

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/011 – 15 janvier 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Le marché s'habitue aux largesses budgétaires</i>	2
☞ <i>Zone euro : baisse du taux d'épargne et remontée des profits au T3 2020</i>	3
☞ <i>Zone euro : affaiblissement de la production industrielle en novembre</i>	4
☞ <i>Zone euro : poursuite du redressement de la balance commerciale au mois de novembre</i>	4
☞ <i>Allemagne : enjeux et avenir de la gouvernance du parti conservateur</i>	5
☞ <i>Italie : le bingo du Sénat</i>	6
☞ <i>Italie : des agents mieux préparés à la deuxième vague épidémique qui n'en reste pas moins compliquée</i>	7
☞ <i>Royaume-Uni : chute moins forte que prévu du PIB en novembre</i>	9
☞ <i>États-Unis : l'inflation CPI reste sage et la Fed « délibérément vague »</i>	10
☞ <i>Koweït : démission de ministres, mais régime politique stable</i>	12
☞ <i>Liban : reconfinement total pour contenir la pandémie</i>	12
☞ <i>Turquie : un jeu déjà ancien, le ballet en trois temps</i>	13
☞ <i>Mexique : au-delà des chiffres « purs », la gouvernance</i>	14
☞ <i>CEMAC : l'avenir incertain des pays pétroliers</i>	16
☞ <i>News géo-économiques</i>	18

Le marché s'habitue aux largesses budgétaires

Le dévoilement d'un nouveau plan de relance aux États-Unis, couplé à des mesures de soutien budgétaires supplémentaires en Europe, ainsi qu'à une première estimation de la récession allemande susceptible d'avoir été « limitée » à -5,3% (second plus mauvais résultat après le plongeon de 5,7% enregistré en 2009), ont échoué à doper les marchés. Alors que les taux courts restaient bien ancrés, le Bund s'est légèrement effrité (à -0,58%), alors que les taux américains (dix ans souverains à 1,13%) frémissaient à la hausse. Lestés par la situation politique (*voir « [Italie : le bingo du Sénat](#) »*), les *spreads* italiens se sont écartés de 14 points de base (pb) par rapport au Bund, pour n'atteindre cependant que 120 pb, entraînant dans leur sillage les *spreads* espagnols. Enfin, après un bon début d'année, les marchés actions aussi bien américains qu'européens se sont assagis pour enregistrer des baisses néanmoins contenues.

En Europe, une croissance allemande meilleure qu'anticipé a fait pâle figure face à la recrudescence de la pandémie, suscitant un resserrement et une extension des mesures sanitaires et impliquant de nouvelles mesures de soutien budgétaires. Aux États-Unis, sans surprise, le *Beige Book* de la Fed a confirmé une progression de l'activité en fin d'année, à la fois, modeste et hétérogène selon les différents secteurs en fonction de l'impact du virus. À la faveur de la recrudescence de l'épidémie, l'amélioration du marché du travail s'est interrompue comme en témoigne le rapport sur l'emploi de décembre (140 000 destructions nettes d'emplois concentrées dans l'hôtellerie-restauration et les activités de loisirs, à rapprocher d'un consensus tablant sur 50 000 créations nettes ; taux de chômage maintenu à 6,7% pour un taux de participation lui-même stable à 61,5%).

Pourtant, les mauvaises nouvelles américaines (qui concernent en outre le passé) auraient pu être éclipsées par l'annonce, en complément du plan de

900 milliards de dollars adopté *in extremis* fin décembre, par Joe Biden d'un plan de relance de 1,9 milliard de dollars. Consécutives aux minutes du FOMC selon lesquelles les achats d'actifs devraient se poursuivre « au moins au rythme actuel » tout en suggérant une possible « repondération des achats de titres d'État vers des maturités plus longues », cette annonce aurait pu entretenir l'espoir d'une amélioration de l'activité sans présager de tensions substantielles sur les taux et de ce fait susciter une hausse des actions. Il n'en a rien été.

Face à une dégradation importante des situations sanitaire et économique, dégradation qui paraît de plus en plus difficile à circonscrire, un soutien budgétaire supplémentaire était incontournable et donc largement anticipé par les marchés : ils ne se sont pas réjouis, mais ont digéré la nouvelle sans que les taux longs ne se tendent.

Ils ont même absorbé l'entretien accordé à Politico par le sénateur Bernie Sanders, qui prendra la tête de la Commission du Budget. Celui-ci s'est dit prêt à être aussi « agressif » que possible pour aider les démocrates et le président élu à mettre en œuvre leur programme, insistant sur la nécessité de soutenir les ménages à bas revenus et/ou directement exposés à la crise, avant de se consacrer à un plan d'infrastructures. Enfin, les actions américaines n'ont pas vraiment tremblé à la suite des déclarations du sénateur Ron Wyden qui a présenté le futur ordre du jour de la Commission des Finances (en charge des affaires fiscales) et qu'il va présider. La nouvelle majorité entend en effet présenter « rapidement » un projet de réforme fiscale notamment composé d'un « retour en arrière » sur les cadeaux fiscaux consentis aux sociétés en 2017 (réduction du taux d'imposition sur les sociétés de 35% à 21%), de hausses d'impôts sur les grandes entreprises et les contribuables les plus riches, d'une évolution de la fiscalité des plus-values mobilières.

Zone euro

Zone euro : baisse du taux d'épargne et remontée des profits au T3 2020

L'énorme épargne cumulée par les ménages durant le premier confinement au printemps a été en partie résorbée au T3 2020 avec la reprise de l'activité et de la consommation. Le revenu disponible des ménages a rebondi (+ 3,9% en valeur sur le trimestre, après -3,3%), soutenu par la reprise de l'emploi (+1%, après -3%) et des heures travaillées (+14,8%, après -13,6%). La croissance des dépenses de consommation des ménages a été bien plus soutenue (+15,1% en valeur sur le trimestre, après -13,1%), engendrant une baisse du taux d'épargne à 17,3% du revenu disponible, après 24,6% au T2 2021. Le taux d'épargne reste encore très supérieur à son niveau d'avant-crise (+4,9 points) et se situe à son deuxième niveau le plus élevé depuis 1999.

La croissance de l'investissement des ménages a aussi été très dynamique (+13,9% sur le trimestre, après -12,5%), bien que le taux d'investissement (8,8%, après 7,9% au T2) n'ait pas retrouvé son niveau d'avant-crise de 9%. Cette hausse n'a pas empêché une nouvelle augmentation de la capacité de financement à 9% du revenu disponible (après 7,8% au T2). Cette épargne financière a alimenté les actifs liquides et une nouvelle remontée des dépôts. Les flux de crédit aux ménages ont continué à croître au rythme de 3% par an, contribuant à une nouvelle augmentation de la dette à 61,6% du PIB (après 57,7% au T2). La richesse nette a néanmoins encore augmenté grâce à l'accélération de la croissance des actifs non financiers.

La forte reprise de l'activité dont témoigne la croissance de la valeur ajoutée produite par les sociétés non financières au rythme de 14,5% s'accompagne d'un rebond des rémunérations et des impôts sur la production (+13,4%, après -15,3%) et permet une augmentation du taux de profit (à 39,6%, après 39%) qui reste néanmoins encore inférieur à son niveau d'avant-crise (39,8%).

La récupération de l'investissement des SNF est partielle (+14,9%, après -20,9% au T2) et laisse le taux d'investissement (23,3%, après 23,2% au T2) bien en deçà de son niveau d'avant-crise (25,7%).

L'épargne financière des entreprises a donc continué d'augmenter (1% de la valeur ajoutée, après 0,4% au T2) et se reverse principalement dans les dépôts et autres actifs liquides, dont la part dans la valeur ajoutée passe de 44,7% au T2 à 56,6%. Entretemps, la hausse de l'endettement se poursuit avec des flux de crédit en accélération (+6,3% sur un an au T3, après 6,1%). Le niveau de la dette des SNF sur le PIB poursuit sa remontée à 84,3%, contre 79,2% un an auparavant.

La levée des contraintes sur la mobilité à l'été a permis aux personnes qui avaient été temporairement absentes du travail de reprendre leur activité et à celles qui ne pouvaient pas chercher du travail ou qui n'étaient pas disponibles pour travailler de retourner sur le marché du travail. Le nombre de personnes absentes du travail (mises à pied temporairement) a retrouvé son niveau d'avant la crise (14,4% du total des personnes employées en France, après 27,1% au T2 ; 7% en Italie, après 24,5% et 11,9% en Espagne, après 27,1%). Aussi la sous-utilisation de main-d'œuvre a diminué passant de 16,4% de la population active (au sens large, comprenant donc ces capacités excédentaires) à 16,2% dans la zone euro, mais elle reste très élevée par rapport à son niveau d'avant-crise (14,6%). La sous-utilisation est en baisse en Allemagne (à 8,9%) et en Italie (à 22,4%). En revanche, elle continue d'augmenter en France (à 16,5%) et en Espagne (à 25,9%). Ce sont principalement les personnes qui étaient disponibles pour travailler, mais qui ne cherchaient plus, qui sont revenues sur le marché du travail. Leur nombre a beaucoup diminué en Italie et en France retrouvant presque le niveau d'avant la crise. En revanche, le nombre des travailleurs à temps partiel sous-employés qui n'avait pas beaucoup augmenté au printemps a peu baissé dans la zone euro et a même augmenté en Italie et en Espagne. Ce retour sur le marché du travail s'est traduit par une remontée de l'emploi et des heures travaillées, mais aussi du chômage. Le taux de chômage (exprimé en pourcentage de la population active élargie) a augmenté de 7% au T2 2020 à 7,8% au T3 2020 dans la zone euro.

☑ Notre opinion – Les déséquilibres générés par le premier confinement au printemps se sont rapidement mais partiellement résorbés au cours de l'été. Les ménages présentent encore un excès d'épargne. Cette prudence se justifie par une sous-utilisation de la main-d'œuvre qui ne s'est que marginalement réduite et qui avec le retour sur le marché du travail se traduit par une remontée du taux de chômage. Les entreprises arrivent à restaurer leurs profits, mais maintiennent un comportement de forte prudence sur l'investissement. Les actifs liquides des ménages et des SNF ne cessent de s'accroître. Ces comportements prudents n'ont pu que se renforcer au T4 avec le deuxième confinement.

Zone euro : affaiblissement de la production industrielle en novembre

La production industrielle a augmenté de 2,5% sur le mois dans la zone euro en novembre, poursuivant le dynamisme du mois d'octobre (2,3%). Elle se situe à un niveau de 0,8% à peine inférieur à celui de février 2020 et laisse un fort acquis de croissance de 4,3% au T4 2020.

Le résultat positif pour la zone euro est néanmoins largement redevable de la performance exceptionnelle de la production en Irlande (+52,8% sur le mois), qui pour l'instant ne trouve pas d'explication claire outre que dans des problèmes de dessaisonnalisation dus à la crise de la Covid-19. Dans les

grandes économies de la zone, la production s'est repliée (-2,6% en France, -1,4% en Italie, -0,6% en Espagne), à l'exception de l'Allemagne où elle a néanmoins bien ralenti (+0,8%).

La production a été tirée principalement par la très forte accélération de l'activité dans les biens d'investissement et dans une moindre mesure par la production de biens intermédiaires. La production de biens de consommation en revanche est en repli (-1,4%) pour la première fois depuis le mois d'août.

