avec un acquis de croissance relativement faible de 1,4%. Cette décélération du rythme de croissance intervient, alors même que le PIB est loin d'avoir rattrapé son écart par rapport au niveau d'avant-crise. Une comparaison avec la crise financière de 2008-2009 (cf. graphique ci-contre) illustre la gravité de la situation. Même après le fort rebond du PIB au troisième trimestre, son niveau se situe bien en-deçà (de 2%) du creux atteint lors de la crise de 2008-2009.



En raison de la mise en place d'un nouveau confinement de la population au Royaume-Uni (jusqu'au 2 décembre au moins) et dans les autres grands pays européens, le PIB devrait se contracter au quatrième trimestre. Cependant, la contraction devrait être nettement plus faible qu'au deuxième trimestre car le confinement est moins strict qu'au printemps. Les écoles restent ouvertes. L'activité dans l'industrie et la construction continue. Même si les commerces non-essentiels sont fermés, beaucoup d'entreprises se sont adaptées (livraison à domicile, click-and-collect). Par conséquent sur le mois de novembre, nous anticipons une chute du PIB de près de la moitié de celle d'avril, soit -9,7% en variation mensuelle. Si les restrictions sont assouplies au mois de décembre, le secteur du commerce devrait profiter de la période des fêtes et enregistrer ainsi une performance nettement supérieure à celle du premier confinement. Nous révisons notre prévision de croissance à -2% sur le quatrième trimestre (en ligne avec celle de la BoE), depuis +2,4% précédemment, sous l'hypothèse d'un assouplissement des restrictions début décembre en ligne avec les plans actuels. La croissance annuelle s'établirait à -11,2%. À court terme, le principal risque est un prolongement des restrictions en décembre si la situation sanitaire ne s'améliore pas.



## Pays émergents

### La notation souveraine des émergents : de la gouvernance à la résilience

Dès ses débuts, la violence de la crise a fait craindre, surtout pour les pays émergents, « un choc de notation », c'est-à-dire un enchaînement négatif auto-entretenu, dans lequel la crise économique entraîne une série de dégradations souveraines, qui elles-mêmes créent d'autres chocs négatifs.... C'est-à-dire, plus clairement, un scénario où le choc sanitaire se transforme en choc systémique.

Pour l'instant, cela n'a pas eu lieu. En fait, la crise s'est d'abord traduite par une hausse quasi immédiate des *outlooks* négatifs (respectivement 27%, 29% et 38% du portefeuille souverain de Moody's, Standard et Fitch), comme cela avait été le cas en 2009, et par la dégradation des pays les plus fragiles avant la Covid. Mais il n'y a pas eu de « dégradation en chaîne ». Cependant, à mesure que la crise se déploie et que la résistance de certains pays s'épuise (en termes économique, financier, ou politique et social), l'écart se creuse entre ceux où le choc a un effet plutôt conjoncturel, et ceux où l'impact structurel devient visible et mesurable.

La seconde vague sanitaire peut donc aussi créer une seconde vague d'*outlooks* négatifs, touchant cette fois des pays qui semblaient avoir bien résisté aux trois premiers mois de la crise, sans que cela n'entraîne pour autant une crise globale de dette, scénario que la perspective de reprise et de vaccin permet aux agences de notation d'écarter<sup>2</sup> pour l'instant. Conclusion que Jacques le Fataliste aurait pu faire : plus la crise est longue, plus le nombre de dégradations souveraines augmente.

Nous en sommes donc là, c'est-à-dire à ce moment où, malgré les parapluies de liquidité qui se sont étendus sur le monde, les effets Covid deviennent de plus en plus visibles sur les risques souverains : déjà 87 mouvements à la baisse toutes agences confondues en 2020, contre 83 en 2016 (lors de la crise pétrolière), 75 en 2012, et 65 en 2009.

#### Une concentration logique des premières dégradations dans la catégorie *speculative investor*

La plupart des pays émergents qui ont été dégradés jusqu'à présent étaient fragiles avant la crise, du type Bahreïn, Oman, Zambie ou Afrique du Sud. La Covid a été, dans de nombreux cas, un accélérateur plutôt qu'un révélateur de problèmes, qu'ils soient économiques ou politiques.

Conséquence logique, les dégradations se sont d'abord concentrées sur la partie *speculative investor* du portefeuille des agences. Car, malgré la diversité des effets sanitaires, les pays de cette catégorie, comme les autres, ont tous pris plus ou

moins les mêmes mesures de protection, et ont donc tous pris aussi de plein fouet l'impact fiscal de la Covid, tout en ayant moins de marges de manœuvre monétaire et budgétaire que des pays *investment grade*, et en étant plus vulnérables aux chocs externes.

Les plus fragiles ont été, comme lors de chaque grande crise, les pays à fort déficit courant, à fort besoin de financement externe et à forte dette extérieure à court terme. À cela, il faut ajouter la crise des prix de l'énergie pour les pays mono-exportateurs. Beaucoup de pays dégradés ces derniers mois étaient donc parmi les plus endettés (en Afrique, mais aussi au Sri Lanka, en Arménie...), avec des réserves fragiles (Turquie, Bolivie...), et beaucoup d'entre eux présentaient aussi des problèmes politiques et de gouvernance. **Mais ces dégradations, au fond sans surprise, n'ont pas représenté des chocs pour les marchés.**

#### Un bonus de confiance pour les pays *investment grade*, fondé sur la gouvernance

Si les vulnérabilités pré-existantes de la catégorie *speculative investor* ont accéléré les décisions de dégrader les pays, l'effet inverse a joué dans la catégorie *investment grade*. En effet, dès le début de la crise, les agences ont souligné que l'historique des États en matière de gestion budgétaire et de capacité à mettre en œuvre une politique allait devenir un point essentiel des notations, dans un contexte où les dettes étaient en train d'exploser, de même que les seuils d'alerte en terme de risque de solvabilité... Ce qui risquait de distordre mécaniquement les *ratings* ! D'autant que beaucoup de pays non émergents (mais que veut dire ce terme...) allaient avoir des ratios de solvabilité bien plus élevés que des pays émergents.

Cette prise de position prudente des agences, qui a permis d'éviter un choc de notation, voulait tout simplement dire qu'à choc fiscal équivalent, ce serait la qualité de la gouvernance qui maintiendrait un pays à son niveau de *rating*. Encore plus clairement, cela voulait dire aussi que les pays *investment grade*, qui bénéficient « en général » d'un meilleur historique dans leur gestion budgétaire, et surtout d'une meilleure notation de gouvernance, avait une sorte de bonus de confiance de la part des agences, dans leur capacité à résister à la crise (en plus d'un niveau de richesse individuelle plus élevé).

À cela s'ajoute aussi une méthode de notation par les agences qui s'efforce de lisser les effets des cycles, afin de mieux distinguer les impacts

<sup>2</sup> Standard and Poor's, *Global Debt Leverage: Risks Rise, But Near-Term Crisis Unlikely*, October 27, 2020

structurels des chocs conjoncturels, notamment dans le domaine fiscal. Ainsi, dès le début de la crise, les agences ont explicitement cherché à distinguer le court terme du long terme face à un choc brutal, mais aussi face à la perspective d'une reprise rapide, qui imposait donc une prudence de notation.

**« Governance matters » était le titre d'un article fondateur de la Banque mondiale en 1999, car il actait, au lendemain de la crise asiatique, de l'importance de cette notion de gouvernance dans les enchaînements systémiques de crise.** Il allait être la base des fameux indicateurs KKZ de la Banque mondiale, désormais inclus dans la plupart des *ratings* souverains du monde. Toute cette architecture de notation, héritée des crises précédentes, s'est en fait déployée face à la Covid. D'une certaine façon, cela a créé une forme de biais dont les plus pauvres ont payé le prix, mais cela a aussi évité un choc systémique. Il faut dire aussi que les agences de notation, encore mieux averties depuis la crise de 2009, ont à cœur de gérer les anticipations et de ne pas être tenues coupables des chocs de marché.

**À présent que les plus fragiles ont été dégradés, quid des autres ?**

On sait, pour Fitch, par exemple, que le taux de conversion des *outlooks* négatifs est de 63% (entre 2000 et 2019), en moyenne 9,5 mois après l'*outlook*. Dans le cas de la crise actuelle, le taux de conversion devrait être plus faible que cela, car nombre des décisions de surveillance négative reflétaient surtout une incertitude face à la situation inédite. Mais cela laisse tout de même beaucoup de pays émergents, et pas parmi les plus mauvais, en risque de dégradation si la conjoncture ne s'améliore pas assez vite, ou si les dommages irréparables de la crise sont trop profonds.

