

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/330 – 15 octobre 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>D'une dépendance à l'autre</i> .....	2
☞ <i>Espagne : la dépense sociale très présente dans le budget 2022</i> .....	3
☞ <i>Autriche : du chancelier « déchu » au chancelier « fantôme » ?</i> .....	4
☞ <i>Royaume-Uni : faible rebond de l'activité en août</i> .....	5
☞ <i>Asie émergente : le FMI toujours plus pessimiste sur les perspectives de croissance</i> .....	6
☞ <i>Moyen Orient - Afrique du Nord : les bourses en hausse dans le sillage des indices mondiaux</i> .....	8
☞ <i>Liban : restructuration de la dette souveraine, la perte se situera sans doute autour des 80%</i> .....	8
☞ <i>Europe centrale : les piliers tremblent</i> .....	10
☞ <i>Namibie : un retour à la croissance très faible et inégale</i> .....	11

 **D'une dépendance à l'autre...**

Le passage de l'ancien au nouveau monde post-crise sanitaire risque de se révéler plus long et sinueux qu'initialement escompté. Aux pressions inflationnistes exercées par les problèmes d'approvisionnement (symptomatiques de notre dépendance commerciale) s'ajoutent dorénavant celles imputables à la flambée des prix énergétiques (symptomatique d'une certaine dépendance à l'énergie fossile) avec un prix du pétrole au plus haut depuis trois ans et les prix du gaz et du charbon s'inscrivant plus durablement à des niveaux élevés. À cela s'ajoute une politique monétaire jusqu'ici ultra-accommodante à laquelle les investisseurs s'étaient habitués et dont il faudra progressivement apprendre à se défaire. Reste à savoir si la politique budgétaire prendra efficacement le relais pour atténuer les craintes portant sur la stabilité économique.

Aux États-Unis, les « minutes » du comité de politique monétaire de septembre ont mis en évidence l'avènement imminent de la réduction des achats d'actifs qui pourrait débiter à la mi-novembre ou à la mi-décembre. Si aucune décision n'est encore véritablement actée, les participants ont évoqué une baisse de 10 Mds \$ par mois des achats de bons du trésor et de 5 Mds \$ par mois des achats de titres adossés à des créances hypothécaires. La reprise économique est jugée bien engagée et la décrue du chômage se poursuit même si sa cadence se réduit au fil du temps. Le discours présenté était cette fois-ci dépouillé de références à une inflation qui ne serait que « transitoire », réveillant l'inquiétude des investisseurs sur le calendrier des futures hausses de taux d'intérêt. Parallèlement, l'indice des prix à la consommation a accéléré de nouveau en septembre, ressortant à +5,4% sur un an après +5,3% en août, renforçant un peu plus les craintes d'une remontée précoce des taux pour contrer les tensions inflationnistes. Sur le plan politique, le bras de fer engagé entre démocrates et républicains sur le relèvement du plafond de la dette n'est que temporairement suspendu (jusqu'au 3 décembre) et laissera inévitablement des plaies difficiles à cicatrifier d'ici la prochaine recomposition du Congrès américain l'an prochain.

En zone euro, la production industrielle a chuté de 1,6% sur un mois en août, principalement affectée par le recul du secteur automobile allemand qui continue de pâtir de la pénurie de semi-conducteurs, d'acier et autres matières premières. Par ailleurs, l'indice de confiance des investisseurs allemands a reculé pour le cinquième mois consécutif avec en filigrane la persistance de ces goulets d'étranglement qui viendraient davantage mordre sur les perspectives de croissance. De son côté, la présidente de la BCE a réaffirmé jeudi que l'institution considérait toujours l'inflation actuelle comme temporaire en raison de l'absence d'effets

de second tour concrets sur les salaires, ce qui a eu pour effet de reconforter quelque peu les marchés.

En Chine, la problématique énergétique est également très prégnante avec des pénuries de charbon affectant la production d'électricité et différents secteurs industriels clés, poussant les autorités à libéraliser la tarification de l'électricité produite à partir de charbon et à inciter les mineurs à accroître leur production. Si ces initiatives devraient permettre de redonner des capacités productives au pays elles pourraient néanmoins conduire à faire grimper les prix à la production, ravivant un nouveau foyer inflationniste au sein de la deuxième économie mondiale.

De son côté, le FMI a revu à la baisse ses prévisions de croissance mondiale de 0,1 point à 5,9% en 2021 en raison des goulets d'étranglement sur l'offre alimentée par l'engorgement des ports, le manque de conteneurs et la pénurie de main-d'œuvre dans certains secteurs. La croissance américaine a ainsi été révisée à la baisse d'un point à 6%, celle de la Chine de seulement 0,1 point à 8% tandis que celle de la zone euro a été révisée à la hausse de 0,4 point pour atteindre 5% cette année.