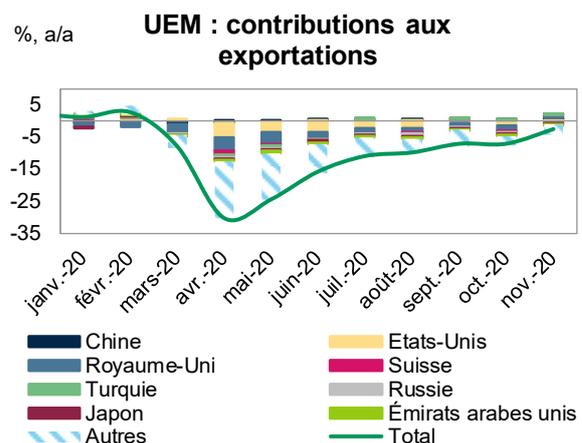
Notre opinion – Alors que l'activité globale reste résiliente en fin d'année malgré l'aggravation de la situation sanitaire, les dernières données d'activité dans la zone euro signalent un affaiblissement généralisé dans les grandes économies. La production industrielle se replie à l'exception de la production allemande et les ventes au détail sont aussi en baisse en novembre. Les réalisations des enquêtes PMI de décembre sont plus pessimistes que la première estimation. Néanmoins, cette faiblesse est moindre qu'anticipé et fait peser un risque haussier sur notre prévision de croissance du PIB de -3% au T4 2020. En revanche, les nouvelles mesures de restriction de la mobilité annoncées pour les mois de janvier et février dans plusieurs pays européens font peser un risque baissier sur notre prévision de croissance du PIB de +1,8% au T1 2021.

Zone euro : poursuite du redressement de la balance commerciale au mois de novembre

Les exportations de la zone euro ont atteint 189,8 Mds € au mois de novembre (données corrigées des variations saisonnières) après 186,1 Mds € en octobre. Il s'agit du septième mois consécutif de hausse, mais les exportations demeurent néanmoins inférieures de 2,6% à ce qu'elles étaient un an plus tôt. En parallèle, les importations ont également augmenté pour atteindre 164,7 Mds €, mais celles-ci affichent toujours une baisse de 6,2% sur un an. La balance commerciale de la zone euro s'établit à 25 Mds €, en progression de 29,2% en glissement annuel.

Cependant, les contributions aux exportations par pays retracent des situations diverses en fonction des partenaires. Ainsi, les exportations vers la Chine contribuent positivement aux exportations annuelles à hauteur de +0,8 point et celles vers le Royaume-Uni de +0,9 point. À l'inverse, les exportations vers les États-Unis contribuent négativement pour -0,3 point à la variation annuelle des exportations en novembre. Toutefois, c'est l'ensemble des autres petits partenaires commerciaux de la zone

qui pèsent le plus (-3,5 points) sur les échanges totaux. Parmi les produits les plus durement impactés, ce sont surtout les machines et matériels de transport, les produits manufacturés et les matériaux combustibles qui pèsent le plus sur les exportations de la zone.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le commerce extérieur de la zone euro poursuit son redressement au mois de novembre. Les exportations vers le Royaume-Uni se sont significativement relevées en préparation du Brexit. Le regain de contaminations à la Covid-19 durant la période hivernale un peu partout dans le monde risque de mettre à mal cette reprise du commerce mondial. La mise en place effective du Brexit viendra potentiellement elle aussi accroître le risque baissier d'une détérioration des échanges et brider la croissance de la zone.

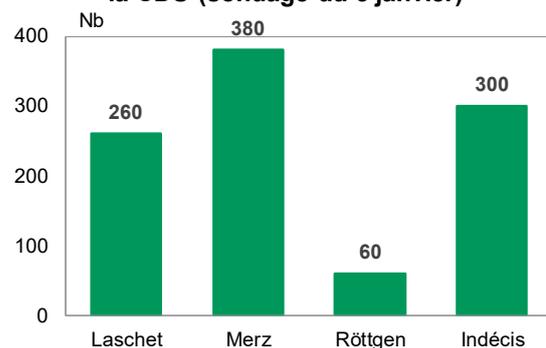
 **Allemagne : enjeux et avenir de la gouvernance du parti conservateur**

Après la démission de Annegret Kramp-Karrenbauer de son poste de leader de l'Union chrétienne-démocrate en février dernier, l'élection pour sa succession a dû être reportée à plusieurs reprises en raison de la crise épidémique. Celle-ci se déroulera finalement à l'issue de deux journées de conférences numériques organisées les 15 et 16 janvier. Les 1 001 délégués du parti devront voter à distance pour décider lequel des trois candidats en lice (Friedrich Merz, Armin Laschet et Norbert Röttgen) sera le plus à même de diriger le parti. Le vainqueur désigné sera potentiellement le candidat des conservateurs à la chancellerie lors des prochaines législatives fédérales du 26 septembre prochain. Friedrich Merz, un ancien chef de groupe parlementaire de la CDU devenu homme d'affaires, incarne l'aile droite de ce renouveau, avec un discours économique libéral en faveur des entrepreneurs, notamment en privilégiant une baisse de la fiscalité des entreprises. Il se distingue surtout de ses concurrents sur la question migratoire, en critiquant vertement la décision de la chancelière d'accueillir près d'un million de migrants en 2015-2016 et plaide pour une immigration plus strictement encadrée. Il est également partisan d'une réforme du système de retraite des piliers deux (retraite complémentaire entreprise) et trois (prévoyance individuelle) et d'une maîtrise plus rigoureuse des dépenses publiques. Son objectif de faire pencher le parti davantage sur son bord droit afin de récupérer des électeurs de l'extrême-droite suscite le scepticisme d'une partie des délégués de la CDU. Le risque étant de perdre davantage d'électeurs centristes au profit des Verts et du SPD qu'il n'en gagnerait avec l'Afd. Si monsieur Merz satisfait la base électorale de la CDU, il est en revanche jugé trop clivant pour rassembler l'ensemble des composantes du parti conservateur, notamment la frange centriste qui a fait le succès de la chancelière Merkel. Armin Laschet, le ministre président de la Rhénanie-du-Nord-Westphalie, se présente comme étant le candidat de la continuité *post-Merkel*, garant de la cohésion de la CDU et de l'orientation centriste du parti. Il s'approprie le bilan économique favorable des dernières années et met en avant sa bonne gestion régionale de la crise sanitaire actuelle. Les sondages lui confèrent un retard par rapport à F. Merz, mais les intentions de vote en sa faveur progressent fortement ces dernières semaines. Le troisième candidat est Norbert Röttgen, le président de la commission des affaires étrangères au Bundestag. Il séduit essentiellement les jeunes militants du parti, avec un discours résolument tourné vers les

défis de la mondialisation, l'écologie et le numérique. Il est principalement connu pour ses prises de position virulentes vis-à-vis de la Chine et de sa politique agressive d'investissement en Europe.

Les sondages intégrant l'ensemble des sympathisants de la CDU soulignent des estimations serrées avec une légère avance de M. Merz à 29%, talonné de près par M. Laschet et M. Röttgen, tous deux à 25% des intentions de vote. Les sondages effectués auprès des délégués du parti indiquent en revanche une issue plus incertaine avec M. Merz encore en tête des sondages avec 380 voix suivi de M. Laschet avec 260 voix et de M. Röttgen à 60 voix. Toutefois, le nombre de délégués se déclarant indécis demeure extrêmement élevé (300 voix) et ce sont eux qui changeront inéluctablement la donne de ces élections. Si aucun des candidats n'obtient la majorité absolue des voix lors du premier vote, un deuxième tour devrait alors les départager définitivement. Toutefois, si le parti de la CDU obtient à l'issue de cette élection un nouveau chef de file, il devra néanmoins s'attendre à des négociations serrées au printemps prochain avec son allié bavarois de la CSU, Markus Söder, très haut placé dans les sondages pour les législatives fédérales qui détermineront le nouveau chancelier allemand. Pour l'heure, le dernier mandat de Merkel a renforcé le poids des conservateurs dans les sondages, tandis que le SPD a considérablement perdu de sa notoriété au profit des Verts qui prennent la place de deuxième force politique du pays. Le prochain candidat conservateur à la chancellerie, quel qu'il soit, devra intégrer dans ses ambitions l'option d'une alliance avec les Verts qui sera déterminante pour l'élaboration d'un futur gouvernement.

Intentions de vote des délégués de la CDU (sondage du 3 janvier)



Sources : The European, Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – Les candidats à la présidence de la CDU proposent soit une transition en douceur, soit un changement de cap plus radical de l'orientation politique du camp conservateur. Ce choix crucial entre bouleversement et continuité sera tranché ce week-end, mais ne garantit pas pour autant un blanc-seing pour la chancellerie. Il faudra encore obtenir l'assentiment de la CSU et de son leader Markus Söder. Enfin, l'éventualité de plus en plus probable d'une coalition Noirs/Verts viendra elle aussi influencer ces choix décisifs. Le prochain chancelier devra relever de nombreux défis majeurs : investir massivement dans les

changements technologiques afin de conserver la place de première puissance économique européenne, rendre son plus pays plus attractif à l'immigration pour combler son déficit des naissances et enfin prendre une part plus significative dans la question de la défense et de la sécurité européenne.

Italie : le bingo du Sénat

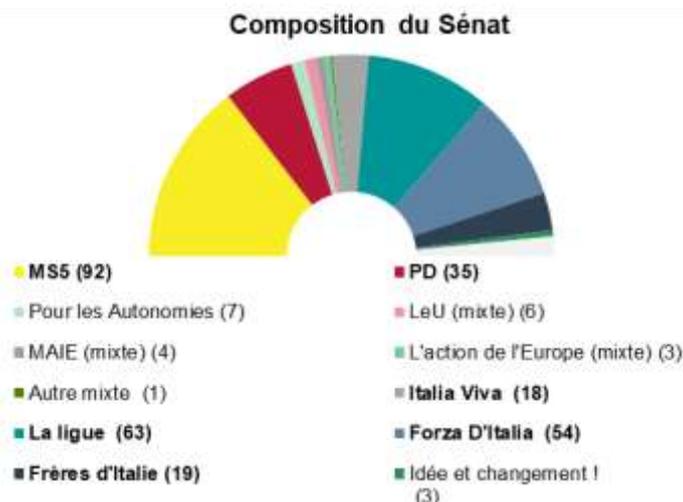
La démission des deux ministres et du secrétaire d'État d'*Italia Viva* a officiellement déclenché la crise du gouvernement et pourrait se solder par la fin du Conte bis (gouvernement issu de la majorité PD, M5S et *Italia Viva*). Au lendemain des déclarations de Matteo Renzi, annonçant le retrait de son parti du gouvernement, le Premier ministre faisait face à plusieurs options : se présenter devant les chambres, poursuivre les négociations avec les *renzistes* ou bien démissionner. Il semblerait qu'il se soit dirigé vers le choix d'une majorité « responsable » pour faire durer la législature. Cette option avait été évoquée, mais ne semblait pas privilégiée bien que des rumeurs sur les comptages et les tractations avec différents sénateurs avaient fuité en début de semaine. Elle avait été jugé trop fragile par le président Sergio Mattarella. Mais après que le lien avec *Italia Viva* semble avoir bel et bien été coupé, c'est un risque que le président du Conseil a décidé de prendre. Avec la défection d'*Italia Viva*, Giuseppe Conte devra, pour obtenir une courte majorité numérique, s'appuyer sur le soutien de sénateurs dits « responsables ».

Au Sénat le gouvernement Conte bis bénéficie actuellement du soutien de la majorité avec 92 sénateurs MS5, 35 sénateurs du Pd (35), 5 de Leu (5), 6 des Autonomies (6), neuf sénateurs du groupe mixte, soit un total de 165 voix si l'on prend

en compte *Italia Viva*. Ce décompte ne prend pas en compte les sénateurs à vie. Avec la sortie du parti de Matteo Renzi, la coalition se retrouve sous le seuil de la majorité avec 147 voix. Si l'on compte les sénateurs à vie, Mario Monti et Elena Cattaneo, qui ont jusqu'à présent soutenu le second gouvernement Conte, le total est de 149. Giuseppe Conte doit donc obtenir 14 voix pour atteindre 161 voix (ou 12 si l'on compte Monti et Cattaneo) et former une majorité.