**Parmi ceux qui sont en *outlook* négatif pour une ou plusieurs agences, on retrouve bien sûr les pays où le choc sanitaire a été le plus fort (Inde, Mexique, mais aussi Indonésie...), ainsi que ceux qui sont très dépendants du tourisme (Maroc, Tunisie...).** Autre catégorie importante à garder en radar, celle des pays sous surveillance négative et qui se positionnent en limite basse de la catégorie *investment grade* : pour ceux-là, la dégradation aurait des conséquences importantes,

car elle les ferait passer en catégorie *speculative investor*. En risque : le Mexique, l'Inde, la Colombie, la Roumanie. Russie, Kazakhstan et Croatie sont aussi à la limite basse de l'*investment grade*, mais ne sont pas sous *outlook négatif*. Quant au Maroc, il n'est plus en *investment grade* que pour une seule agence. Enfin, la dégradation de certains pays pétroliers sous *outlook* négatif (dont l'Arabie saoudite) pourrait vite se matérialiser en cas de prix de l'énergie plus faible...

**Par ailleurs, pour certains pays ou zones, la Covid doit aussi être replacée par rapport aux tendances de long terme, car elle est un choc « parmi d'autres »** : ainsi par exemple, le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord ont été confrontés successivement aux Printemps Arabes, puis au choc pétrolier de 2015, puis aujourd'hui, à cette interrogation latente à propos du prix d'équilibre à long terme du pétrole. Tout cela marque lentement l'économie, la structure des comptes publics, les équilibres sociaux et politiques, mais aussi les critères de notation souveraine...

**De la gouvernance à la résilience ?**

**En conclusion, au cours des deux années à venir, on va sans doute assister à une sorte de grand tri au sein des pays émergents, entre ceux qui seront considérés comme les gagnants ou les perdants de la crise – même si objectivement, tout le monde y a perdu –, l'appréciation des investisseurs et des agences sera relative, car la notion de « *peer group* » est importante dans les *ratings*.** Quant à la notation souveraine, même si elle ne se déploie pas sous forme de choc, elle va accélérer ce tri.

Bien sûr, les risques de solvabilité et de liquidité usuels vont rester discriminants dans l'appréciation des risques de rupture de tendance à court terme, mais aussi la capacité politique, économique et sociale des pays à affronter les problèmes structurels dans la durée. Et les calendriers politiques des deux prochaines années vont être importants à surveiller...

Mais surtout, si les années 2000 nous ont fait travailler sur les indicateurs de gouvernance, il est clair que les années Covid vont nous faire travailler sur les indicateurs de résilience.

## Philippines : la reprise est encore loin

Les chiffres du troisième trimestre sont tombés, et ils ne sont pas bons. C'est, dans l'absolu, le cas de nombreuses économies. Le problème est qu'ils ont déçu le consensus, qui s'attendait à mieux, et qu'ils indiquent donc que l'économie tourne encore largement en sous-régime.

### **Demande, investissement, exportations : les indicateurs sont au rouge**

Après 6% en 2019, la croissance philippine devrait s'effondrer en 2020 : une récession de 8,5% est attendue, avant un rebond de 8% en 2021, qui ne suffira pas pour revenir au niveau du PIB de 2019. C'est une des chutes de croissance les plus fortes sur le continent. En cause, un confinement parmi les plus longs et stricts du monde, qui a paralysé l'activité de l'île de Luzon, représentant 70% du PIB du pays. Le reste de l'archipel a, quant à lui, souffert de l'arrêt brutal des activités touristiques.

Toutes les composantes du PIB sont donc en chute libre : la consommation privée d'abord, moteur principal de la croissance a souffert de l'arrêt de l'activité, mais aussi de la forte contraction des rémittances (les transferts effectués par la diaspora philippine), qui représentent 10% du PIB. Ces dernières ont repris au troisième trimestre, mais restent conditionnées à l'évolution du cycle sanitaire dans les pays dont elles proviennent majoritairement (États-Unis et Golfe).

L'investissement ensuite, qui devrait selon le FMI passer de 26% à 19% du PIB en un an. Ce dernier (et notamment les flux d'IDE) avait déjà légèrement diminué ces dernières années, affaibli par un climat des affaires rendu moins favorable par la politique populiste et autoritaire du président Duterte et par la corruption endémique observée à tous les niveaux de l'État.

Le commerce extérieur enfin, car si les Philippines ont bénéficié de la chute du prix de l'énergie au deuxième trimestre, elles ont aussi vu leurs exportations industrielles chuter fortement en raison du confinement (arrêt des usines). Le risque est donc que certains pays concurrents (Chine,

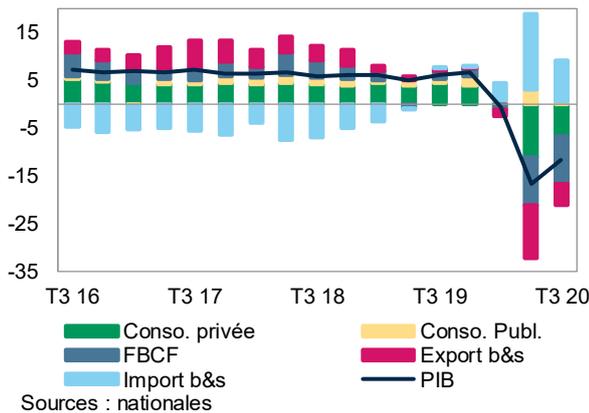
Vietnam, Taïwan, Corée) aient récupéré des parts de marché au cours du deuxième trimestre (notamment dans le secteur de l'électronique) et les conservent durablement. Cela pourrait également expliquer la chute de l'investissement. Le solde commercial devrait cependant s'améliorer cette année, en raison de la baisse des importations engendrée par le faible coût de l'énergie, d'une part, et la contraction de la demande intérieure, d'autre part.

### **Quelle réponse des autorités face à la crise ?**

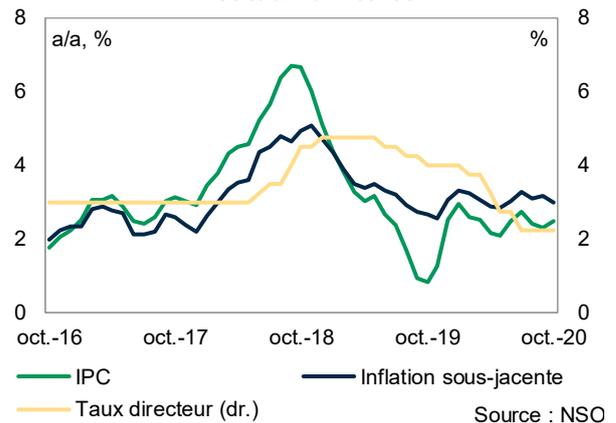
Comme dans la plupart des pays émergents, la réponse a d'abord été monétaire. Dans ce pays sujet aux épisodes inflationnistes, le ralentissement de la hausse des prix a permis à la Banque centrale de mener une politique monétaire très expansionniste (baisse des taux de 175 points de base depuis janvier, baisse des ratios de réserves obligatoires, programme d'achats de titres sur les marchés secondaires) afin de soutenir l'activité en 2020, mais les marges de manœuvre sont maintenant presque épuisées.

Du côté budgétaire, les autorités ont annoncé un ensemble de mesures chiffré à environ 3% du PIB, soit une relance assez faible en comparaison de certains pays voisins (10% du PIB en Thaïlande par exemple). Et si le pays disposait encore de marges de manœuvre avant la crise (dette publique de 37% du PIB en 2019, déficit autour de -2% du PIB), le rééquilibrage des finances publiques s'annonce long et complexe en raison de la chute des recettes, et ne pourra démarrer qu'en 2022 a priori. En 2020, le déficit public devrait ainsi dépasser les 8% du PIB, et la dette publique augmenter d'au moins 10 points, sans que cela ait permis de modérer l'ampleur de la récession et de soutenir les catégories les plus fragiles de la population. Les marges de manœuvre sont de surcroît réduites, car les Philippines avaient entamé un travail de réforme fiscale ces dernières années, en élargissant l'assiette de la TVA et les droits d'accise de certains produits (alcool, tabac, pétrole), mais aussi en augmentant l'impôt sur le revenu des tranches les plus élevées.