Sur les marchés actions, l'appétit pour le risque a fait son retour en fin de semaine seulement, avec l'échéance de résultats trimestriels très attendus outre-Atlantique et qui se sont révélés plutôt favorables. L'indice S&P500 a progressé de 1,1% sur la semaine et l'Eurostoxx 50 de 2,2%.

Sur les marchés obligataires, les perspectives de resserrement des conditions monétaires se sont fait davantage ressentir cette semaine avec un aplatissement des courbes de taux américaine et européenne (hausse des profils sur les maturités courtes et baisse relative sur les maturités longues).

Sur le marché des changes, la devise européenne s'est modestement appréciée face au dollar (+0,5%) qui subit plus fortement les anticipations d'une hausse précoce des taux.

Le prix du baril de pétrole en mer du Nord est de nouveau monté en flèche (+3% sur la semaine) après la réunion des pays de l'OPEP+ la semaine dernière, qui confirma qu'il n'y aurait pas de hausse de la production à attendre dans les prochains mois. De surcroît, les tensions sur le prix du gaz sont venues alimenter le regain d'intérêt pour l'or noir.

## Zone euro

### Espagne : la dépense sociale très présente dans le budget 2022

Le Conseil des ministres a approuvé le projet de loi sur les budgets généraux de l'État pour 2022, dans le cadre d'une expansion forte de l'activité : le gouvernement s'attend à ce que le PIB augmente à un taux de 6,5% cette année et de 7% l'année prochaine, ce qui continuera à stimuler les recettes après le rebond observé au S1 2021.

Le projet prévoit une augmentation de 3,6% des dépenses sociales : selon le gouvernement, 59,8% du budget national hors fonds européens sont consacrés à l'investissement social. Les jeunes sont particulièrement visés, avec une hausse de 84,8% par rapport à 2021 dans les dépenses qui les concernent. Le montant alloué aux bourses d'études atteindra le chiffre record de 2,2 Mds € et le ministère de la Justice lancera un système de bourses pour les futurs juges, procureurs, ou avocats de l'administration de la Justice. L'objectif est la démocratisation de l'accès à ces emplois, qui nécessitent généralement des formations longues et coûteuses. La formation professionnelle disposera, quant à elle, de plus de 2 Mds €. Un soutien à l'émancipation et à l'accès au logement, qui consiste en une aide directe de 250 euros par mois pendant deux ans à des jeunes salariés de 18 à 35 ans à bas salaires, est également prévu. Par ailleurs, plus de 3 Mds € seront consacrés aux politiques du logement, pour favoriser l'accès et favoriser la construction, un chiffre sans précédent et supérieur de 46,3% à celui de 2021.

Le poste retraites augmentera de 4,8% pour atteindre 171,2 Mds €. La revalorisation des 9,6 millions de pensions contributives sera fixée sur la base de l'IPC moyen enregistré au mois de novembre. Les 449 724 pensions non contributives, augmenteront de 3% l'année prochaine et le budget disponible pour les soins aux personnes dépendantes augmentera de 23,3%.

Les charges de personnel de l'administration publique augmentent de 3,4% par rapport à 2021. C'est le résultat de l'augmentation de 2% de la rémunération des 2,7 millions d'employés publics et l'augmentation des postes dans la fonction publique. Le budget de la santé a augmenté de 11%, à 5,4 Mds €, après avoir augmenté de plus de 75% l'année précédente, et celui alloué à l'éducation progresse de 2,6% pour dépasser également les 5 Mds €.

Les budgets allouent 13,3 Mds € à la recherche, au développement, à l'innovation et à la numérisation. C'est le plus gros montant jamais enregistré. Il représente une augmentation de 7,7% par rapport au budget de 2021 et double pratiquement (+ 88,50 %) celui de 2020. Les budgets approuvés par le gouvernement pour l'année 2022 comprennent les 27,6 Mds € que l'Espagne recevra du NGEU en 2022. 19,8% et 19,6% iront respectivement à l'industrie et à l'énergie ainsi qu'à la R&D et à la digitalisation. Un investissement de 3,2 Mds € est prévu pour la politique industrielle, 2,8 Mds € dans le plan de réhabilitation des logements et de régénération urbaine, 2,2 Mds € pour la mobilité durable et 1,6 Md € dans la transition énergétique.

En 2022, les recettes devraient croître de 8,1% par rapport à 2021, pour dépasser 232 Mds €. Le budget prévoit la mise en place d'un taux minimum de 15% de l'impôt sur les sociétés. L'impact fiscal de cette mesure est estimé à environ 400 millions d'euros en 2023 et touchera environ 1 000 grandes entreprises. L'amélioration économique permettra une augmentation des principaux postes des recettes tels que l'impôt sur le revenu des personnes physiques, la TVA et l'impôt sur les sociétés.