Afin de consolider cette majorité, les sénateurs « responsables » pourraient prendre la forme d'un quatrième groupe parlementaire si leur nombre est supérieur à 10, une liste de soutien à Giuseppe Conte. Parmi ceux qui sont pressentis, les groupes dits mixtes, notamment avec les sénateurs de l'étranger, pourraient apporter leur appui au chef du gouvernement, mais également certains anciens sénateurs du cinq étoiles bannis du parti. G Conte pourrait trouver des appuis au sein de *Forza Italia*, mais aussi de membres d'*Italia Viva* désolidarisés de la ligne de Matteo Renzi.

Le président du Conseil se donne jusqu'à lundi pour se présenter devant les chambres. Il demandera la confiance de l'assemblée en début de semaine et se présentera au *Palazzo Madama* mardi matin pour obtenir celle du Sénat.



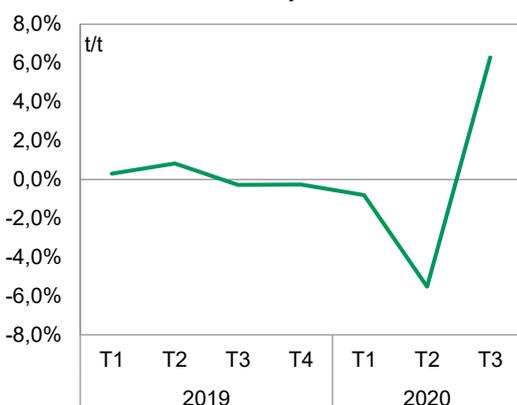
Notre opinion – Le Premier ministre semble faire tout ce qui est en son pouvoir pour « parlementariser » la crise et sauver son gouvernement. Une courte majorité au sénat lui permettra certes de maintenir en vie la législature, mais s'appuyer sur un petit groupe de sénateurs hétérogène pour gouverner se révélera compliqué. S'il échoue, il est possible que des élections soient appelées en juin. Des élections dont personne ne semble vouloir, ni la majorité actuelle avec un M5S qui perdrait près de la moitié de ses représentants, ni le centre-droit qui fait bloc, mais souhaite que la crise se règle au Parlement.

Italie : des agents mieux préparés à la deuxième vague épidémique qui n'en reste pas moins compliquée

Alors que les conséquences de la deuxième vague sur l'activité se précisent, la publication des comptes des secteurs institutionnels éclaire davantage la situation des agents économiques à la sortie du rebond du troisième trimestre.

Ainsi, la forte croissance du troisième trimestre s'est aussi traduite par une augmentation du revenu disponible des ménages qui a crû de 6,8% d'un trimestre sur l'autre, après une baisse revue à 5,5% au deuxième trimestre. Malgré, la hausse des dépenses de consommation finale de 12,1%, l'épargne n'a que faiblement baissé passant d'un pic de 19% à 14,6%, soit 4,4 points de pourcentage en moins. Parallèlement, le taux de d'investissement des ménages a augmenté passant de 4,9 % à 6%. Au regard des fortes performances de l'activité, la récupération du revenu des ménages était attendue, mais elle a néanmoins surpris par sa vigueur. **En effet, après une baisse de 6,6% par rapport au niveau d'avant-crise durant le premier confinement (T2), le niveau du revenu disponible n'est inférieur que de 0,8% à celui du quatrième trimestre 2019.** Plusieurs facteurs permettent d'expliquer ce rebond. Premièrement, les mesures de soutien à l'emploi ont permis de limiter l'impact de la baisse des revenus sur les ménages. Le détail des comptes montre, en effet, que tandis que les revenus primaires en valeur ont diminué de 8,8% au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019, **la baisse du revenu disponible brut a été beaucoup moins forte sur la période (-3,8%) et a été compensée en grande partie par la croissance des transferts sociaux nets (+60,3% et une contribution de 5,1 points de pourcentage au revenu disponible).** Deuxièmement, le redémarrage de l'activité s'est également traduit par une hausse substantielle des heures travaillées qui ont augmenté de 21% par rapport au trimestre précédent. Cette reprise s'est accompagnée d'une hausse des revenus de 12% dans un contexte d'inflation toujours faible.

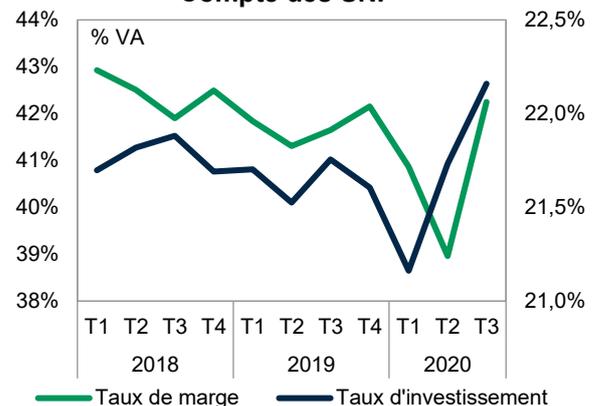
Revenu disponible brut



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Du côté des entreprises, la croissance de la valeur ajoutée a été plus forte que celles des rémunérations et a permis **une amélioration du taux de marge des sociétés non financière de 3,2 points, passant de 39% au T2 à 42,2%.** Le taux d'investissement des sociétés non financières a quant à lui crû de 0,5 point de pourcentage, à 22,2%.

Compte des SNF

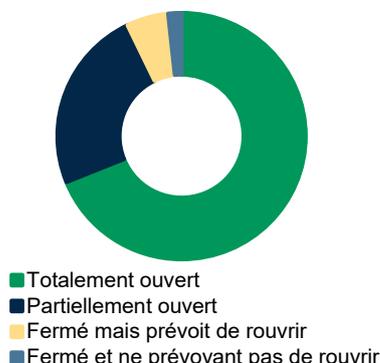


Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

L'amélioration de la situation des agents après les difficultés rencontrées au cours du premier semestre leur a permis de faire face à la deuxième vague épidémique dans de meilleures dispositions. L'enquête de l'Istat sur les entreprises pendant la situation sanitaire montre que, contrairement à la première période de confinement, l'approche différenciée sur le territoire, avec des confinements allant de partiel à total, a favorisé la poursuite d'une partie de l'activité. **En effet, alors que 48% des entreprises était déclarées inactives pendant le premier confinement, elles sont 68,9% à rester actives pendant la deuxième phase de restrictions.** En outre, 23,9% d'entre elles rapportent une activité partielle (exerçant leurs activités dans des conditions limitées en termes d'espace, d'heures et d'accès des clients). **Sur les 73 000 entreprises déclarées fermées (7,2% de l'échantillon et 4,0% de l'emploi), 85% sont des micro-entreprises qui se concentrent dans le secteur des services non commerciaux.** Les activités directement touchées par les restrictions sont les plus nombreuses à déclarer une fermeture, voire une activité partielle. Elles se concentrent dans les activités sportives et de divertissement (77,9% fermées ou en activité partielle), suivies par les services d'hébergement et d'hôtellerie, les casinos et la restauration (84,9% fermés ou en activité partielle) et le commerce de détail (3,1% fermés et 15% en activité partielle). Ces secteurs sont également plus importants à rapporter une baisse de leurs chiffres d'affaires entre juin et octobre. Les activités de tourisme sont les plus touchées avec près de 43,5% des entreprises dans l'hôtellerie qui déclarent ne pas avoir de chiffre d'affaires ou une diminution de plus de 50% de leur

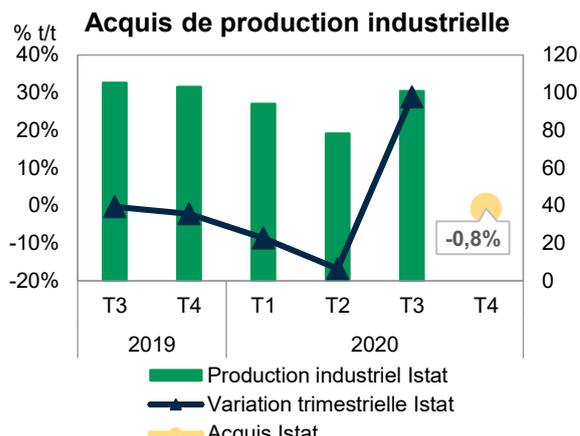
CA. La restauration se montre plus résiliente avec 26,7% des entreprises n'enregistrant aucun chiffre d'affaires ou une réduction de plus de 50% et 56,3% entre 10 et 50%.

Effet du deuxième confinement sur les entreprises



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Les activités industrielles semblent avoir mieux résisté. En effet, 13% des entreprises interrogées ont enregistré des pertes de plus 50% entre juin et octobre et plus de 80% des entreprises industrielles sont restées actives en novembre. Ces données expliquent en grande partie le comportement de la production industrielle durant la deuxième vague qui s'est avéré plus résilient que lors du premier confinement. **Après avoir crû en octobre de 1,4%, l'indice de production industrielle a baissé de 1,4% d'un mois sur l'autre en novembre.** L'ensemble des secteurs, à l'exception des biens intermédiaires (+0,2%), sont concernés par cette baisse, mais elle reste plus marquée sur les biens de consommation (-4,0%) et l'énergie (-3,6%). L'acquis de croissance laissé au troisième trimestre est légèrement négatif à 0,8%. En glissement annuel, la production est inférieure de 4,2%. La récupération du T3 a été en partie annulée par l'atténuation de la reprise à partir de septembre. Après avoir quasiment rattrapé son niveau d'avant-crise en août, la production industrielle se situe en novembre à -4,7% de son niveau de janvier 2020.



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A.

Conséquences directes de la fermeture des commerces de détail dans les zones rouge et orange, **l'indice des ventes au détail s'est contracté de 6,9% en valeur et de 7,4% en volume en novembre.** Tout comme au premier confinement, on observe une hausse des ventes de produits alimentaires (+1,0% en valeur et en volume) et une baisse des produits non alimentaires en valeur et en volume de respectivement de 13,2% et 13,5%. En glissement annuel, les ventes au détail ont diminué de 8,1% en valeur et de 8,4% en volume, plombées par les ventes de produits non alimentaires (-15,1% en valeur et en volume). À l'exception des équipements informatiques, des télécommunications et de la téléphonie (+28,7%) et des outils et matériels ménagers (+2,0%), presque tous les groupes de produits non alimentaires ont enregistré une baisse. Elle reste plus marquée dans les produits liés à l'habillement et aux loisirs avec -45,8% pour les chaussures, les articles en cuir et les articles de voyage et (-37,7%) l'habillement et les fourrures. **Le commerce électronique continue à tirer son épingle du jeu, avec une hausse des ventes en ligne +50,2%.** Les petites structures sont, quant à elles, plus impactées que les grandes surfaces avec -12,5% pour les premières et -8,3% pour les secondes.