**Philippines : contributions à la croissance**



**Philippines : inflation et taux d'intérêt**



**Notre opinion** – Privées de capitaux étrangers et de flux touristiques, et donc d'une partie de ses entrées de devises, le risque est donc que les Philippines soient rattrapées par ses vieilles faiblesses : un change instable (même si le peso a profité de la faiblesse du dollar ces derniers mois), qui avait pu conduire à des épisodes inflationnistes, un creusement du compte courant une fois les cours de l'énergie stabilisés, auquel il faut maintenant ajouter la détérioration des finances publiques, dont la situation ne pourra se redresser avant 2022, sans que l'aggravation des déficits n'ait profité à la population.

Attention aussi aux chocs de notation : si les Philippines sont encore notées deux crans au-dessus de la catégorie spéculative par les principales agences de notation, une dégradation rapide et prolongée des fondamentaux pourrait conduire à un changement d'appréciation du pays par les investisseurs. Le risque pays philippin demeure ainsi entre 40 et 80 points de base au-dessus de son niveau de janvier ces dernières semaines (après avoir atteint +230 points de base en mars)

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### **Moyen-Orient / Afrique du Nord : depuis la crise de la Covid, peu de pays auront échappé à des baisses de rating**

Depuis le mois de mars, la région est frappée par une double crise du coronavirus et par la baisse des prix et des volumes de pétrole. Les effets combinés sur les économies de ces deux chocs, l'un sanitaire (avec l'effondrement de la rente touristique) et l'autre sur la rente pétrolière ont provoqué de fortes récessions, d'une part, et, d'autre part, ont creusé les déficits budgétaires qui vont augmenter les niveaux de dettes publiques. À horizon fin 2021, on estime que les ratios d'endettement devraient avoir progressé de 10 à 20 points de PIB de plus que le niveau de 2019. Ces chocs ont donc eu des effets sur la notation des agences de *rating* qui ont toutes constaté une détérioration des fondamentaux macro-économiques nécessitant une baisse des notations, que ce soit par des dégradations ou par la mise en place de surveillance et de perspectives négatives. Au total, plus de la moitié des pays (sept sur treize) recevant un *rating* a été révisée à la baisse (cf. tableau ci-contre).

Cette évolution reste, à ce stade, peu préoccupante pour les pays pétroliers du Golfe dont la rente résiste et qui disposent de larges fonds souverains qui pourraient être mobilisés. Toutefois, ces dégradations suivent de très nombreuses baisses de *ratings* depuis 2011 (les Printemps arabes) et 2014 (la chute des prix du pétrole) et la pression s'accroît donc sur l'ensemble de la région, y compris pour des pays

réputés plus solides comme le Koweït, car les agences sont principalement focalisées sur le niveau de dette publique, et les pays rentiers ont de la difficulté à remettre en cause le principe d'une faible fiscalité dans un contexte d'État excessivement protecteur envers leur population. Le seul pays concerné par la perte du statut d'« *investment grade* » est le Maroc avec déjà deux agences sur trois sous ce seuil de *rating* « non spéculatif ».

**Ratings des agences (en devises, à long terme)**

Pays	S&P	Moody's	Fitch
Algérie	-	-	-
Arabie	A-	A+ (neg)	A+ (neg)
Bahreïn	B+	Ba1 (neg)	B+
Emirats A. Unis	AA	Aa2	AA
Egypte	BB+	Ba1	BB+
Irak	B-	Caa1	B-
Iran	-	-	-
Israël	AA-	A1	A+
Jordanie	B	B1	BB- (neg)
Koweït	AA- (neg)	A1	AA-
Liban	DS	C	DS
Libye	-	-	-
Maroc	BBB- (neg)	Ba1	BB+
Oman	B+	-	BB- (neg)
Qatar	AA-	Aa3	AA-
Syrie	-	-	-
Tunisie	-	B2 (neg)	B
Yémen	-	-	-

(\*) en rouge, mouvement de baisse depuis mars 2020

 **Notre opinion** – La vague de dégradation n'est probablement pas terminée sur la zone et le risque de voir les nombreuses « perspectives négatives » sur les ratings se transformer en dégradation effective semble assez élevé à ce stade de la pandémie.

### **Algérie : un changement constitutionnel approuvé dans l'indifférence, voire l'hostilité**

67% d'opinion favorable, mais un taux de participation calamiteux de 24% qui résonne comme une forme de défi au pouvoir, tel est le résultat du référendum ayant pour but de changer la Constitution algérienne. C'est le pire taux de participation depuis la création de la République. Approuvée

dans l'indifférence, voire l'hostilité, cette réforme va limiter la durée du mandat présidentiel à deux mandats de cinq ans, renforcer le pouvoir du Parlement et de la Justice (sans remettre en cause la forte concentration du pouvoir présidentiel). Elle va aussi renforcer le pouvoir de l'armée.

 **Notre opinion** – Les taux de participation et d'approbation sont un camouflet pour le pouvoir et notamment pour le président Tebboune qui espérait réconcilier la rue algérienne avec la politique et prouver avoir entendu les demandes des réformes du peuple depuis un an.

*Le Hirak, mouvement populaire ayant provoqué la chute de Bouteflika, qui avait appelé au boycott de ce scrutin, sort donc vainqueur de cette consultation par le très faible taux de participation. Comme pour le scrutin présidentiel, la légitimité du pouvoir est mise en cause par ce résultat.*

*Les risques de nouveaux mouvements sociaux au sortir de la pandémie restent donc intacts. Mais l'avenir de ce mouvement de protestation et sa capacité à peser sur l'avenir du pays va dépendre de sa faculté à fédérer ses forces autour de leaders et de programmes, ce qu'il s'était refusé à faire jusqu'à maintenant. Pour l'instant, cette évolution reste modeste.*

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Pologne : la Banque centrale garde inchangé le taux directeur

À l'issue de la réunion de la Banque centrale polonaise vendredi dernier, le gouverneur a annoncé que le taux directeur de 0,10% reste inchangé à ce stade, tout en rappelant son objectif de maîtrise de l'inflation. Il faut rappeler que ce taux avait été abaissé de 1,5% à 0,10% au tout début de la crise. La Banque centrale s'est également prononcée sur la poursuite de la politique d'achat d'actifs qu'elle mène, pour la première fois, depuis le début de la crise sanitaire, en laissant également une possibilité d'intensification des opérations si nécessaire.

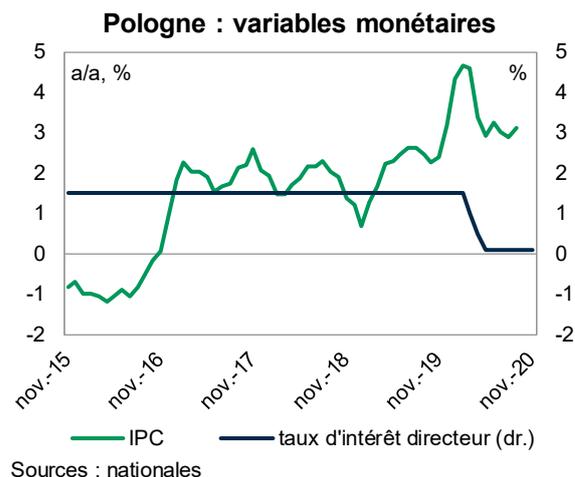
Quant aux prévisions macro-économiques pour le prochain trimestre, l'horizon s'assombrit un peu plus pour la Pologne. Les services macro-économiques de l'institution s'attendent à une dégradation de l'activité économique, suite aux nouvelles mesures restrictives mises en place par le gouvernement cette semaine. En effet, les commerces non essentiels, ainsi que les lieux culturels sont désormais fermés et tous les enseignements se feront à distance.

Toujours selon la Banque centrale, la récession en 2020 devrait se situer autour de 4%, mais les prévisions pour 2021 indiquent que le rebond ne sera pas aussi rapide et avec la même amplitude qu'anticipé auparavant. Bien que la fourchette de

croissance du PIB soit large, elle se situe entre 0,8% et 4,5% en 2021 et entre 3,6% et 7,8% en 2022.

Par contre, le taux d'inflation lui devrait bondir plus rapidement avec une projection autour de 3,5% cette année et 3,2% l'année prochaine.

Le taux de chômage reste quant à lui plutôt stable au troisième trimestre, après une hausse à 6% au printemps dernier.