Principaux postes de dépenses	%, a/a (2022/2021)
Accès au logement et promotion immobilière	46,3
Administration financière et fiscale	3,0
Agriculture, pêche et alimentation	4,0
Commerce, Tourisme et PME	32,1
Culture	38,4
Défense	7,9
Chômage	-10,2
Service de la dette publique	-4,7
Éducation	2,7
Promotion de l'emploi	3,3
Gestion et administration de la sécurité sociale	33,5
Industrie et énergie	1,3
Infrastructures	3,2
Enquête civile	7,6
Justice	11,5
Autres actions économiques	25,7
Autres avantages économiques	1,7
Retraites	4,8
Politique étrangère	19,8
Santé	11,0
Sécurité citoyenne et institutions pénitentiaires	4,7
Services généraux	-23,3
Services sociaux et promotion sociale	18,3
Subventions au transport	3,9
Transferts vers d'autres administrations publiques	0,2

**✓ Notre opinion** – Nos prévisions de croissance sont plus prudentes, à 4,7% et 6%, en raison des incertitudes toujours présentes sur l'emploi et son éventuel impact sur la consommation et la capacité d'absorption des fonds européens. Dans les prévisions du gouvernement, les augmentations des dépenses sociales et des investissements seront compatibles avec la réduction du déficit, qui devrait s'établir à -8,4% en 2021 et à 5% à la fin de l'année prochaine, ce qui revient à le réduire à moins de la moitié du niveau de 2020 (11%). La même trajectoire descendante devrait entraîner la dette publique, qui tombera à 119,5% du

PIB cette année, pour se réduire davantage en 2022, à 115,1%. Compte tenu de nos prévisions de croissance plus modérées, nous tablons sur un déficit de 9,1% en 2021 et de 5,4% en 2022 et un ratio de dette/PIB qui continue sa progression en 2021, à 123,7% pour se réduire en 2022 à 122%.

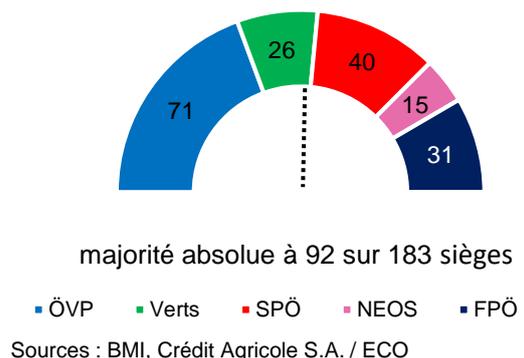
Pour plus d'informations, consultez la publication [Espagne – Scénario 2021-2022 : redressement de l'économie plus lent qu'ailleurs](#)

 **Autriche : du chancelier « déchu » au chancelier « fantôme » ?**

Le chancelier autrichien Sébastien Kurz a été forcé de démissionner le week-end dernier sous la pressions de son partenaire de coalition « les Verts » après des accusations de corruption et de trafic d'influence. Cet événement a de nouveau secoué le pays après une première rupture en 2019 de la coalition dirigée par M. Kurz entre le parti conservateur (ÖVP) et le parti d'extrême droite (FPÖ), ce dernier étant impliqué dans un scandale de collusion avec la Russie. Des législatives anticipées avaient alors abouti à une nouvelle alliance entre l'ÖVP et les Verts avec à sa tête Sébastien Kurz. Cette fois, la justice reproche au chancelier d'avoir orchestré des enquêtes d'opinion lui étant favorables et qui ont été ensuite relayées dans la presse *via* des campagnes publicitaires financées par des fonds publics, à l'époque où il n'était encore que ministre des Affaires étrangères entre 2013 et 2017. Ce financement aurait été diligenté par un proche de Sébastien Kurz, l'ancien secrétaire général des Finances de l'époque Thomas Schmid. Si le lien entre le chancelier et ce commanditaire n'est pas complètement établi, les soupçons sont néanmoins suffisants pour provoquer sa destitution. Pour éviter la chute de son gouvernement et des législatives anticipées dont l'issue serait incertaine et déstabiliserait le paysage politique, la chancellerie a été confiée en urgence à l'actuel ministre Verts des Affaires étrangères, M. Alexander Schallenberg, avec l'approbation du président Van der Bellen. L'opposition ayant déposé une motion de censure, une session parlementaire

extraordinaire s'est tenue mardi. Il ne suffisait que de six des 26 députés Verts pour renverser la coalition et précipiter de nouvelles élections. Si la motion avait été approuvée, alors l'actuel gouvernement s'effondrait mais l'avenir électoral des Verts devenait plus incertain sauf à soutenir une alliance avec l'extrême droite au pouvoir. L'alternative d'un gouvernement social-démocrate restait également peu réaliste et une alliance avec les Verts restait insuffisante pour atteindre la majorité parlementaire. De son côté, le parti conservateur ÖVP aurait bien eu du mal à renouer avec le parti populiste (FPÖ) après ses déboires avec ce dernier lors de la coalition de 2017.