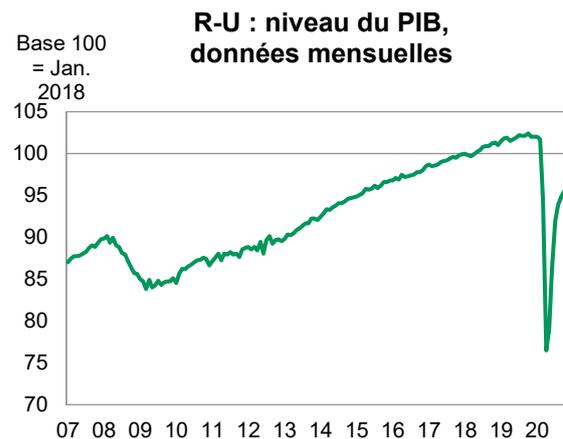
Royaume-Uni

Royaume-Uni : chute moins forte que prévu du PIB en novembre

La fermeture des commerces et activités non-essentiels en novembre en Angleterre et le resserrement de mesures de distanciation sociales dans les autres nations constitutives du Royaume-Uni ont provoqué une baisse du PIB de 2,6% sur le mois, a révélé l'ONS cette semaine. Cette baisse est moins prononcée qu'anticipé avec un consensus Reuters tablant sur -5,7% et surtout, nettement moins forte que le recul du PIB lors du premier confinement de la population en avril dernier, lorsque l'activité s'était effondrée de près de 19% sur le mois. L'écart s'explique par le maintien des écoles ouvertes, la poursuite de l'activité dans l'industrie et la construction et l'adaptation des entreprises aux nouvelles conditions. Ce sont évidemment les services (-3,4% sur le mois) qui ont contribué le plus à la baisse du PIB, tandis que l'industrie est presque stable (-0,1%) et la constriction progresse (+1,9%).

Le PIB se situe 8,5% sous son niveau de février. Le secteur des services et la production industrielle affichent une chute de 9,9% et 4,7% respectivement, tandis que la construction vient tout juste de récupérer sa perte et se situe 0,6% au-dessus de son niveau de février. Au sein des services, ce sont sans surprise les secteurs de la distribution, de la

restauration, des arts et des loisirs qui contribuent le plus à la baisse, même si aucun des sous-secteurs tertiaires ne s'en sort en territoire positif sur le mois. Au sein de l'industrie, la poursuite de l'expansion de la production manufacturière (0,7% en novembre, après six mois consécutifs de hausses) compense les baisses dans les autres sous-secteurs, par nature plus volatiles.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – *Quelles implications pour la croissance au quatrième trimestre ? L'acquis de croissance pour le quatrième trimestre (taux de croissance trimestriel du PIB sous l'hypothèse d'une variation nulle en décembre) est légèrement positif (+0,3%). Cela implique des risques haussiers sur notre prévision de croissance (-2% sur le trimestre) qui nécessiterait une chute de l'activité de près de 7% en décembre pour se réaliser, ce qui nous paraît trop pessimiste.*

En décembre, plusieurs facteurs rentrent en jeu aux effets mutuellement compensatoires :

- 1** - *Les modifications au cours du mois des règles de distanciation sociales (relâchement au début du mois suivi par un resserrement à la fin).*
- 2** - *L'accélération des préparatifs des entreprises en vue de la fin de la période de transition (ayant pour effet de booster la demande, la constitution de stocks et la production dans l'industrie).*
- 3** - *Les fermetures temporaires des frontières de nombreux pays avec le Royaume-Uni après la découverte du nouveau variant du virus, dont l'arrêt du fret pour 48 heures de la part de la France.*

Au début du mois, le « national lockdown » en Angleterre avait pris fin, laissant espérer un léger rebond de la consommation des ménages. Léger parce qu'une part importante du pays était soumise au niveau le plus fort d'alerte (Tier 3, avant de passer à Tier 4 le 26 décembre impliquant une nouvelle fermeture des activités non-essentiels). Les enquêtes BICS de l'ONS sur la période du 14 au 27 décembre n'indiquent, en effet, qu'une amélioration minimale dans les affaires des entreprises : 42% des entreprises qui fonctionnent signalent que leur turnover se situait en-deçà de la normale pour un mois de décembre, contre 45% au mois de novembre. Dans la même direction, les PMI de décembre (PMI services à 49,4, après 47,6 en novembre) suggéraient une poursuite de la contraction dans les services en décembre, mais à un rythme moins prononcé.

Dans l'industrie en revanche, une hausse de la demande de biens et un mouvement important de restockage en amont du Brexit ont dû provoquer une accélération de la production. Ils ont dû aussi occasionner une forte hausse des importations (et dans une moindre mesure des exportations), avant que la fermeture des frontières ne vienne freiner brusquement les flux des marchandises.

Somme toute, la contribution du commerce extérieur devrait être fortement négative au quatrième trimestre, compensant pour une hausse des stocks et un léger rebond de la demande intérieure. Nous anticipons toujours une contraction du PIB sur l'ensemble du trimestre, quoiqu'elle devrait être relativement contenue.

États-Unis

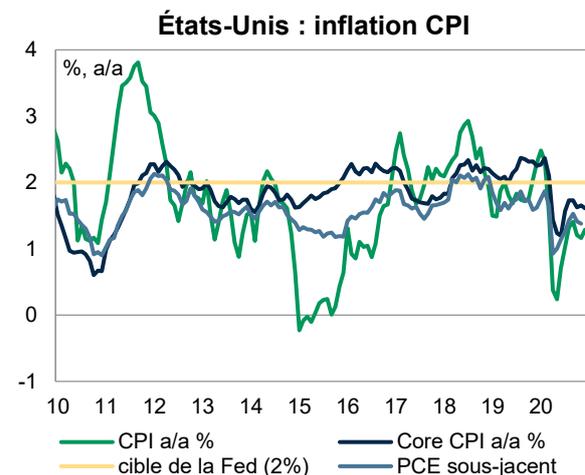
👉 États-Unis : l'inflation CPI reste sage et la Fed « délibérément vague »

L'inflation CPI (indice des prix à la consommation) a accéléré au mois de décembre avec un rebond des prix de 0,4% sur le mois (en ligne avec les anticipations), après 0,2% en novembre. La variation sur un an de l'indice passe de 1,2% à 1,4%. Cette accélération semble due aux composantes non sous-jacentes de l'indice, à savoir les prix de l'énergie et les produits alimentaires :

- ✓ L'indice de l'énergie augmente pour le quatrième mois consécutif (+4% sur le mois). En effet, en décembre, les prix du gaz ont rebondi de 8,4% et ceux de l'essence de 10%. L'inflation des prix de l'énergie reste toutefois négative à -7%, avec une baisse des prix de l'essence de 20% sur un an et de ceux du gaz de 15%.
- ✓ L'indice des prix des produits alimentaires enregistre un bond de 0,4% sur le mois de décembre, sa plus forte hausse depuis juin, ramenant son taux d'inflation à 3,9% (correspondant à la moyenne des trois derniers mois de 2020).

L'inflation sous-jacente mesurée par le core CPI (indice CPI hors biens alimentaires et énergie) est stable à 1,6%, avec une hausse de seulement 0,1%

sur le mois de l'indice correspondant (après +0,2% en novembre). Des hausses de prix de certains biens et services tels que les vêtements, l'assurance automobile, les nouveaux véhicules, les soins à la personne ont été compensées par des baisses des prix des automobiles d'occasion, des loisirs, des soins médicaux, des médicaments...



👍 Notre opinion – L'inflation américaine est restée sous la cible de 2% de la Réserve fédérale (Fed) depuis le mois de mars 2020. Nous anticipons une accélération rapide de l'inflation sous-jacente core CPI au printemps, en raison d'effets de base défavorables. Elle devrait atteindre 2,5% au deuxième trimestre, mais ce rebond devrait être temporaire et la mesure des prix devrait reculer de nouveau au second semestre vers 1,8%-1,9%.

Si en décembre le déflateur des dépenses de consommation de base core PCE, la mesure d'inflation préférée de la Fed, augmentait de 0,1% en ligne avec l'inflation CPI sous-jacente, son rythme de variation sur un an décélérerait à 1,2%-1,3% depuis 1,4% en novembre, s'enfonçant ainsi un peu plus sous la cible de la Fed. À court terme, l'inflation core PCE devrait dépasser 2% au deuxième trimestre, suivant le mouvement anticipé sur le core CPI, mais ce dépassement devrait également être temporaire et donc sans conséquence pour la conduite de la politique monétaire. La Fed ayant adopté en août dernier un cadrage flexible de poursuite d'une cible d'inflation moyenne (« flexible average inflation targeting »), un resserrement de la politique monétaire ne devrait être envisagé que si l'inflation dépasse dangereusement la cible de 2% durant une période prolongée et à condition que les conditions sur le marché du travail soient suffisamment tendues, donc pas avant longtemps.

L'économie américaine est encore en proie à la crise sanitaire avec une résurgence de la pandémie et de nouvelles restrictions pour la combattre. Mais celles-ci sont plus ciblées que lors du printemps 2020 et ont donc un impact moins sévère sur l'économie. La reprise continue, comme l'indique le Beige Book de la Fed de décembre, mais à un rythme ralenti et inégal selon les régions et les secteurs. L'emploi a baissé en décembre pour la première fois depuis avril avec 140 000 destructions nettes d'emplois dans les secteurs non-agricoles (après 336 000 créations nettes en novembre). Une baisse de près d'un demi-million d'emplois dans les secteurs des loisirs et de la restauration a été partiellement compensée par des créations d'emplois dans les services professionnels et aux entreprises, le commerce de détail et la construction. Le taux de chômage a été stable en décembre à 6,7%.

Pour l'instant la Fed semble confortable avec la tonalité de sa politique monétaire et notamment son récent guidage « amélioré » des anticipations sur les achats de titres. Introduit à la réunion du FOMC en décembre, ce guidage signale que les achats d'actifs vont se poursuivre au moins sur leur rythme actuel (soit 80 milliards de dollars par mois de titres d'État et de 40 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires d'agences), jusqu'à ce que « des progrès substantiels soient réalisés » en direction des objectifs d'emploi et d'inflation, une formulation « délibérément vague » afin de garder le maximum de flexibilité. Par ailleurs, les minutes de ce FOMC, publiées la semaine dernière, ont révélé que tous les membres du FOMC étaient d'avis que les achats d'actifs devaient se poursuivre « au moins au rythme actuel » et presque tous étaient favorables à leur composition actuelle, mais que certains étaient « ouverts à une repondération des achats de titres d'État vers des maturités plus longues ». Une extension de la maturité des titres achetés reste donc une possibilité en particulier au regard du resserrement des mesures de distanciation sociales au premier trimestre, mais une telle décision ne semble pas imminente.

Pays émergents

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Koweït : démission de ministres, mais régime politique stable

Plusieurs ministres ont présenté leur démission au Premier ministre le cheikh Sabah al Sabah qui doit de son côté recueillir l'accord de l'émir Nawaf al Sabah pour approuver leur départ. Ce mouvement gouvernemental est provoqué par une recrudescence des tensions politiques, assez récurrentes,

entre le Parlement et le gouvernement, mais qui se sont intensifiées depuis l'élection des nouveaux membres du Parlement en novembre. Les partis d'opposition ont gagné de nouveaux sièges dans cette assemblée qui met souvent en cause la politique gouvernementale.

☑ Notre opinion – L'opposition exécutif-législatif est permanente au Koweït et résulte en de très nombreux remaniements ministériels et de fréquentes dissolutions du Parlement. Chaque pouvoir dispose des moyens d'annihiler l'autre, d'où un blocage assez permanent du système politique et de la société. En temps normal d'aisance financière, ce système bizarre a des effets modérément négatifs sur l'économie, mais en période de crise il provoque un fort creusement des déficits et une absence totale de mise en place de réformes structurelles pour contenir les dérives financières dans la sphère publique. Il en résulte une progression du niveau d'endettement du souverain, phénomène qui a provoqué récemment une dégradation du rating par des agences de notation.