**☑ Notre opinion** – Il est important de suivre l'évolution du taux des crédits non performants en Pologne, notamment pour le segment des entreprises. À ce stade, il augmente pour atteindre 8,9% et le secteur bancaire accroît progressivement les provisionnements.

Cela pourrait indiquer le début d'une véritable fragilisation du tissu des entreprises et plus particulièrement des PME dans le pays. Si les faillites s'avèrent importantes, cela pourrait limiter sensiblement les capacités de reprise de l'économie à court et moyen termes. Et plus encore, cela pourrait conduire à un risque non négligeable de diminution de la croissance potentielle de l'économie.

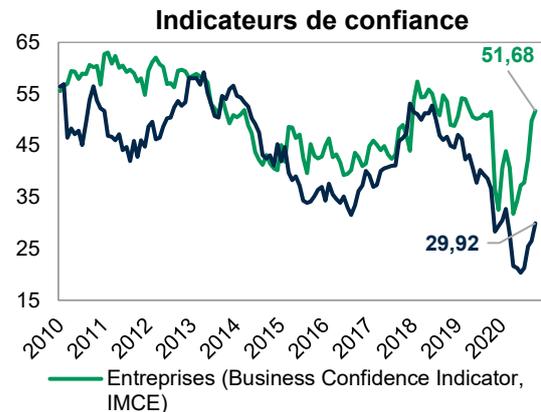
L'insuffisance de l'investissement privé et des fonds alloués à la recherche et développement étaient déjà avant-crise un des points faibles du modèle polonais. Si l'on combine ces éléments avec le vieillissement de la population et la réduction de ce fait de la main d'œuvre active, cela pourrait peser sur les capacités de hausse de la productivité et de la croissance potentielle actuellement estimée à 2,5%.

Enfin, l'apparition de difficultés supplémentaires en termes de liquidité et/ou de solvabilité des entreprises pourrait affaiblir encore plus le modèle de transition et de développement du pays. Modèle lui qui commençait déjà avant crise à être à bout de course. La crise n'a fait qu'accélérer le processus et, qui sait, pourra peut-être aussi accélérer les réponses apportées pour le réinventer.

## Amérique latine

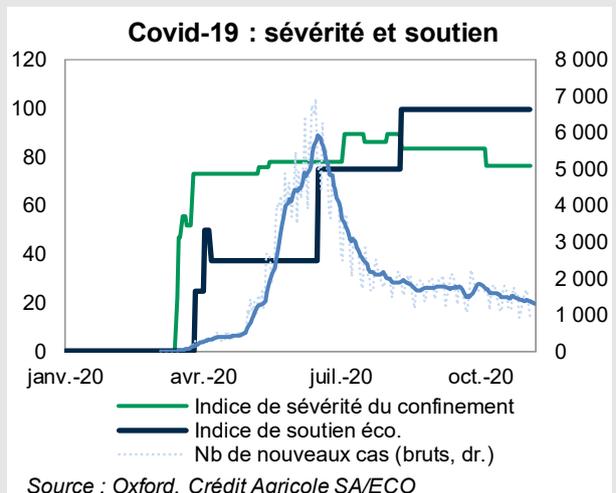
### Chili : les entreprises retrouvent le moral (les ménages moins)

L'indice mensuel de confiance des entreprises (IMCE) se redresse en octobre pour atteindre un peu moins de 52 points, signalant que les anticipations des entreprises sont désormais optimistes (très modérément, certes). Par rapport au mois précédent, la demande est en hausse mais encore « déprimée », les stocks excèdent un peu le niveau souhaité et les pressions sur les coûts augmentent légèrement. Quant à l'indice de confiance des ménages, il s'améliore nettement tout en restant extrêmement dégradé.



Source : BCCh, Crédito Agrícola SA/ECO

**Notre opinion** – La dégradation des indices de confiance tant des ménages que des entreprises était patente depuis le début de 2018, bien avant que l'économie ne soit affectée par la Covid-19 : une dégradation reflétant le ralentissement de l'économie mondiale, puis les manifestations de la fin de l'année 2019 en faveur d'une plus grande équité. Alors que la gestion de la crise sanitaire a été très critiquée, l'arsenal monétaire et budgétaire mobilisé pour atténuer le choc et, surtout (voire exclusivement), l'amélioration récente des indicateurs liés à la pandémie (cf. graphique) justifient le léger regain de confiance, en particulier des entreprises. Au regard notamment de la dégradation de l'emploi, on comprend aisément le pessimisme persistant des ménages. Le taux de participation s'est replié fortement (de 63% fin décembre à 53% en septembre). Mais la hausse des licenciements porte le taux de chômage (indicateur partiel compte tenu d'une informalité élevée) à 12,5% (contre 7,1% en décembre).



Source : Oxford, Crédito Agrícola SA/ECO

La sortie de crise risque d'être chaotique (une contraction du PIB de 6/7% est attendue pour 2020 ; elle serait suivie d'une reprise de l'ordre de 5%), comme partout, mais l'incertitude sera aggravée par un calendrier politique dense. Lors des manifestations de 2019, les revendications n'étaient, en effet, pas seulement d'ordre économique (santé, éducation, retraites, égalité), mais également politique (élitisme, blocages) et visaient directement l'actuelle Constitution élaborée sous A. Pinochet : il avait donc été prévu que se tienne un référendum relatif à la rédaction d'une nouvelle Constitution. Il s'est tenu le 25 octobre : les Chiliens se sont très majoritairement (78%) prononcés en faveur d'une nouvelle Constitution, tout comme ils ont largement approuvé (79%) que la tâche incombe à une commission ad hoc et non à une entité composée d'actuels membres du Congrès.

Le calendrier est donc très chargé : élection des membres de la commission constituante en avril 2021, puis installation (mai 2021) et élaboration de la nouvelle Constitution pendant douze mois (mai 2022), élections des gouverneurs régionaux (mai 2021), début de la campagne présidentielle (août 2021), élections présidentielles (premier tour ; scrutin uninominal majoritaire à deux tours pour un mandat de quatre ans non renouvelable de manière consécutive qui interdit à l'actuel président, Sebastian Piñera, de se présenter) et législatives (novembre 2021), élection présidentielle (second tour, décembre 2021), référendum sur la nouvelle Constitution (juin 2022). La nouvelle Constitution sera donc élaborée au milieu, à la fois, d'une crise économique dramatique et d'une campagne électorale éventuellement propice à la polarisation politique : les préoccupations de court terme risquent de perturber la sérénité qui convient à une réflexion sur les institutions.

*Climat économique déprimé, environnement politique complexe, lourdes incertitudes et réputation d'orthodoxie budgétaire écornée (avec une dette publique croissant de près de 8 points de pourcentage pour approcher 36% fin 2021, soit un ratio encore très honorable) : il n'en fallait pas tant pour alerter les agences de rating. Fitch a récemment dégradé (mi-octobre donc avant le référendum) la note à long terme du Chili (en devises de A à A-, outlook stable ; en monnaie locale de A+ à A-, outlook stable) en raison de la détérioration des finances publiques. La dette interne ne bénéficie donc plus d'un « bonus » par rapport à la dette externe.*

*À cet égard, les estimations situent la dette externe totale (205,5 milliards de dollars en septembre 2020), toujours essentiellement à long terme (90%), autour de 82% du PIB fin 2020 (70% fin 2019) : une augmentation substantielle qu'explique plus la chute du PIB nominal en peso (-9% au cours du premier semestre) que la hausse de la dette et la dépréciation du change. Le peso a, en effet, subi de très fortes variations mais ne s'est finalement déprécié que de 1% contre le dollar depuis le début de l'année (dépréciation de 14% contre le dollar jusqu'au creux atteint mi-mars, au pic de l'aversion au risque, puis appréciation de 15% pour aujourd'hui atteindre 757 pesos pour 1 dollar). La dette externe a, en outre, modestement augmenté (de 3,7% depuis le début de l'année) en raison de la hausse de l'endettement en devises du secteur public (de 13,5%), alors que la dette du secteur privé se contractait très légèrement (de 0,4%) : une contraction imputable aux banques qui compense la hausse émanant des entreprises non financières (de 3,1%). C'est sur celles-ci que se concentre la dette en devises : la dette externe est portée à hauteur de, respectivement, 33% et 67% par les secteurs public et privé, dont 79% pour les seules entreprises non financières.*