**Autriche : résultats des législatives septembre 2019**



**☑ Notre opinion** – Le parlement autrichien a rejeté la motion de censure à l'encontre de son gouvernement de coalition. Celle-ci aurait provoqué la reconduite d'élections législatives anticipées, les deuxièmes depuis l'arrivée au pouvoir de Sébastien Kurz en 2017, plongeant ainsi le pays dans une incertitude politique élevée avec vraisemblablement une recombinaison parlementaire guère moins fragmentée à la fin. Le choix s'est donc porté sur un maintien de l'actuelle coalition. Toutefois, le successeur à la chancellerie restera sous haute surveillance de l'opposition pour s'assurer que ce ne soit pas l'ancien chancelier, refusant toujours de quitter la tête de son parti, qui tire les ficelles de la politique en coulisse, s'attribuant ainsi le poste de chancelier « fantôme ».

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : faible rebond de l'activité en août

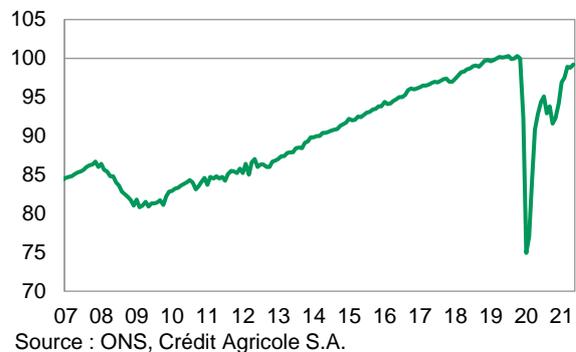
Le PIB a de nouveau été décevant au mois d'août. L'activité n'a crû que de 0,4% en variation mensuelle, après un mois de juillet révisé à la baisse à -0,1% (contre 0,1% estimé précédemment). Le PIB se rapproche de son niveau d'avant-crise (février 2020) mais à un rythme ralenti et demeure toujours en-dessous (-0,8% contre -1,2% en juillet).

Les services, qui constituent 80% du PIB, n'ont crû que de 0,3% sur le mois après une contraction de 0,1% en juillet. Les services impliquant un contact physique avec le client ont contribué le plus à la croissance des services, enregistrant une hausse de 1,2% sur le mois après un mois de juillet quasi stable (0,1%). Si les services croissent, c'est surtout grâce aux activités de restauration et à une forte hausse des services des agences de voyage (+48%). L'ensemble des services en dehors de ceux à contact physique avec le client ont été stables sur le mois (0,1%). Au total, les services se situent à présent 0,6% sous leur niveau d'avant-crise.

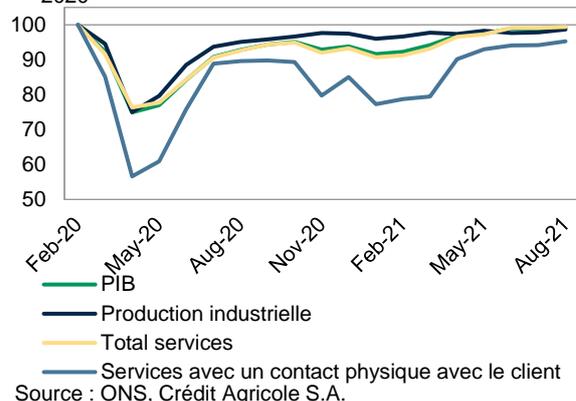
La production industrielle a rebondi de 0,8% après 0,2% en juillet, tirée à la hausse par une croissance soutenue de la production de pétrole et de gaz. La production manufacturière s'inscrit en hausse ce mois (+0,5%) après deux mois de baisse, mais demeure bien en deçà de son niveau de février (-2,3%).

Le secteur de la construction s'inscrit en baisse pour le deuxième mois consécutif (-0,2%) et se situe à présent 1,5% sous son niveau d'avant-crise.

Base 100 = Févr. 2020  
**R-U : niveau du PIB, données mensuelles**



100 = févr. 2020  
**R-U : évolution sectorielle**



**Notre opinion** – La reprise britannique a fortement ralenti. En juillet et en août, le PIB a crû de seulement 0,2% en moyenne par mois, contre 1,5% en moyenne sur la période de février à juin 2021. La croissance dans les services n'est plus portée que par les activités qui ont été les plus touchées par les restrictions sociales, faisant craindre un arrêt de la reprise, voire un infléchissement, lorsque le rebond mécanique aura pris fin.