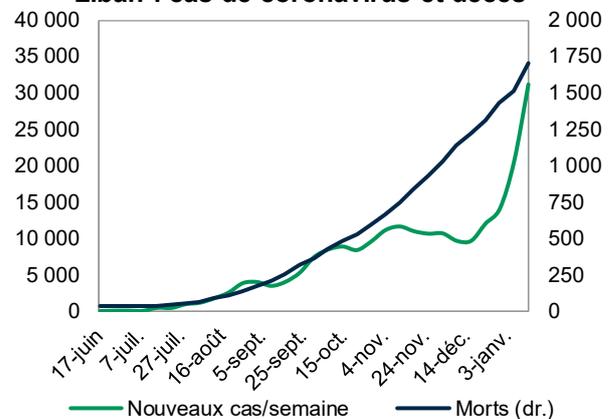
Liban : reconfinement total pour contenir la pandémie

Frappé par une crise politique, économique et financière sans précédent, le Liban fait aussi face depuis la mi-décembre à une évolution extrêmement défavorable du nombre de cas de personnes contaminées au coronavirus avec plus de 30 000 cas par semaine. Le pays compte désormais un total de 1 700 morts au 13 janvier, pour seulement 170 début septembre, une multiplication par dix du nombre de victimes de la pandémie. Afin de lutter contre l'explosion des contaminations et éviter une saturation des hôpitaux et du système de santé, le gouvernement a décidé de confiner totalement sa population pour dix jours consécutifs. Une campagne de vaccination devrait commencer dans les prochains mois.

Cette décision, nécessaire pour des raisons évidentes de santé publique, devrait toutefois avoir des conséquences sur l'économie. Après une contraction du PIB estimée à 25% pour 2020, en raison de la crise économique, le pays ne devrait pas sortir de

la récession cette année, celle-ci pourrait atteindre 2,5% faisant du Liban le seul pays de la région Moyen-Orient/Afrique du Nord à subir une troisième année consécutive de récession économique.

Liban : cas de coronavirus et décès



Sources : OMS, Crédit Agricole SA

☑ Notre opinion – Le blocage politique actuel avec un gouvernement démissionnaire et une nouvelle équipe qui tarde à voir le jour sous l'autorité de Saad Hariri, ancien Premier ministre renommé à ce poste par le président Aoun, est un handicap certain pour redresser l'économie. Malgré les initiatives françaises, les tensions politiques internes et l'absence de consensus sur le règlement de la dette gèlent les discussions avec le FMI et les créanciers internationaux. La paupérisation de la population est rapide : l'inflation a atteint 130% en novembre, nourrie par une spirale de très forte dépréciation du change. De 94% en 2020, l'inflation devrait rester élevée à 50% en 2021. Les pénuries commencent à frapper les plus pauvres et le risque d'instabilité sociale s'accroît.

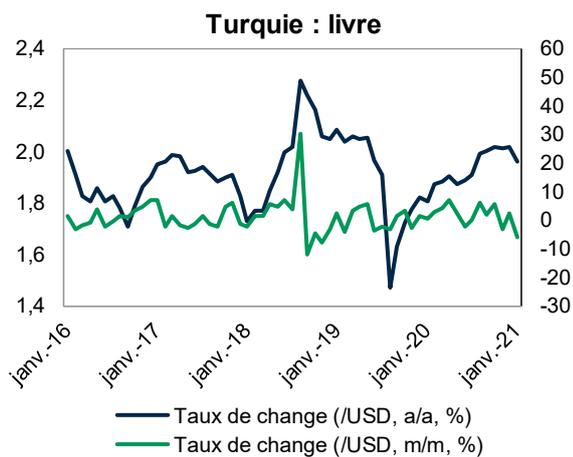
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Turquie : un jeu déjà ancien, le ballet en trois temps

Les crises révèlent le fond des individus comme des pays. Jusqu'à présent, beaucoup de choses en Turquie ont été conformes à ce qui est assez habituel dans ce pays, mais qui surprend néanmoins à chaque fois les marchés. Car ce qui est habituel en Turquie ne l'est pas ailleurs... Enfin bref !

La crise...

En résumé : l'automne a été marqué par la menace d'un risque de liquidité lié à l'épuisement des réserves de la Banque centrale, au point que les agences de notation alertent très clairement sur le risque d'une crise de la balance des paiements. Dans toutes les institutions financières, cela pèse sur le *rating* de ce pays. En effet, quelles que soient les performances de croissance, il faut rappeler à nouveau et sans cesse ce qu'est un *rating* souverain : « juste » une notation de la probabilité de défaut d'un État et des entités sous garantie de cet État. À ce titre, les alertes sur le risque de liquidité priment donc sur toutes les autres variables macro-économiques.



L'alerte confiance est d'autant plus forte que la Turquie offre un bilan géopolitique qui inquiète les investisseurs. Tensions en Méditerranée et montée au créneau sur le conflit du Karabakh, l'acteur turc affiche sans relâche des ambitions internationales élargies, mais aussi une forme de « splendide isolement » qui n'est pas sans conséquence sur la crise financière : ce n'est pas le FMI qui va aider Ankara à ce jour. Cela dit, les entreprises turques savent gérer leur risque de change et de liquidité, ce qui explique que ce pays vive de tels yoyos sans plus de risque systémique. De plus, la dette de l'État est gérable.

... La réaction...

Mais la Turquie, en dernière minute, réagit (en cela, c'est également conforme au *timing* des deux crises de change précédentes, que l'on a parfois oublié : « en dernière minute, la Turquie réagit... »). Des têtes tombent et la Banque centrale embraye sur une politique monétaire plus rigoureuse, mais aussi plus transparente qui redonne un semblant de confiance à court terme à un marché néanmoins échaudé. Jusqu'à présent, cela semble tenir, même s'il va falloir du temps pour retrouver un niveau de réserves correct. Cela dit, la politique monétaire a été décalée par rapport aux autres pays avec cette crise. De plus, le niveau des taux peut donc paradoxalement attirer les investisseurs internationaux dans les mois qui viennent. Coup de chance pour un mauvais élève du risque pays...

... Et le modèle d'économie « souple »

Depuis cette alerte monétaire, c'est l'économie réelle qui prend le relais et qui impacte donc plus favorablement les anticipations. En effet, les chiffres de novembre sont bons ; il va sans doute falloir encore réviser la croissance 2020 vers le haut et vers le positif. En rythme annuel, la production industrielle augmente de 11%, et les taux d'utilisation s'élevèrent aussi. La production est tirée surtout par les biens intermédiaires, mais aussi par les véhicules de transport. En décembre, quelques indicateurs d'activité s'infléchissent un peu à la baisse – reprise de la Covid et de semi-confinement obligent – notamment le PMI et la consommation d'électricité. Mais en janvier, le bilan sanitaire se réoriente correctement et l'activité devrait être maintenue.

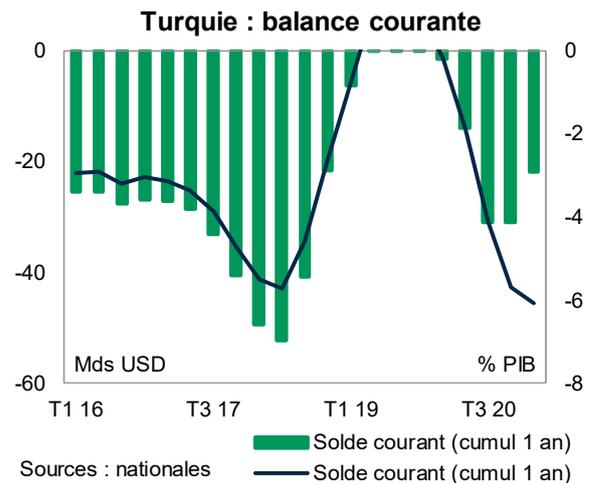
Cette reprise rapide de l'économie réelle est intéressante et habituelle : elle tient à la fois de la structure de l'économie turque – beaucoup de PME très réactives notamment sur les marchés d'exportation + un profil produits/pays des exportations qui bénéficie vite de la compétitivité prix quand le change se dévalue + une population jeune – mais aussi à la politique de stimulation de la demande et du crédit qui a été menée.

Bilan paradoxal donc : la politique choisie a certes conduit à la crise de liquidité mais aussi à la reprise de la croissance ... et de l'inflation ! Car le rythme de hausse des prix est trop élevé, à 14,6% en rythme annuel en décembre, ce qui va aussi peser sur la politique de la Banque centrale.

À surveiller : les prix et les comptes extérieurs

La poussée des prix n'est d'ailleurs pas près de s'éteindre, entretenue à la fois par les prix alimentaires, des pressions sur les coûts, la hausse du prix du pétrole, et au final une inflation sous-jacente et des anticipations qui restent élevées. Quant aux échanges extérieurs, le solde courant souffre évidemment de la contraction des services (tourisme) et de la hausse actuelle des prix de l'énergie (le pays dépend de ses importations pour son approvisionnement).

Les comptes extérieurs sont bien sûr à surveiller (un déficit courant attendu sur l'année de l'ordre de 38/39 milliards de dollars), de même que la qualité des actifs bancaires.



Notre opinion – *La Turquie est au milieu du gué, mais en train de remonter la pente... Quelque chose comme cela ! Nous sommes sortis du passage « crise de liquidité » et la Banque centrale essaie de retrouver de la crédibilité. L'économie rebondit assez fort et l'inflation, sans surprise, est trop élevée. Il va donc falloir stabiliser tout cela en douceur et surtout, une confiance à plus long terme ne reviendra pas sans d'autres réformes structurelles. Là, c'est une rengaine que l'on connaît, qui pèse d'ailleurs sur le niveau traditionnellement bas des investissements directs étrangers et qui n'est pas près de s'améliorer. À notre avis en tout cas. Or, c'est bien sûr le niveau de croissance potentielle qui est alors en jeu.*

Amérique latine

Mexique : au-delà des chiffres « purs », la gouvernance

La presse continue de s'inquiéter des déclarations du président AMLO à l'encontre des « organismes de réglementation autonomes » avant la présentation officielle de la réforme visant à fusionner certaines de ces entités au niveau du gouvernement fédéral. Si le rôle et l'indépendance des plus importantes d'entre elles (dont celles chargées, par

exemple, de la surveillance antitrust, de la régulation des télécommunications, de la transparence) sont inscrits dans la Constitution mexicaine et difficilement modifiables (surtout au Sénat où la coalition n'a pas de majorité qualifiée), ces critiques répétées sont néanmoins malvenues.