*Plus que sur la dette publique (interne ou externe), c'est sur le contenu de la future Constitution et sur l'endettement privé en devises des entreprises non financières<sup>3</sup> (sans avoir à s'alarmer) que doivent porter les principales interrogations.*

## Afrique sub-saharienne

### Afrique sub-saharienne : dégradations quasi-généralisées des ratings souverains sur fond de pandémie

La crise du coronavirus a fait porter un double choc sur les économies d'Afrique sub-saharienne. Le premier, sanitaire, bien que plus limité qu'ailleurs pour le moment, s'est malgré tout fait sentir par les mesures de prévention qui ont été mises en place. Les divers confinements imposés aux économies ont tous provoqué une très forte pression fiscale pour les États de la zone. Le second choc, celui de l'effondrement des cours de nombreuses matières premières, notamment du pétrole, a particulièrement affecté les pays d'Afrique sub-saharienne dont les ressources en devises sont généralement peu diversifiées et souvent en tension. Sans surprise donc, les actions des agences de notation sont largement orientées à la baisse. Certains pays à l'économie et aux exportations plus diversifiées résistent mieux, à l'image de la Côte d'Ivoire ou du Sénégal. Les aides internationales accordées, notamment par le FMI et la Banque mondiale, ainsi que l'Initiative sur le Service de la Dette (ISSD), devraient permettre d'atténuer le renchérissement du coût de la dette qui suit traditionnellement les baisses de rating.

Rating des agences (en devises, à long terme)

Pays	S&P	Moody's	Fitch
Nigéria	B-	B2 (neg.)	B
Afrique du Sud	BB-	Ba1 (neg.)	BB (neg.)
Kenya	B+	B2 (neg.)	B+ (neg.)
Angola	CCC+	Caa1	CCC
Éthiopie	B (neg.)	B2 (neg.)	B (neg.)
Ghana	B-	B3 (neg.)	B
Tanzanie	-	B2	-
Côte d'Ivoire	-	Ba3	B+ (pos.)
Congo (RDC)	CCC+	Caa1	-
Cameroun	B-	B2	B (neg.)
Ouganda	B	B2	B+ (neg.)
Soudan du Sud	-	-	-
Zambie	SD	Ca	C
Sénégal	B+	Ba3 (neg.)	-
Zimbabwe	-	-	-

(\*) en rouge, mouvement depuis mars 2020

<sup>3</sup> Les inquiétudes doivent être tempérées par les actifs détenus par les entreprises non financières et la nature des dettes. Fin septembre, la position extérieure nette du Chili est débitrice de 39 milliards de dollars (actif et passif, respectivement, 412 et 451 milliards de dollars). Le passif net des entreprises non financières est débiteur de 140 milliards de dollars avec un passif de 340 milliards de dollars composé d'investissements directs (dont dette inter-entreprises, 71%), investissements de portefeuille (18%) et dette (11%).

👉 **Éthiopie : vers une guerre civile aux conséquences régionales ?**

Début novembre 2020, le gouvernement central d'Abiy Ahmed a annoncé avoir mené des opérations militaires contre les autorités de la région du Tigré, au nord du pays. L'armée éthiopienne aurait notamment procédé à des bombardements aériens. Le gouvernement accuse les autorités tigréennes d'avoir voulu attaquer une base de l'armée pour y voler du matériel militaire. Peu d'informations sont disponibles en raison de la coupure des moyens de communications mis en place par le gouvernement, mais des opérations militaires seraient toujours en cours. Cela s'inscrit dans une dynamique plus large que connaît l'Éthiopie, celle d'une fragmentation croissante du pays.

responsable de 32% de la croissance de la région sur la période. Ces trois pays devraient représenter 17% du PIB de la région en 2025. L'ensemble de la région est néanmoins traversé par des crises sécuritaires qui mettent en danger son développement économique. Faute d'informations sur l'étendue que pourrait à terme avoir les affrontements en Éthiopie, les vulnérabilités externes, en particulier le besoin de financement, semblent être la première source de préoccupation. En effet, le tourisme, déjà lourdement touché par le coronavirus, ne pourrait revenir à la normale en cas de conflit armé prolongé et généralisé sur le territoire éthiopien. En 2018, le tourisme représentait un peu plus de 4% du PIB du pays. Hors revenus de la diaspora, c'est la première source de devises pour l'Éthiopie. À cause du coronavirus, l'Éthiopie est déjà affectée par la faiblesse de ses réserves de change et par une rapide dévaluation de sa monnaie, le birr (-19% face au dollar cette année).

**Le contexte**

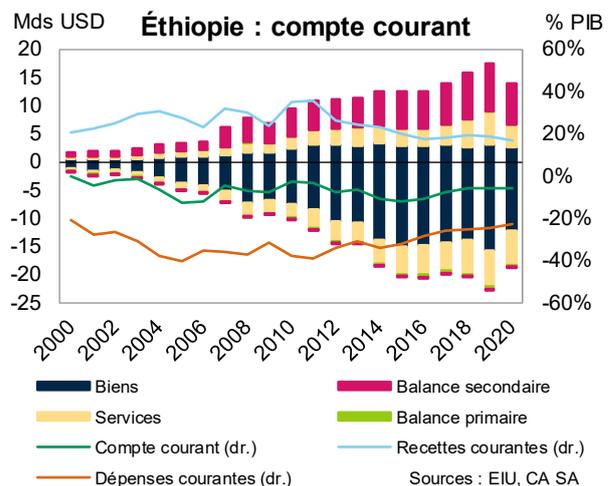
En **1991**, alors que l'Éthiopie est un pays communiste depuis vingt-sept ans, diverses forces locales à composantes ethniques s'allient et font tomber le régime en place. Les forces politiques et militaires tigréennes sont au premier plan de cette lutte et obtiennent une position privilégiée dans le nouveau régime qui se met en place, la République démocratique fédérale d'Éthiopie.

En **2015**, d'importantes manifestations provoquent le premier renouvellement politique en vingt-cinq ans, et la région de 5 millions d'habitants perd le contrôle démesuré qu'elle avait sur l'Éthiopie. Ces changements portent Abiy Ahmed au pouvoir en 2018.

En **2019**, il achève de réorganiser les forces politiques existantes au sein d'un nouveau parti, le *Prosperity Party* (PP), laissant le parti tigréen (TPFL) à la porte du pouvoir. Le nouveau gouvernement se lance dans d'importants procès anti-corruption contre des dirigeants de sociétés publiques, beaucoup d'entre eux Tigréens. La vision pan-éthiopienne du Premier ministre crée également des frictions avec le TPLF qui défend un modèle fédéral et ethnique, permettant l'autonomie du Tigré.

Arrive en **2020**, année d'élections, le coronavirus qui pousse le gouvernement éthiopien à reporter l'ensemble des échéances démocratiques d'au moins un an. Le gouvernement tigréen décide alors de maintenir ses élections en septembre, défiant ouvertement le pouvoir. Abiy Ahmed s'était alors exprimé contre une intervention militaire dans la région.

Pour rappel, l'Éthiopie est au cœur de la région qui, selon le FMI, devrait tirer la croissance de l'Afrique sub-saharienne ces cinq prochaines années. En effet, le trio Éthiopie-Kenya-Tanzanie devrait être



Comme le montre le graphique, l'Éthiopie produit des déficits courants structurels. Cela crée un besoin de financement important, à hauteur de 7% de son PIB ces dernières années. Le pays dépend principalement des IDE, à hauteur de 50% de son besoin de financement avant 2020. En 2020, les aides multilatérales combleront ce besoin. En 2019, le pays a reçu 2,9 milliards de dollars de la part du FMI, notamment en raison du succès de sa lutte contre la corruption, suivis de 411 millions de dollars dans le cadre de la Covid. Le soutien international dont a bénéficié l'administration d'Abiy Ahmed pourrait se tarir en cas de guerre. Par ailleurs, les plans de privatisation censés combler les besoins de financement pourraient être encore repoussés.