L'assouplissement des règles d'isolement des personnes contaminées par la Covid-19 au mois d'août a dû contribuer au rebond de l'activité dans les services impliquant un contact physique avec le client. Mais en dehors de ce rebond mécanique dans ces secteurs, la croissance dans les autres services a quasiment disparu. Le secteur industriel a également contribué au rebond du PIB en août, mais il est soutenu par les activités d'extraction pétrolière, s'inscrivant en forte hausse depuis juillet. Le secteur manufacturier, l'essentiel de l'industrie avec un poids de 10% dans le PIB, n'augmente que de façon modérée après deux mois de chute et, en tendance, sur les trois mois glissants il stagne.

Notre prévision de 1,8% pour l'ensemble du trimestre, récemment révisée à la baisse, semble déjà un peu trop optimiste. Après ce mois d'août décevant, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre n'est que de 1,3%. Il faudrait un rebond assez fort en septembre (de 1,4% au moins) pour que notre prévision se réalise. Or, le ralentissement devrait s'intensifier dans les prochains mois avec l'érosion du pouvoir d'achat des ménages et le retrait des mesures de soutien, dont notamment la fin du dispositif de chômage partiel à la fin de septembre.

## Pays émergents

### Asie

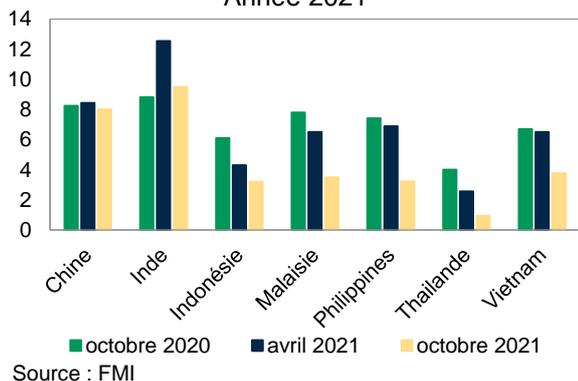
#### Asie émergente : le FMI toujours plus pessimiste sur les perspectives de croissance

Le FMI a dévoilé cette semaine l'actualisation de ses prévisions de croissance. Avec une hausse du PIB estimée à 7,2% en 2021 (après une récession de 0,8% en 2020), l'Asie ressort comme la zone du monde affichant la croissance la plus dynamique – après la récession la plus modérée.

Cette prévision cache toutefois des disparités énormes entre pays : Asie émergente contre Asie développée, Asie du Nord contre Asie du Sud. L'Asie est de surcroît la seule zone dont les prévisions ont été dégradées depuis avril 2021.

Les économies de l'Asean, qui avaient si bien récupéré de la crise financière de 2008-2009, sont cette fois-ci celles qui semblent récupérer le plus lentement de la crise. Le FMI anticipe ainsi une croissance modérée en 2021 au regard de la profondeur de la récession dans ces économies (à l'exception du Vietnam) : 3,2% en Indonésie, 3,5% en Malaisie (contre 6,5% prévus en octobre 2020), 3,2% aux Philippines (contre 7,4% en octobre 2020, et après une récession de 9,6% en 2020), à peine 1% en Thaïlande (après une récession de 6,1%) et 3,8% au Vietnam. Les perspectives pour 2022 sont un peu plus encourageantes, mais ces pays (hors Vietnam) ne devraient pas retrouver leur niveau de PIB pré-crise avant fin 2022 au plus tôt.

Evolution des prévisions de croissance du FMI  
Année 2021

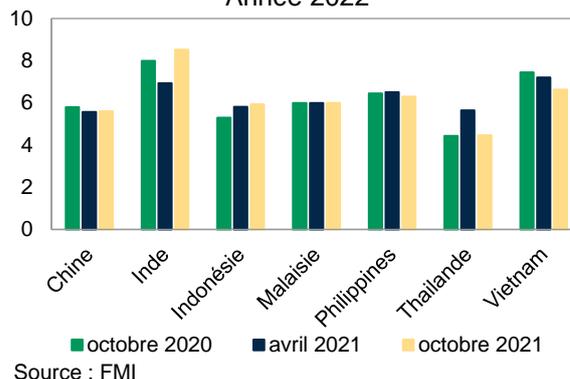


#### Plusieurs facteurs explicatifs

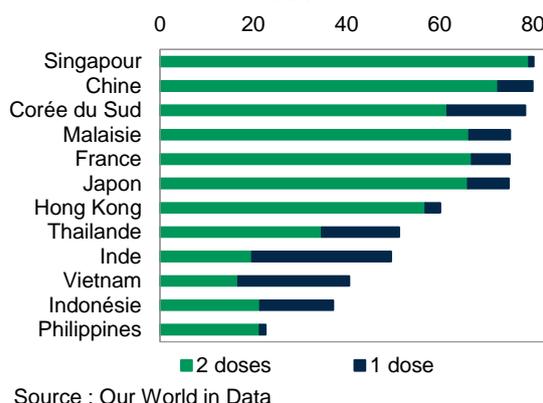
**Le premier est sanitaire :** à l'exception de la Malaisie, la couverture vaccinale de ces pays reste largement insuffisante, ce qui les a exposés à la recrudescence des cas de Covid-19 liés au variant Delta depuis mai. Certains pays (Malaisie, Philippines, Vietnam) ont dû se résoudre à remettre en place des mesures sanitaires extrêmement contraignantes pour l'activité (confinements ou fermeture des commerces dits non-essentiels), qui ont un effet immédiat et profond sur l'activité. La prévalence du risque sanitaire complique aussi la