Notre opinion – *Outre la « reprise en main » résolue du secteur de l'énergie, les coups portés aux institutions semblent plus fréquents ou les interférences entre politique et économie se multiplient. Ils ne sont pas tous le fait du président lui-même, mais contribuent à altérer la gouvernance (et la perception de celle-ci). Début décembre, le Sénat mexicain avait ainsi approuvé un amendement susceptible de modifier la loi qui régit la Banque centrale (obligation d'acheter des liquidités « excédentaires » en devises étrangères que les banques nationales ne peuvent pas placer auprès de leurs correspondants à l'étranger). Le projet de loi a été envoyé à la Chambre des députés pour approbation. Approuvée en l'état, la réforme constituerait une atteinte à l'autonomie de la Banque centrale dont les responsables s'étaient inquiétés, indiquant qu'une telle disposition interférerait avec son mandat et pouvait compromettre la capacité de la banque à gérer les réserves internationales. Moody's (Mexique, Baa1 négatif) s'en était alarmé¹ : jugeant la qualité institutionnelle du Mexique faible par rapport à ses pairs (faiblesse de l'État de droit et du contrôle de la corruption), mais compensée partiellement une Banque centrale indépendante et la qualité relativement solide de la réglementation financière, la mise en cause de l'autonomie de la Banque centrale saperait la pierre angulaire de la stabilité macro-économique, une force-clé du profil de crédit du souverain mexicain.*

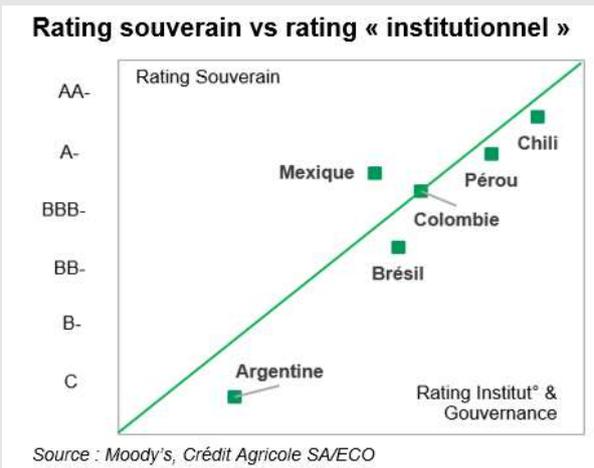
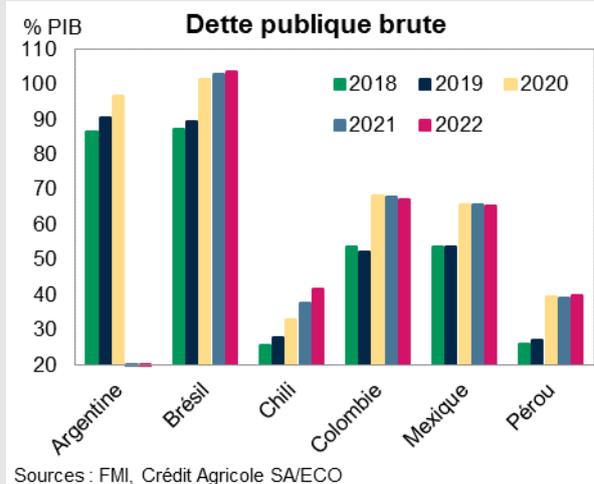
¹ Moody's, "Government of Mexico - Proposed law would undermine central bank's independence and raise money laundering risks, a credit negative", 14 décembre 2020. Moody's notait alors que l'Asociacion de Bancos de Mexico estimait que le projet de la loi comportait « des risques élevés et inutiles à la stabilité du système financier national » et avait exhorté les membres du Congrès à entamer un dialogue avec les experts financiers et la Banque centrale pour trouver un terrain d'entente. Même si elle était approuvée par la Chambre des députés, la loi pourrait finalement être annulée par la Cour suprême de justice. Moody's considérait néanmoins que son approbation éventuelle sous une forme modifiée ne pouvait être exclue.

Par ailleurs, sans grande surprise, les perspectives de Moody's² sur la solvabilité souveraine en Amérique latine en 2021 sont négatives : affaiblissement de la croissance à moyen terme ternes (avec notamment un niveau de production inférieur au niveau de 2019 jusqu'en 2022 au moins), pressions sociales défiant la capacité des gouvernements à restaurer l'espace budgétaire perdu, difficultés à stabiliser et finalement à inverser les tendances négatives pesant sur la qualité de crédit. À cet égard, le Mexique présente quelques caractéristiques intéressantes : dégradation limitée des finances publiques, marges de manœuvre mais piètre gouvernance.

La situation des finances s'y est, en effet, évidemment dégradée en 2020, mais dans des proportions très réduites. Compte tenu d'une contre-offensive anti-Covid-19 très faible (1% du PIB environ), la détérioration des comptes publics est limitée voire « honorable » par rapport à ses pairs latino-américains.

En raison de l'entêtement « austéritaire » des autorités (qui semblent plus préoccupées par Pemex que par la pandémie), le besoin de financement atteindrait environ 5% du PIB en 2020 (contre 2,6% du PIB budgétés à l'origine), conduisant la dette brute vers 65% en 2020, alors que le PIB reculerait de près de 9%. En 2021, malgré la récente aggravation de la pandémie, au regard du projet de budget (dont un besoin de financement de 4,1% du PIB qui intègre déjà des dépenses sociales plus élevées pour remédier à certains effets du Covid-19), il n'y a pas lieu d'anticiper une réponse plus ample. Par ailleurs, compte tenu de la récession et de perspectives économiques encore très sombres, une réforme fiscale après les élections de mi-mandat de juin semble peu probable. Or, selon la Banque Interaméricaine de Développement (citée par Moody's), le Mexique (tout comme la Colombie) dispose d'une marge de manœuvre importante, car l'inefficacité des dépenses dépasse 4,5% du PIB (dans les deux pays) : autant de ressources qui pourraient être réaffectées. Enfin, les pays disposant de cadres politiques, d'institutions et de gouvernance plus solides devraient être mieux à même de faire face au défi que constitue la gestion de demandes contradictoires, sans nuire au profil de crédit souverain (ressources gouvernementales limitées et réduction de l'espace budgétaire dans un contexte de pressions sociales élevées).

Alors qu'il est désormais acquis que le retour à la croissance et la restauration des finances seront lents et douloureux, il est probable que l'attention des observateurs (et, en tout premier lieu, des agences et des investisseurs) se concentre non pas tant sur les aboutissements immédiats (la clémence devrait demeurer de mise) que sur les actions entreprises : il serait ainsi demandé aux autorités non pas une obligation de résultat mais, au moins, une obligation de moyens soutenus par des institutions efficaces. À cet égard, la situation du Mexique apparaît peu brillante, voire franchement fragile. Parmi les grands pays latino-américains, le rating de Moody's est lesté par la piètre appréciation portée sur ses institutions et sa gouvernance (dont le rating Ba1 est inférieur au rating souverain Baa1).



² Moody's, "Latin America & Caribbean 2021 outlook negative as social pressures rise amid subdued recovery from pandemic", 7 janvier 2021.

Afrique sub-saharienne

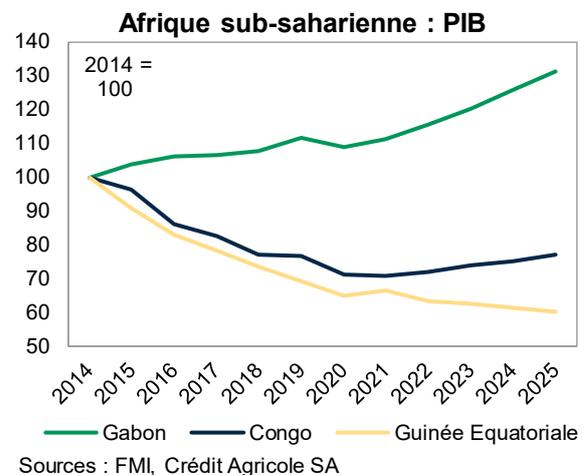
CEMAC : l'avenir incertain des pays pétroliers

La [semaine dernière](#) nous évoquions les pays membres de l'Union douanière sud-africaine (SACU), pour qui la crise du coronavirus a provoqué une violente contraction du PIB à court terme et la perspective d'une reprise lente à moyen terme. À la liste des pays d'Afrique sub-saharienne qui ne devraient pas retrouver leur niveau de PIB d'avant-crise d'ici 2023 s'ajoutent la République du Congo et la Guinée équatoriale. À la manière des pays de la SACU, ces pays membres de la Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC) sont entrés dans cette crise après plusieurs années sans croissance, en raison de cours des matières premières déprimés, dans leur cas celui du pétrole. En effet, au Congo, le secteur des hydrocarbures représente 60% du PIB, 64% des revenus du gouvernement et 79% des recettes du compte courant en 2019. En Guinée équatoriale, les hydrocarbures représentent environ 40% du PIB.

Cette dépendance devrait avoir en 2020 un effet dévastateur, avec une contraction du PIB attendue au-delà de 6% dans les deux pays. Néanmoins, en prenant du recul sur la trajectoire de croissance de ces pays, la crise de 2020 semble dans la continuité d'une dégradation macro-économique rapide. En raison de cours déprimés depuis 2014, les projets d'exploration pétrolière ont été ralentis, ce qui a durablement réduit les capacités de production. En Guinée équatoriale, les volumes ont baissé de 56% depuis 2012 et devrait stagner d'ici à 2025. En République du Congo, sur la période 2015-2025, les volumes produits devraient se maintenir à des niveaux environ 15% inférieurs à ce qu'ils étaient avant 2015. Il faudra donc attendre une remontée pérenne des prix pour permettre à de nouveaux projets de se concrétiser et à la production de repartir à la hausse.

À horizon 2025, les prévisions de PIB du FMI sont donc désastreuses, avec une chute du PIB de 23% au Congo et 40% en Guinée équatoriale. En terme de PIB par habitant, le tableau est encore plus pessimiste, avec une chute qui pourrait atteindre 60% en Guinée et 40% au Congo. Par comparaison, le Gabon, autre pays de la CEMAC très dépendant du pétrole, devrait avoir en 2025 un PIB 30% supérieur à celui de 2014, grâce à des efforts de diversification économique plus poussés. Sous plan FMI depuis 2017, le Gabon a notamment réussi

réduire ses arriérés de paiement domestiques. Au Congo et en Guinée équatoriale, des plans FMI similaires ont été signés en 2019. Pour le moment, les arriérés de paiement n'ont toujours pas été réglés par les gouvernements. Ceux-ci contraignent la capacité des banques à financer l'économie. Selon Moody's, en 2019 au Congo, les dépôts, qui sont les principales sources de financement des banques, étaient 45% inférieurs à leur niveau de 2015. La chute des revenus du pétrole contraint donc doublement l'accès aux liquidités pour le secteur privé hors-hydrocarbures.



À l'image de l'Angola, les réserves pétrolières ont permis à ces deux pays de s'endetter en devises, notamment auprès de la Chine, pour développer leurs infrastructures. Ainsi en 2019, 23% de la dette publique de la République du Congo était due à des créanciers chinois, ce qui représente 19% de son PIB (soit une dette publique totale de 83% du PIB). Au total, la dette publique externe représentait 60% du PIB en 2019. La conditionnalité du versement des aides du FMI au renforcement des institutions et à l'amélioration de la gestion de la dette devrait permettre des progrès institutionnels à moyen terme. Comme l'Angola, la République du Congo a également obtenu de ses créanciers chinois une restructuration de sa dette, dès 2019. Malgré ces aides, la route vers une économie diversifiée est donc encore très longue tant les structures institutionnelles sont aujourd'hui faibles.

Notre opinion – Selon le FMI, huit économies sub-sahariennes ne devraient pas avoir retrouvé leur niveau de PIB d'avant-crise d'ici 2023. Deux font partie de la SACU, l'Afrique du Sud et l'Eswatini, deux font face à des niveaux de dette les ayant menés au défaut, à savoir la Zambie et le Zimbabwe. À celles-ci s'ajoutent donc les petites économies du Congo et de la Guinée équatoriale, incapables de se diversifier à temps ou d'augmenter leur niveau de production de pétrole. Pour compléter ce sombre tableau, Maurice et les Seychelles, très dépendants du tourisme, devraient également mettre plus de quatre ans à se remettre de cette crise.

Au-delà de ces huit pays et de l'exemple de la République du Congo et de la Guinée équatoriale, les décisions d'investissement dans le secteur pétrolier prises en 2021 devraient révéler la réalité de cette crise pour de nombreux pays pétroliers d'Afrique sub-saharienne. Du Nigéria à l'Angola, l'année 2020 pourrait avoir remis en cause de nombreux projets d'exploration. La durée de ces retards est encore inconnue et dépendra du coût d'extraction dans chacun de ces pays, et donc des découvertes de nouveaux champs ailleurs.