### La question institutionnelle et ethnique

L'Éthiopie moderne n'a pas encore résolu certaines questions fondamentales quant à son fonctionnement en tant que pays. Existe-t-il une nation éthiopienne ? Les institutions doivent-elles refléter la diversité ethnique du pays ? Fédéralisme ou centralisme ? Ce sont autant de questions qui divisent l'Éthiopie en deux courants non-homogènes. Le régime précédent avait créé des régions à composante ethnique pour finalement exercer un pouvoir très centralisé. Depuis son arrivée au pouvoir, Abiy Ahmed, membre de l'ethnie majoritaire des Oromos, défend la ligne d'une nation éthiopienne. Avec ce conflit armé, il prend le risque de voir diverses factions s'emparer de la crise pour amplifier leurs revendications. En 2020, l'Éthiopie a déjà connu des émeutes, suite au meurtre d'un chanteur oromo. Un conflit militaire faisant des morts des deux côtés créerait un climat de tension inter-ethnique et d'instabilité que le gouvernement serait bien en peine de contrôler.



### Quel accès à la mer pour l'Éthiopie ?

Avec l'indépendance de l'Érythrée en 1993 et la guerre qui a suivi, l'Éthiopie a perdu son accès à la mer et a même dissous sa marine de guerre. La situation sécuritaire en Somalie n'étant pas plus favorable, le pays s'est retrouvé dépendant du port de Djibouti. C'est dans cette logique que la Chine est venue financer une ligne de chemin de fer liant Addis-Abeba à Djibouti. Aujourd'hui, 95% des exportations de l'Éthiopie transitent par ce pays. La paix signée en 2018 avec l'Érythrée aurait dû permettre à l'Éthiopie de retrouver un accès à la mer *via* le port érythréen de Massawa (il était même prévu que l'Éthiopie reforme sa marine militaire). Cependant, les accords avec l'Érythrée peinent à se concrétiser, rendant la réouverture de la frontière inopérante. Un conflit avec le Tigré repousse encore davantage l'ouverture de ce corridor. Les projets de liens avec Port Soudan et Lamu (projet LAPSSSET) au Kenya sont donc d'autant plus cruciaux, mais devront bien être financés.



### Les conséquences régionales

L'Érythrée voisine et le TPFL n'ont jamais cessé d'être en conflit et la paix signée par Abiy Ahmed est une des raisons du mécontentement au Tigré. L'inimitié entre ces deux acteurs pourrait rapidement internationaliser le conflit et rouvrir une guerre avec l'Érythrée.

Le **Soudan**, partageant sa frontière avec le Tigré semble déjà recevoir un afflux important de réfugiés fuyant les combats, avec parmi eux des militaires. Alors que le pays se remet difficilement de sa révolution et de la perte des ressources pétrolières du Soudan du Sud, l'instabilité à sa frontière pourrait compliquer son redressement.

En **Somalie**, l'Éthiopie joue un rôle de premier plan dans l'intervention militaire de l'Union africaine, par l'envoi du deuxième plus important contingent (environ 4 400 soldats). Un conflit prolongé en Éthiopie pourrait détourner le pays de cette mission, avec des conséquences sécuritaires possibles au **Kenya** où la menace d'al-Chabab pèse toujours.



### Les forces en présence

De par son rôle dans la guerre contre l'Érythrée – dont le Tigré est frontalier – et le pouvoir qu'il détenait il y a peu, le TPFL et la région du Tigré sont particulièrement bien armés. L'*International Crisis Group* estime les forces locales à 250 000 troupes. Malgré les réorganisations récentes, des membres du TPFL continuent d'occuper des postes importants au sein de l'armée fédérale.

De plus, deux des principales bases militaires éthiopiennes se trouvent au Tigré et comptent dans leurs rangs de nombreux Tigréens. La capacité du gouvernement à les maintenir sous son contrôle devrait être testée dans les premiers instants du conflit. À noter qu'en 1990, le TPFL avait précipité la chute du régime par la prise de Massawa, principal accès à la mer du pays à l'époque. Géographiquement cette éventualité est moins probable aujourd'hui, l'accès s'étant déplacé vers Djibouti, dont le Tigré n'est pas frontalier.

**✓ Notre opinion** – *Si le conflit n'en est qu'à ses premiers jours, la puissance militaire et l'expérience dont jouit le Tigré, ainsi que le rôle actif qu'a joué le TPLF dans l'escalade des tensions, ne jouent pas en faveur d'une confrontation brève. Pour le moment, Abiy Ahmed refuse toute médiation extérieure, réaffirmant qu'il s'agit d'une question de sécurité interne à l'Éthiopie. Si le conflit s'installe dans la durée, cela ne jouera pourtant pas en sa faveur, tant il devra contenter des intérêts divergents dans une situation économique fortement détériorée.*

## Géo-économie

### News géo-économiques

**Haut-Karabagh : un accord qui consacre les avancées territoriales azéries** – L'Arménie et l'Azerbaïdjan ont **signé un accord de cessez-le-feu lundi sous l'égide de la Russie**, mettant un terme à six semaines de combats très meurtriers dans le Haut-Karabagh. Des dizaines de milliers de civils ont fui l'enclave et ont afflué en Arménie, qui manque d'hébergements. **Très clairement, l'accord consacre les avancées territoriales de Bakou**, en gelant les positions militaires des deux parties. Erevan perd donc le contrôle de la cité historique de Chouchi située à 15 kilomètres de la capitale Stepanakert, ainsi que des sept districts environnant l'enclave, occupés par l'Arménie à l'issue de la guerre de 1992. Le Haut-Karabagh demeurera relié à l'Arménie par un corridor de 5 kilomètres.

**Moscou est le garant militaire de l'accord** : l'armée russe va se déployer le long de la zone pour garantir l'effectivité du cessez-le-feu (1 960 soldats russes avec des armes légères, 90 véhicules de transport, des troupes blindées, du matériel de transport). **La Russie confirme donc son rôle d'arbitre incontournable de la région.**

Ankara n'a pas pris part à la signature du cessez-le-feu mais à l'issue du conflit, **la Turquie a gagné en influence dans la région**, en s'affirmant comme un allié indéfectible du camp azéri et en interne, le conflit a plutôt renforcé la popularité d'Erdogan. Ankara va contrôler avec Moscou l'application du cessez-le-feu *via* l'ouverture d'un centre conjoint établi en Azerbaïdjan.

Après l'annonce de l'accord, des milliers de manifestants ont protesté à Erevan près des locaux gouvernementaux qui ont été saccagés. **L'Arménie sort affaiblie politiquement et économiquement de ce conflit.**

**La Chine en Asie centrale** – Le *Central Asia Barometer* a interrogé des Kazakhs, des Kirghizes et des Ouzbeks pendant deux ans sur leurs positions à l'égard des **investissements directs à l'étranger chinois (IDE)** dans le cadre d'une étude pour Eurasianet.

7% des Kazakhs et 9% des Kirghizes seulement « soutiennent fortement » les projets énergétiques et d'infrastructures chinois dans leur pays. **Les investissements chinois sont beaucoup plus populaires en Ouzbékistan** (48% de « soutien fort » en 2020) pour **deux raisons. Les relations économiques entre les deux pays sont plus récentes** : les prêts chinois ont afflué surtout après la mort du président Islam Karimov en 2016. Et contrairement à ses deux voisins, **l'Ouzbékistan ne partage pas de frontière terrestre avec la RPC.**

Mais l'attitude des Ouzbeks à l'égard de la Chine a commencé à se retourner (65% de « soutien fort » en 2019) et la part des sondés se déclarant « fermement opposés » augmente de 2 à 10% en un an.

**Les inquiétudes sont également fortes concernant l'achat par la Chine de terres au Kazakhstan et au Kirghizstan** et sont généralement partagées en Asie centrale depuis la chute de l'URSS. Cette tendance gagne également l'Ouzbékistan (augmentation de 30 à 53% de ceux qui se disent « très inquiets » sur un an).

Enfin, depuis le début de la pandémie et la dégradation des comptes publics, **les inquiétudes à l'égard de la charge de la dette sont très claires.** Le pourcentage de sondés ouzbeks « très inquiets » de l'endettement de leur pays à vis-à-vis de Pékin a atteint un pic cette année. 25% de Kazakhs, 34% de Kirghizes et 22% d'Ouzbeks « craignent fortement » que « les liens économiques entre leur pays et la Chine puissent porter atteinte à leur relation économique avec Moscou ».

**Relations Union européenne - États-Unis** – Les ministres européens du Commerce ont annoncé lundi l'application de droits de douane sur des importations américaines pour un montant cumulé de 4 milliards de dollars, après un accord de l'OMC intervenu en octobre pour sanctionner les subventions américaines à l'avionneur Boeing. Prenant effet mardi, des taxes de 15% seront imposées sur les avions et de 25% sur des produits agricoles et industriels. Selon Franck Riester, ministre délégué français en charge du Commerce extérieur, « il faut rester lucide. **Malgré les déclarations de Joe Biden, certaines positions américaines sur les lois extraterritoriales ou le blocage de l'OMC ne sont pas éloignées de celles de Donald Trump** ».