réouverture des frontières, pourtant nécessaire au modèle économique des pays les plus dépendants au tourisme (Philippines, Thaïlande, Vietnam).

Evolution des prévisions de croissance du FMI  
Année 2022



% de la population ayant reçu un vaccin



**Le deuxième facteur est lié au contexte économique chinois,** dans lequel se matérialisent en même temps : une baisse de la demande interne, liée au comportement des ménages chinois, une volonté d'internalisation de certaines activités de production (la stratégie de « circulation duale ») afin de diminuer la dépendance vis-à-vis de l'extérieur et un recentrage de la demande externe encore plus fort sur les matières premières, qui ne sont pas toujours la spécialisation principale de ces économies asiatiques, plutôt industrialisées. Résultat, le commerce extérieur, pourtant si porteur pour certains pays actuellement (et notamment pour l'Asie du Nord – Corée, Taiwan – et ses semi-conducteurs dont la Chine ne peut pas encore se passer), n'est pas assez puissant pour compenser la faiblesse des autres composantes de la croissance, consommation privée en tête.

**Le troisième est le reflet de la forte dégradation des conditions sur le marché du travail**, particulièrement dans les économies les plus informelles. L'Organisation Internationale du Travail souligne ainsi qu'avec l'Amérique latine, l'Asie du Sud est la région dans laquelle le nombre d'heures travaillées a le plus baissé en 2020, particulièrement chez les travailleurs les plus jeunes et les moins qualifiés.

**Le quatrième et dernier facteur est le risque qu'une hausse de l'inflation**, notamment des prix des matières premières, fait peser sur la

consommation déjà fragile dans ces pays. À l'exception des Philippines, l'Asie du Sud est généralement peu affectée par les pressions inflationnistes, qu'elle essaye de limiter depuis les crises asiatiques de la fin des années 1990. À l'exception de la Malaisie, les économies asiatiques sont en revanche toutes importatrices nettes de pétrole. La hausse du prix des matières premières énergétiques et sa transmission à l'économie réelle (transport, chauffage, électricité) pourrait ainsi contraindre un peu plus le budget de ménages déjà très affectés par la crise.

**☑ Notre opinion** – *Pour les pays d'Asie du Sud, la priorité est déjà de lever la menace du risque sanitaire en accélérant les campagnes de vaccination. Sans surprise, les pays les moins avancés sont les moins développés de la zone, mais aussi ceux présentant les défis logistiques les plus forts (insularité des Philippines et de l'Indonésie). L'amélioration de la situation sanitaire leur permettrait ainsi de se redonner un peu d'air en organisant la réouverture des frontières et la reprise du tourisme.*

*À moyen terme, les pays les plus dépendants de cette activité (Thaïlande en tête) ont sûrement compris que la poursuite du développement d'un tourisme de masse, en partie alimenté par la Chine, n'était pas soutenable. Pour des considérations écologiques, mais aussi parce que les frontières de la Chine risquent de demeurer closes encore longtemps, et que les autorités encouragent le développement d'un tourisme domestique. À court terme cependant, ce secteur reste le seul capable d'absorber une main-d'œuvre jeune et peu qualifiée, à la propension à consommer importante. De quoi momentanément panser les plaies de deux années noires en attendant une vraie transformation du modèle de croissance.*

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### 👉 Moyen Orient - Afrique du Nord : les bourses en hausse dans le sillage des indices mondiaux

Il y a dix-huit mois, au plus fort de la crise sanitaire, économique et financière mondiale liée au coronavirus, la chute des indices boursiers de la région avait été légèrement plus élevée que celle des indices mondiaux et des pays émergents. Les pays producteurs de pétrole, affectés à la fois par la double crise de la Covid-19 et du pétrole avaient vu leur indice chuter plus profondément tandis que les pays non producteurs étaient plus ou moins restés dans la moyenne mondiale.

Depuis, le redressement est assez spectaculaire avec des indices comme ceux des bourses des Émirats et de Riyad (indices MSCI) qui se sont redressés respectivement de 50% et de 60% par rapport à leur niveau le plus bas d'avril 2020. Ces deux bourses ont connu de meilleures performances que la moyenne des pays émergents en raison du redressement du prix du pétrole qui a tiré les indices à la hausse au cours des six derniers mois. Les indices boursiers des pays pétroliers du Golfe sont globalement assez corrélés aux prix des hydrocarbures.