Géo-économie

News géo-économiques

Le vote des élus républicains doit être analysé avec précaution... – La procédure de destitution contre Donald Trump pour incitation à l'insurrection a été officiellement lancée par les démocrates de la Chambre des représentants ce mercredi. Il s'agit de la deuxième visant le président, une première dans l'histoire des États-Unis. S'il ne faisait pas de doute que les représentants démocrates majoritaires à la Chambre allaient voter en faveur de la mise en accusation de Trump après la violente invasion du Capitole par des partisans du président le 6 janvier, l'incertitude planait quant aux intentions des républicains et cette question rejoint celle, plus profonde, de l'évolution d'un parti extrêmement clivé par la personnalité de Trump, après l'échec aux élections. En prenant en compte le fait qu'une grande majorité des électeurs républicains ne croit pas au résultat des élections (sans pour autant soutenir l'idée d'une insurrection).

Finalement, dix Républicains ont voté pour l'*impeachment*. Et les autres ? Selon le journaliste conservateur Ben Shapiro dans Politico, le refus majoritaire chez les élus républicains de voter en faveur de l'*impeachment* prend ses racines dans l'idée que les démocrates chercheraient à présent à obtenir l'implosion du parti républicain. Plusieurs événements alimentent par ailleurs cette crainte. Citons par exemple, l'exclusion de Parler, le réseau social de microblogging plébiscité par la droite radicale américaine de la plateforme d'hébergement de données d'Amazon, *Amazon Web Services* (AWS). Ou encore : AT&T, Marriott ou Airbnb ont déclaré couper tous les dons aux républicains ayant remis en question l'élection présidentielle.

Les sanctions contre la Chine seront-elles l'héritage le plus pérenne de Trump ? – Donald Trump a signé un décret qui renforce une directive de novembre interdisant aux Américains d'investir dans des entreprises en lien avec l'armée chinoise. Le précédent décret prévoyait que d'ici novembre 2021, les investisseurs américains se soient désengagés de l'ensemble de leurs participations dans des groupes désignés par le Département de la défense (DOD) comme « possédés ou contrôlés » par l'armée chinoise. Si Trump répond par ses décrets à la loi de 1999 qui charge le DOD de lister des entreprises chinoises qu'il juge « possédées ou contrôlées » par l'Armée populaire de libération (APL), le président souhaite également graver dans le marbre sa politique intransigeante à l'égard de la Chine à quelques jours de son départ de la Maison-Blanche. Parmi les trente-cinq entreprises sur liste noire du DOD, figurent le fondateur de puces électroniques SMIC et le géant pétrolier CNOOC.

Les sanctions américaines ont d'ores et déjà des conséquences dans le secteur financier. Le *New*

York Stock Exchange (NYSE) a radié trois entreprises des télécom chinoises, *China Mobile*, *China Telecom* et *China Unicom*, pour se conformer au décret présidentiel de novembre.

Selon le *Holding Foreign Companies Accountable Act* adopté en décembre à l'initiative de Donald Trump, les processus de radiation seront activés si Pékin ne coopère pas avec des missions d'audit et de contrôle menées par la *Public Company Accounting Oversight Board* (PAOB), le superviseur américain des audits des entreprises cotées.

Climat, biodiversité et risques financiers – La quatrième édition du *One Planet Summit* s'est ouverte virtuellement ce lundi à Paris. Ce sommet annuel consacré au climat est organisé à l'initiative de la France, des Nations-unies et de la Banque mondiale. Il réunit une trentaine d'acteurs internationaux. Le *One Planet Summit* sera cette année consacré à la biodiversité en vue des échéances internationales prochaines, de la COP15 sur la biodiversité qui devrait avoir lieu ce printemps en Chine à la COP26 qui doit se tenir à Glasgow en novembre. À l'image de la *Task Force on Climate-Related Disclosure* (TCFD), groupe d'experts sur le climat publiant des recommandations encourageant les entreprises à évaluer l'empreinte carbone de leurs investissements ainsi que l'impact du changement climatique sur leurs activités, une initiative pour la création d'un groupe d'experts chargé d'inciter les entreprises à évaluer les risques financiers liés à l'environnement devrait voir le jour à l'issue du sommet.

La géopolitique accroît le problème de pénurie de charbon en Chine – Selon le média en ligne *Oilprice*, la sécurité énergétique du pays demeure précaire et les questions géopolitiques viennent encore compliquer ce dossier. Ainsi, Alors que les autorités ont imposé un boycott non officiel du charbon australien, les pénuries en énergie se font plus criantes et des villes entières auraient été plongées dans l'obscurité. Les relations entre Canberra et Pékin sont au plus bas depuis que l'Australie a demandé l'ouverture d'une enquête internationale sur les origines de la pandémie. La Chine est le premier consommateur mondial de charbon et l'Australie est l'un de ses fournisseurs principaux. Malgré les engagements de Pékin en faveur du climat, dont l'annonce récente d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2060, la deuxième économie mondiale demeure fortement dépendante du charbon. L'arrêt soudain de l'approvisionnement en charbon australien et la vague de froid qui a frappé le pays ont poussé la demande à la hausse. Selon le quotidien économique australien *Financial Review*, les prix du charbon sont bien plus élevés à

l'intérieur de la Chine qu'à l'extérieur depuis au moins six mois et début décembre, le gouvernement aurait imposé aux quatre principaux indices des prix du charbon d'arrêter de publier leurs prix quotidiens. Selon CNBC, les producteurs domestiques ne seraient pas en mesure de répondre à la demande.

La Chine-Afrique reprend lentement une dynamique – La République démocratique du Congo (RDC) et le Botswana ont signé la semaine dernière un mémorandum d'entente avec Pékin dans l'optique de rejoindre le projet de la *Belt and Road Initiative* (BRI). Les deux pays deviennent respectivement les 45^e et 46^e pays africains partenaires du projet. Ces signatures ont été obtenues dans le cadre de la visite de cinq pays africains (Nigéria, RDC, Botswana, Tanzanie et Seychelles) par le ministre des Affaires étrangères chinois, Wang Yi.

En Tanzanie, où de nombreux projets chinois sont à l'arrêt en raison de soupçons de corruption et de problèmes de surendettement, les deux parties ont annoncé la construction par *China Civil Engineering Construction* et *China Railway Construction* d'une voie ferrée reliant la ville portuaire de Mwanza à Isaka et permettant de connecter les régions proches du lac Victoria à Dar es Salaam, centre financier tanzanien.

À Kinshasa en RDC, Wang Yi a annoncé l'annulation de 28 millions de dollars de dette due à la Chine, ainsi qu'un don de 17 millions de dollars, dont 15 millions seront accordés à des projets de développement.

Ces annonces interviennent dans un contexte de forte baisse des investissements chinois dans les pays partenaires de la BRI et de réorientation des flux financiers chinois, tendance accélérée par la pandémie mais déjà à l'œuvre auparavant. Pékin chercherait néanmoins à réaffirmer son soutien aux pays ayant rejoint l'initiative, ainsi que son appui aux projets de développement d'infrastructures.

Élections au Kirghizistan : comme dans toute la région, un mélange explosif de démocratie et nationalisme... – Sadyr Japorov a remporté l'élection présidentielle du 10 janvier à une écrasante majorité mettant ainsi fin à la crise politique que le pays vient de connaître. La révolution populaire qui a eu lieu en fin d'année dernière débouche donc sur l'arrivée au pouvoir d'un homme souvent qualifié de « Trump de l'Asie centrale ». Son succès repose sur sa promesse d'éradiquer la corruption dans ce pays pauvre de 6,5 millions d'habitants, et il faut souligner à quel point ce thème (la perception de la corruption mais aussi des inégalités) est au cœur de toutes les insurrections politiques de la région depuis les premières révolutions de couleur en Ukraine et en Géorgie. Cela dit, la région n'a pas l'apanage de ce type de colère politique qui traverse le monde entier.

Pour information, rappelons que S. Japorov se trouvait en prison, lorsqu'il a été libéré par ses partisans

en octobre dernier. Par la suite, un tribunal a annulé sa condamnation. Les Kirghizes ont également donné leur accord à une réforme du régime politique qui donnera au président des pouvoirs étendus, ce qui fait dire aux opposants que le pays pourrait plonger dans l'autoritarisme, à l'image du Kazakhstan ou de l'Ouzbékistan.

Le Kirghizstan a connu deux révolutions en 2005 et en 2010, ainsi que des violences inter-ethniques.

Les gagnants et les perdants de la vaccination – On pense aux différences entre pays pauvres et plus riches, mais il y a aussi la question des exclus. Selon Gzero Media, Plus de 42 millions de doses de vaccin contre la Covid-19 ont été administrées dans le monde. Les États-Unis ont vacciné 3% de leurs habitants, le Royaume-Uni, 5%. Israël, salué par l'efficacité de sa campagne de vaccination, a inoculé à près de 24% de la population *a minima* la première dose. En revanche, l'article pose la question des groupes de personnes qui vont se retrouver laissées pour compte, tels les réfugiés, les migrants, les sans-papiers et les apatrides. Quelques exemples.

Les migrants vénézuéliens en Colombie : l'importance de la double crise économique et politique au Venezuela a plongé 65% des foyers dans la pauvreté et a causé des pénuries de nourriture et de médicaments. 1,7 million de Vénézuéliens ont trouvé refuge en Colombie voisine, mettant sous pression les infrastructures publiques du pays, déjà fragiles. Le président colombien Ivan Duque a déclaré que ceux d'entre eux qui n'ont pas de statut migratoire officiel ne seront pas éligibles à la campagne colombienne de vaccination. 935 000 personnes seraient concernées.

Israël envisagerait de vacciner la totalité de ses 9 millions d'habitants d'ici la fin mars. Cependant, cette campagne exclurait des millions de Palestiniens de Cisjordanie et de Gaza.

Aux États-Unis, le gouverneur républicain de l'État du Nebraska, Pete Ricketts a déclaré que les migrants sans papiers ne seraient pas éligibles à la vaccination dans son État. Dans l'État de New York, les 750 000 sans-papiers craignent une éventuelle arrestation dans le cas où ils iraient se faire vacciner de leur propre chef.

Syrie : poursuite des frappes israéliennes contre les troupes et milices iraniennes – Tsahal, l'armée israélienne, poursuit début 2021 sa politique d'attaque systématique contre les troupes et les groupes affiliés à l'Iran sur le territoire syrien et qui soutiennent le régime de Bachar El Assad. Une attaque aérienne récente aurait fait 57 morts, majoritairement des milices liées à l'Iran et au Hezbollah libanais dans l'est du pays, proche de la frontière irakienne. Cette politique a pour but d'éviter un « encerclement » du nord d'Israël par des troupes hostiles sur un axe Irak-Syrie-Liban, ainsi que

de lutter contre les avancées de Téhéran dans le domaine de la recherche nucléaire.