En octobre 2019, l'OMC avait donné son feu vert à Washington pour l'imposition de droits de douane sur des biens européens d'une valeur cumulée de 7,5 milliards de dollars, en réponse aux subventions européennes à Airbus. L'annonce des surtaxes européennes intervient donc juste après la victoire de Joe Biden aux élections présidentielles américaines.

**Remaniement de dernière minute au Pentagone** – Le Pentagone a annoncé le départ de trois responsables, tous trois remplacés, après que Donald Trump a limogé dans un *tweet* le secrétaire d'État à la Défense Mark Esper. Le sous-secrétaire à la Défense par intérim chargé de la politique, James Anderson, a été remplacé par le général Anthony Tata, hostile à la présence militaire américaine en Afghanistan et en Irak. Position partagée par Douglas Macgregor, nommé conseiller du

nouveau secrétaire à la Défense Christopher Miller. Ce remaniement devrait donner **un coup d'accélérateur au retrait des troupes américaines du Moyen-Orient**, promesse électorale de Donald Trump, dans les derniers mois de sa présidence. Macgregor est également connu pour son scepticisme à l'égard de l'Otan.

Les nouvelles recrues, proches politiquement de Trump, prennent leur fonction, alors que le président n'a toujours pas reconnu sa défaite à l'élection présidentielle.

**Géorgie** – Des dizaines de milliers de manifestants ont réclamé à Tbilissi l'organisation de nouvelles élections législatives après l'élection contestée du 31 octobre qui a vu le Rêve géorgien, parti au pouvoir depuis 2012, arriver en tête avec 48% des voix, selon le bilan officiel. Pourtant, le principal parti d'opposition, le Mouvement national uni (MNU) était parvenu à rallier à lui les autres partis d'opposition. Huit partis ont ainsi annoncé le boycott du Parlement, accusant les autorités d'avoir falsifié les résultats de l'élection. Bien que la configuration politique soit très différente, la Géorgie rejoint donc le Belarus et le Kirghizstan dans la liste des pays de l'ex-URSS où les élections sont contestées dans la rue. Cette situation est d'autant plus interpellante que la Géorgie est l'un des pays de la zone où les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale (nommés KKZ) avaient pourtant particulièrement progressé ces dernières années, contrairement à la plupart des pays voisins.

### États-Unis - Moyen-Orient : que peut changer l'élection de Biden pour le Moyen-Orient ?

Après quatre années de présidence Trump à la tête des États-Unis, une succession d'événements très importants a eu lieu au Moyen Orient, en partie, en rupture (mais pas totalement néanmoins), avec les politiques des affaires étrangères passées. Ci-dessous, un court rappel des faits :

✓ **2017** : reconnaissance de Jérusalem comme capitale d'Israël et transfert de l'ambassade

américaine, réaffirmation et intensification du soutien à Israël.

- ✓ **2018** : retrait des États-Unis de l'accord sur le nucléaire civil avec l'Iran, réinstauration du régime des sanctions économiques et de l'embargo sur l'Iran, arrêt du financement américain des programmes de l'ONU envers la Palestine, réaffirmation du soutien politique à l'Arabie saoudite et au prince héritier Mohamed ben Salman après l'affaire Khashoggi
- ✓ **2019** : proposition d'un plan de paix et de développement pour la Palestine, projet sans lendemain, retrait progressif des troupes américaines du nord de la Syrie, assassinat ciblé du général Souleimani, chef de guerre iranien au Moyen-Orient après des attaques sporadiques contre des troupes américaines, absence de réponse militaire à l'attaque de l'Iran contre des installations pétrolières saoudiennes.
- ✓ **2020** : sanctions contre des responsables libanais estimés trop liés au Hezbollah, signature à l'initiative et sur action des États-Unis d'un accord de reconnaissance d'Israël par les Émirats Arabes Unis et Bahreïn.

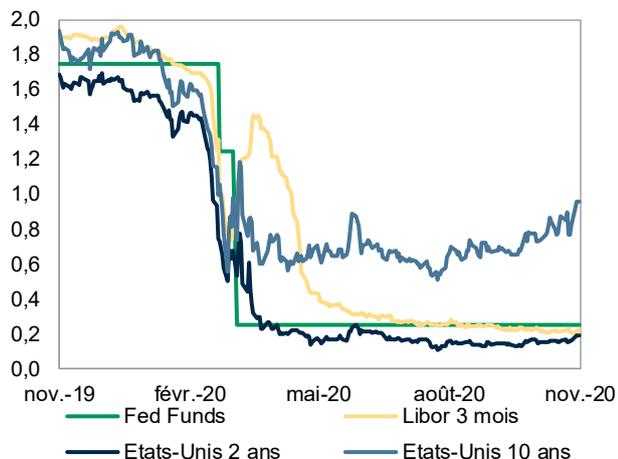
Au total, donc, des réaffirmations sans nuances (liens privilégiés avec Israël et le régime des Saoud) et des ruptures brutales (dossiers iranien et palestinien)...

La politique étrangère des présidents démocrates précédents a plutôt été assez pragmatique, avec sans doute un peu plus de méfiance envers les pétro-monarchies du Golfe et un peu plus de souplesse envers l'Iran. C'est d'ailleurs bien sur ce pays-clé dans la région que pourrait évoluer la politique moyen orientale du nouveau président. Mais l'annonce récente par l'AIEA du non-respect par l'Iran de ses obligations en terme d'enrichissement d'uranium et l'incertitude sur l'élection présidentielle à Téhéran, avec le risque d'un basculement vers un candidat plus conservateur, ne plaident pas pour une évolution rapide et plus apaisée de la relation avec le régime des ayatollahs.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

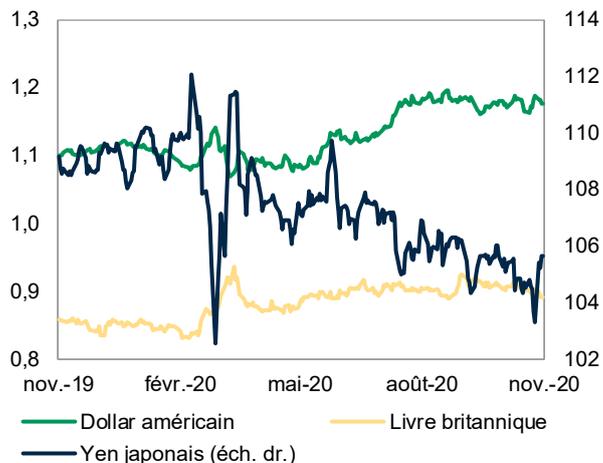
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

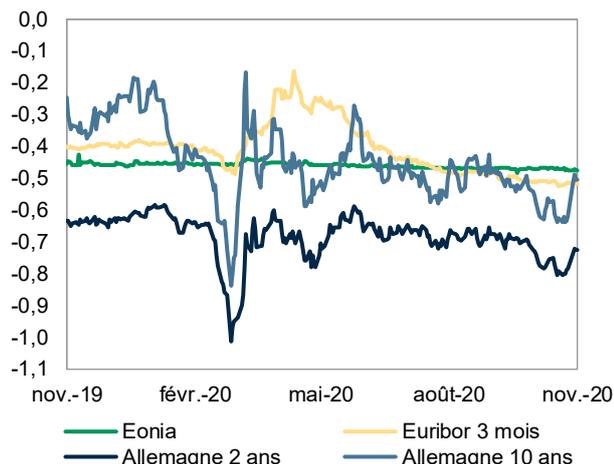
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

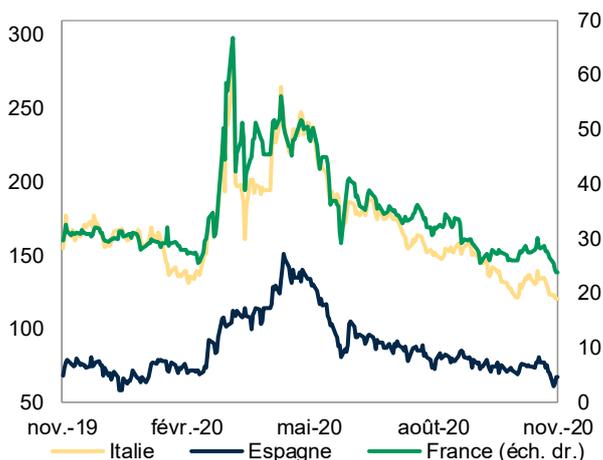
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