Pour les pays non pétroliers, et mis à part l'Égypte dont l'indice est tiré à la baisse par l'appréciation du change, les bourses se sont globalement un peu moins redressées que pour la moyenne des pays émergents en raison d'un environnement moins favorable, notamment un moindre redressement du tourisme et une facture énergétique qui sera plus élevée cette année.

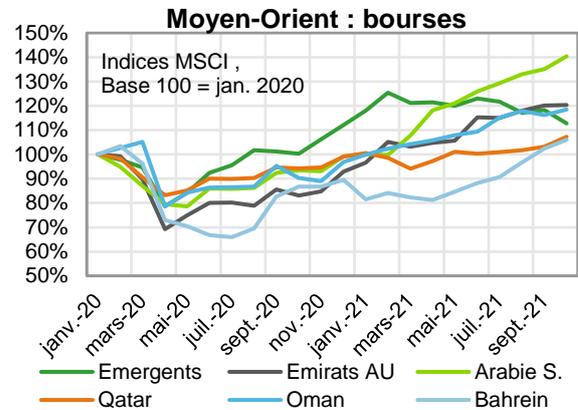
Les primes de risque (prix des CDS) constatées sur la région témoignent de la même amélioration. Ainsi, le prix des CDS sur le souverain saoudien est-il passé de 188 points de base en mars 2020 à 57 actuellement. Le prix des CDS sur Dubaï s'est, lui,

### 👉 Liban : restructuration de la dette souveraine, la perte se situera sans doute autour des 80%

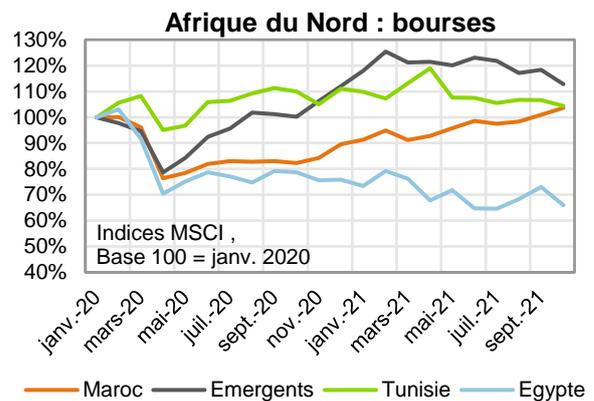
Alors que le nouveau gouvernement dirigé par Najib Mikati informe avoir renoué le contact avec le FMI, les annonces sur le montant de la dette publique ne vont pas rassurer les créanciers du Liban. À fin mai 2021, le montant de la dette publique s'élève à 98,2 Mds USD. Si l'estimation du PIB du Liban à 33 Mds USD à fin 2020 s'avère juste, l'endettement public s'élèverait donc à 300% du PIB, trois années de production de richesse nationale, et donc un ratio inégalé dans l'histoire des crises dans les pays émergents. Le montant du PIB en dollar américain est une estimation raisonnable qui tient compte de la récession et de la dévaluation de la livre de 90% depuis le déclenchement de la crise en 2019. Le PIB de 2019 atteignait 52 Mds USD. Les autorités locales et le FMI n'ont pas encore publié de chiffres de PIB pour l'année 2020.

Pour atteindre un ratio raisonnable de dette publique à 60% du PIB (objectif initial du gouvernement Diab

contracté de 307 pdb à 97 pdb entre ces deux dates. La plupart des autres pays connaissent des évolutions similaires.



Source : JPMorgan, Crédit Agricole S.A. / ECO



Source : JPMorgan, Crédit Agricole S.A. / ECO

lors de l'annonce du défaut souverain en mars 2020), c'est-à-dire retomber à une dette publique de seulement 20 Mds USD, les créanciers vont devoir abandonner 80% de leur créance. La dette libellée en devises étant de 37 Mds USD, donc de moins de la moitié de la perte potentielle encourue, une approche différenciée de restructuration de la dette selon qu'elle est libellée en devises fortes ou en livre libanaise aura peu de pertinence. Les Libanais détenteurs de la dette en livres libanaises doivent donc s'attendre aussi à de très fortes pertes, c'est notamment le cas des banques commerciales principales créancières du souverain. Le cas de la Banque centrale sera lui-même un cas d'école car il est un grand créancier du souverain, il faudra y dénouer toutes les opérations de swap et il ne pourra pas jouer son rôle de prêteur en dernier ressort envers le secteur bancaire.