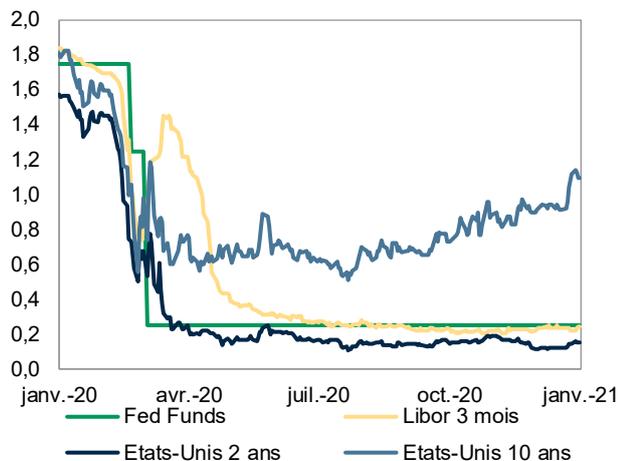
Yémen : les Houtis considérés comme organisation terroriste par l'administration Trump – À quelques jours de l'investiture du président démocrate élu Joe Biden à la Maison-Blanche, l'administration américaine de Trump multiplie les initiatives pour rendre plus difficile une relation plus apaisée

avec l'Iran et empêcher un règlement politique de la guerre civile au Yémen. En nommant les rebelles chiites houtis « organisation terroriste », c'est aussi un gage donné à l'Arabie saoudite pour poursuivre le conflit au Yémen, conflit qui s'est internationalisé à partir de 2015 lors de l'implication d'une coalition menée par l'Arabie saoudite.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

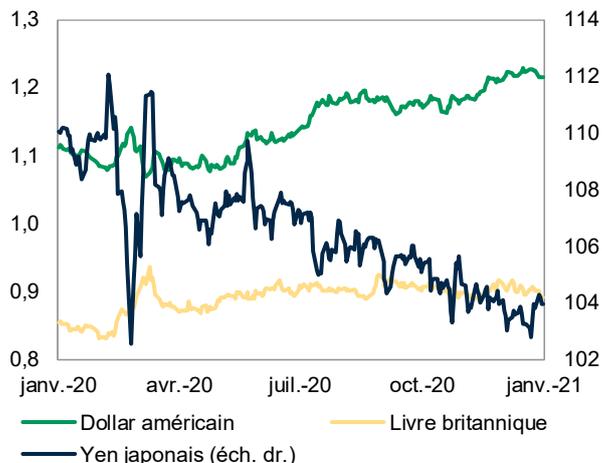
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

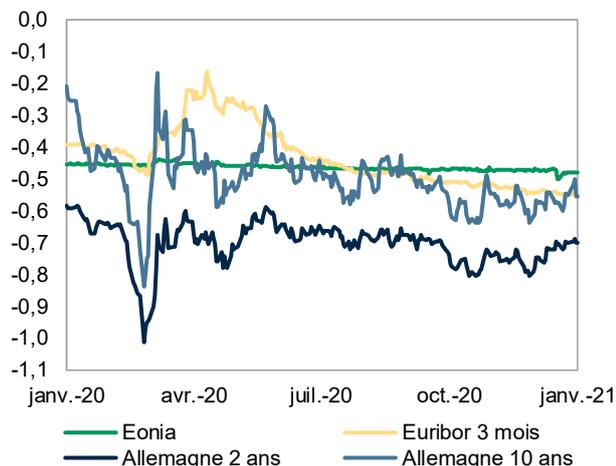
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

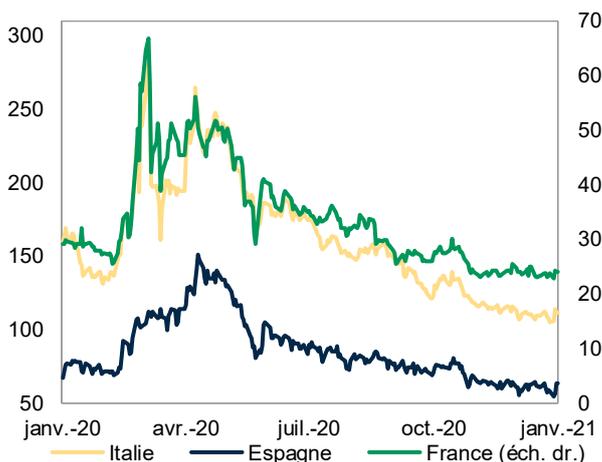
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

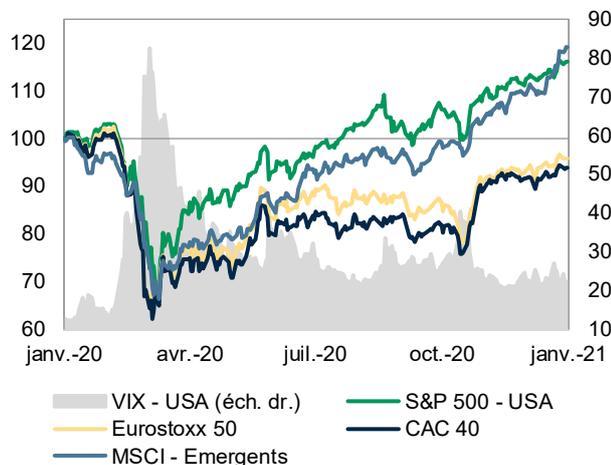
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

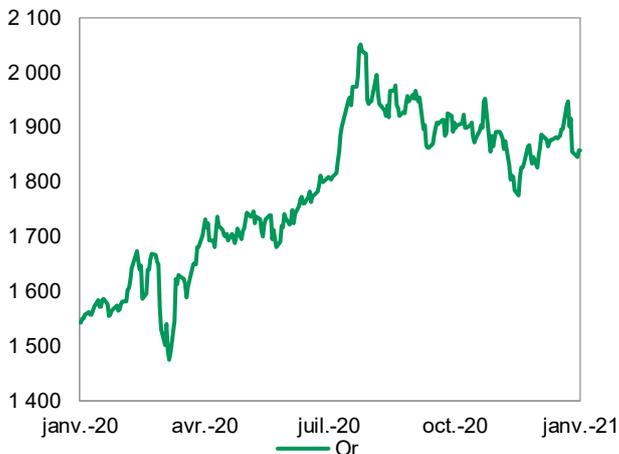
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

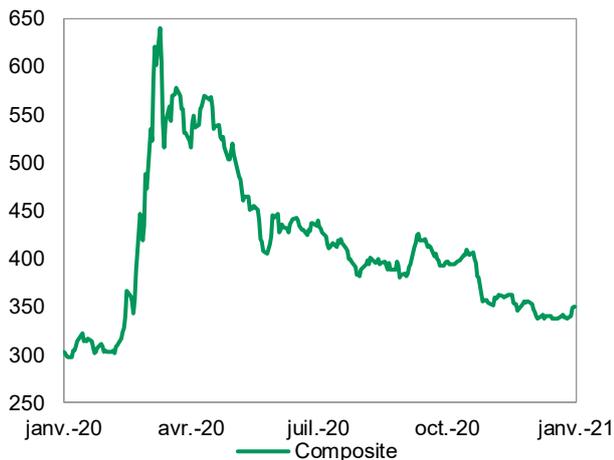
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

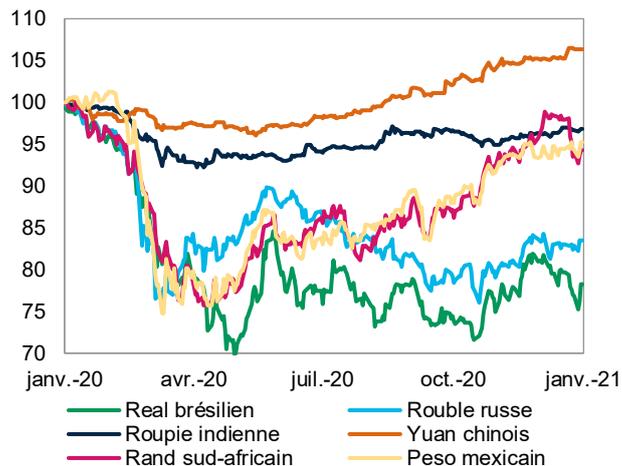
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

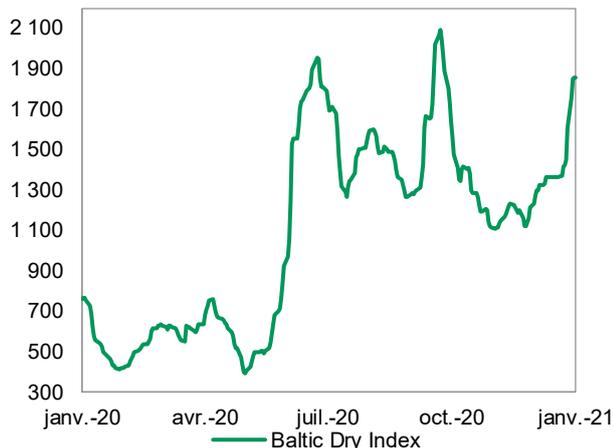
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

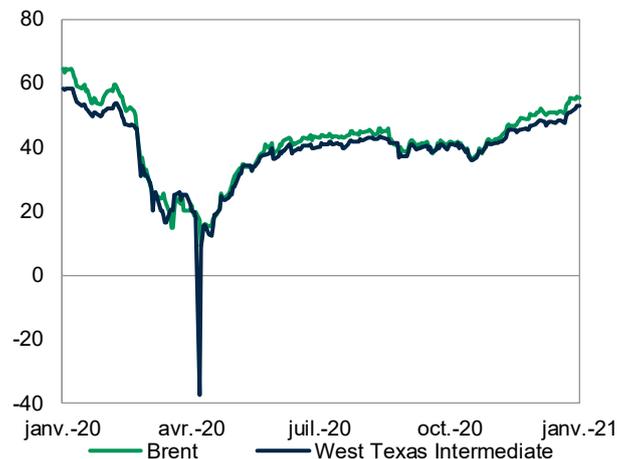
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

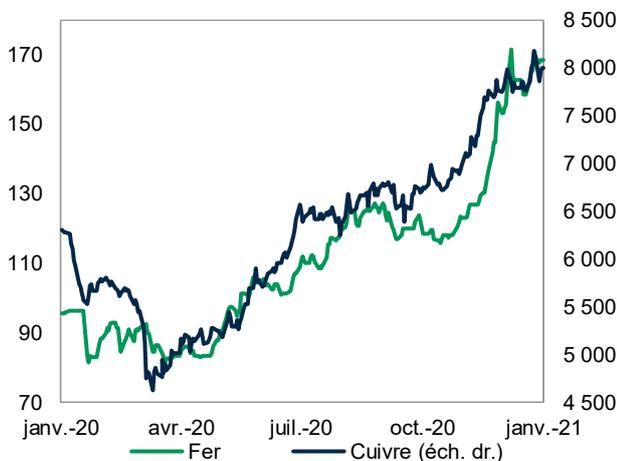
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

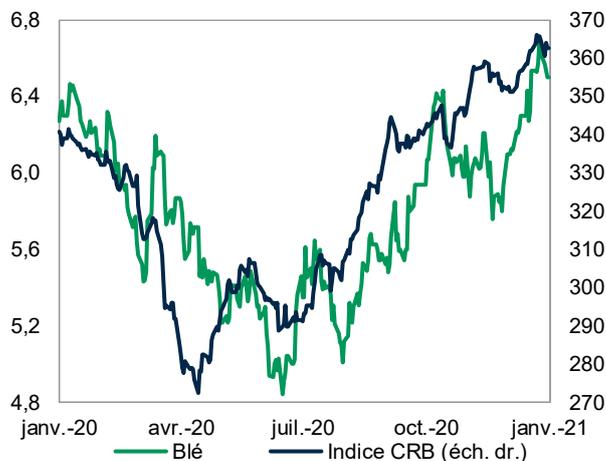
USD/tonne métrique



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 – 17 décembre 2020

Au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
13/01/2021	<u>2021 : année charnière</u>	UE
12/01/2021	<u>Europe centrale et orientale – Aperçu de l'état de la démocratie</u>	UECO, UE
11/01/2021	<u>Fintech Outlook T4 et bilan 2020 - L'année des licornes</u>	Fintech
11/01/2021	<u>Italie – Chronique de la vie politique : de la crise pilotée à la crise ouverte</u>	Italie
08/01/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/01/2021	<u>Scénario macro-économique 2021-2022 : au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables</u>	Monde
22/12/2020	<u>Espagne – Scénario 2021-2022 : incertitudes persistantes en 2021</u>	Espagne
22/12/2020	<u>Italie – Scénario 2021-2022 : 2021 bis repetita ?</u>	Italie
22/12/2020	<u>Zone euro – Scénario macro-économique 2021-2022 : entre promesses et menaces</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, États-Unis : 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

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.