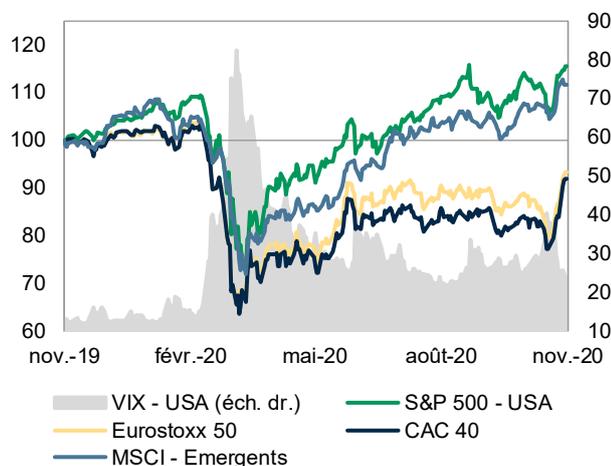
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

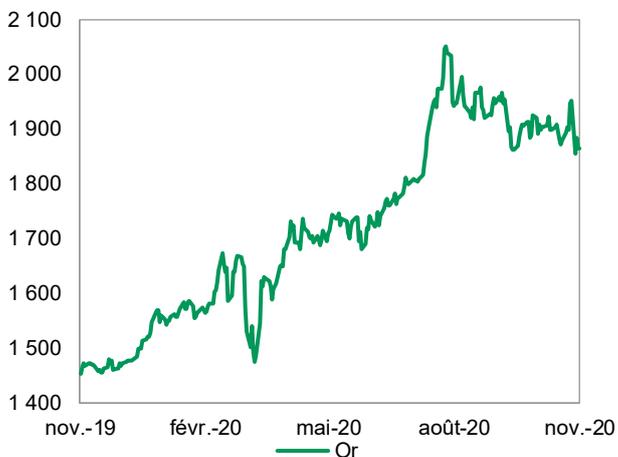
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

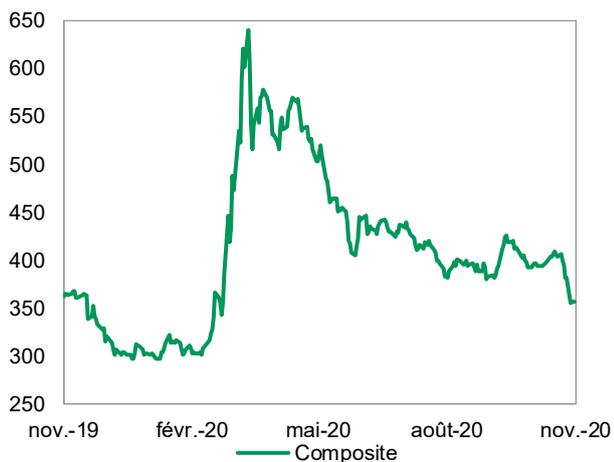
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

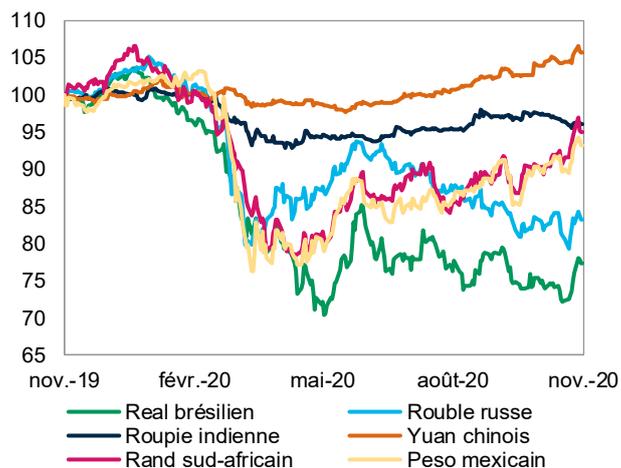
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

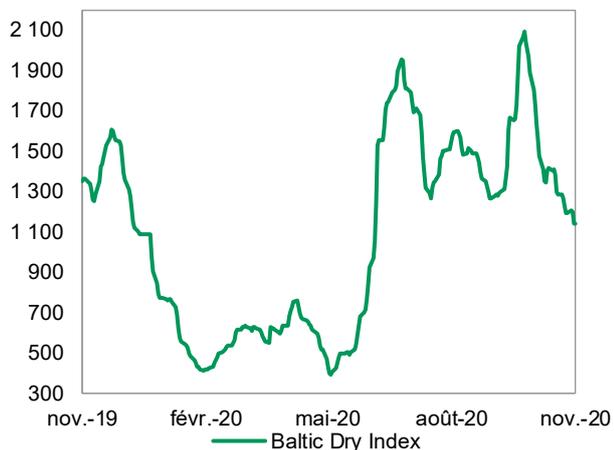
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

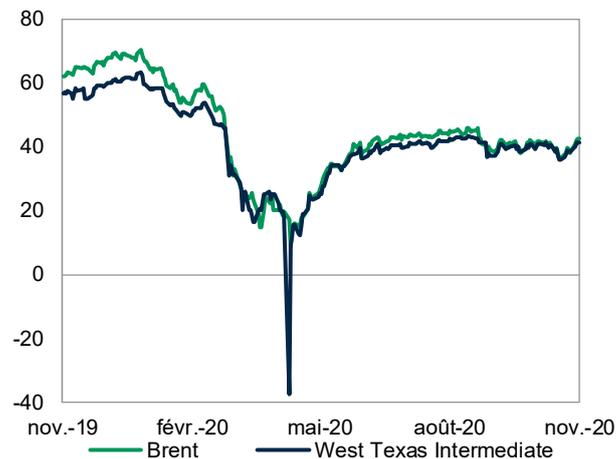
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

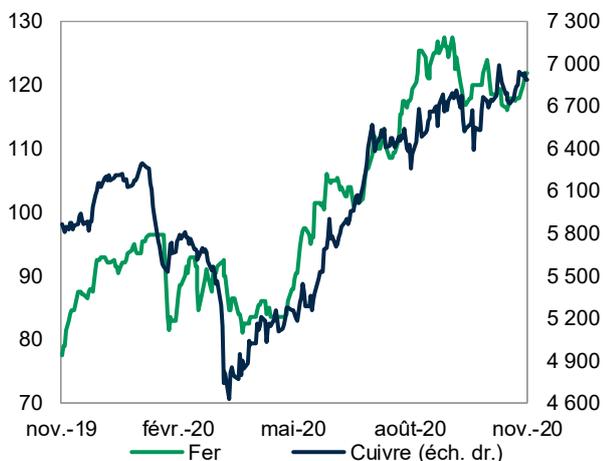
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

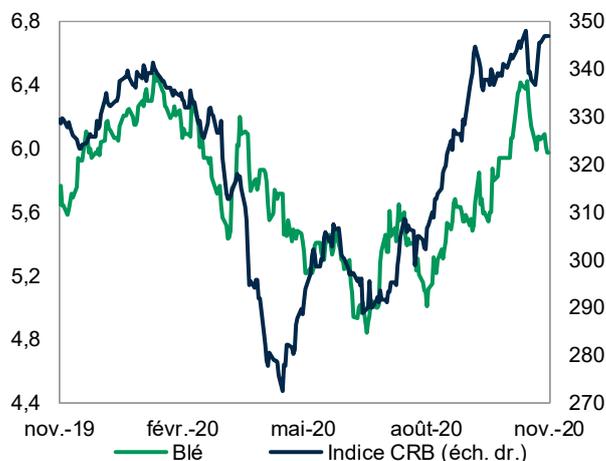
USD/tonne métrique



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
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE
06/11/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/11/2020	<u>Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
03/11/2020	<u>États-Unis : la crise de légitimité</u>	États-Unis
03/11/2020	<u>Russie – La stratégie d'hibernation ?</u>	Russie
02/11/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3</u>	Italie
02/11/2020	<u>Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020</u>	UE
02/11/2020	<u>UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</u>	UE

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication :** Isabelle JOB-BAZILLE

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

**Zone euro :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario)

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Nathan QUENTRIC

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB, Julie TEILLARD

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.*