☑ **Notre opinion** – La nouvelle équipe gouvernementale va devoir organiser le partage du fardeau du défaut souverain et externe entre les créanciers mais aussi le système bancaire, les entités souveraines (y compris la Banque centrale) et les déposants bancaires. Tout en gérant au mieux la paupérisation rapide et profonde de la population et éviter de nouvelles émeutes ou des tensions intra-communautaires. Il faudra donc trouver une position politique commune avant de demander une aide au FMI. Une équation difficile à réaliser. Les conditionnalités de l'aide du FMI seront très complexes à mettre en œuvre compte tenu du degré de déliquescence du pays (dont les coupures d'électricité ne sont que la pointe émergée de l'iceberg). L'ampleur des réformes à mettre en place pour retrouver des équilibres budgétaires et courants que le pays ne connaît plus depuis plus de trente ans est un énorme défi. Une perte de 80% lors d'un défaut souverain est généralement celle observée pour les pays très pauvres d'Afrique sub-saharienne.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Europe centrale : les piliers tremblent

La crédibilité des hommes forts des pays d'Europe centrale commence à s'affaiblir, voire même à s'effondrer. Les élections législatives de la semaine dernière en République tchèque ont été un exemple à la fois très frappant et surprenant. Tous les sondages confirmaient la réélection du Premier ministre sortant, Andrej Babis, un homme d'affaires milliardaire dont le parti ANO (Action des citoyens mécontents) gouverne le pays depuis dix ans. Pourtant, c'est la coalition de tous les autres partis de l'opposition qui l'a emporté à 27,8% des suffrages contre 27,1% en faveur d'ANO.

Et c'est précisément la clé de cette réussite face à un personnage politique avec une telle puissance financière qui était jusque-là considéré comme indélogeable.

Malgré les différences parfois colossales de points de vue politiques, tous les partis d'opposition se sont réunis dans le but de battre Babis et c'est chose faite. Néanmoins, la formation du nouveau gouvernement n'est pas encore garantie puisque, au lendemain des élections, le président de la République, M. Zeman, a dû être hospitalisé d'urgence ralentissant ainsi le processus de formation du gouvernement. Le candidat leader de « Ensemble », la coalition en tête des élections, Petr Fiala, n'a donc pas encore reçu de mandat pour former le gouvernement. Ce temps d'attente pourrait profiter à Babis afin d'attirer quelques candidats de ce fragile regroupement, il faut le reconnaître. Si par ailleurs, le président venait à mourir, l'issue serait encore plus compliquée et longue avec le risque de plonger le pays dans une phase d'incertitudes puisque la constitution ne prévoit pas clairement le cas de disparition d'un président en exercice.

Dans tous les cas de figure, une fois franchie l'étape des nominations si cela aboutit, le défi de gouvernance d'une telle coalition est plus que majeur en raison des différences politiques fondamentales sur les questions européennes, sur les visions du modèle économique, sur la politique étrangère, etc.

Le risque d'instabilité s'accroît donc. Toutefois un grand pas a été franchi, montrant qu'il est possible de vaincre le populisme et que son modèle arrive peut-être à bout de souffle. Il faut rappeler que la campagne du Premier ministre sortant a encore été marquée par les discours anti-européens et pro-russes, et que ce langage rencontre peut-être moins d'écho auprès de la population. Les généreuses mesures sociales n'ont donc pas suffi à convaincre.

Les partis politiques tchèques ne sont pas les seuls à avoir pensé à ce schéma. En Hongrie aussi, une coalition de tous les partis d'opposition se lance dans la campagne électorale pour les prochaines législatives qui vont avoir lieu en 2022. Est-ce que V. Orban sera le prochain populiste à perdre le pouvoir comme en Slovaquie ou en République tchèque ? Est-ce que la Pologne va avoir un trajet similaire ?

Les cas hongrois et polonais seront intéressants à suivre de ce point de vue, puisque les actuels gouvernements ne cessent de tirer à l'extrême les cordes conflictuelles avec Bruxelles, dans un but de déstabilisation de l'unité et des fondements européens tout en renforçant le pouvoir à l'intérieur du pays.

Néanmoins, ces gouvernements risquent de se heurter à une limite encore plus forte, celle de l'adhésion des populations à l'UE qui demeure encore très forte en Pologne comme en Hongrie. Cette tactique pourrait donc se retourner contre eux à force de provocations et de jeux d'influences. Rappelons que la Cour constitutionnelle polonaise vient de déclarer que les traités européens vont à l'encontre de la constitution polonaise : une véritable déclaration de guerre à l'UE dans un moment assez critique par ailleurs, puisque l'UE n'a pas encore validé le plan de relance présenté par la Pologne, qui devrait lui procurer d'importants fonds d'investissement (autour de 3% du PIB). Le bras de fer risque d'être littéralement féroce. Une grande manifestation a eu lieu à Varsovie dimanche dernier pour exprimer et affirmer la volonté des Polonais de faire partie de l'UE.

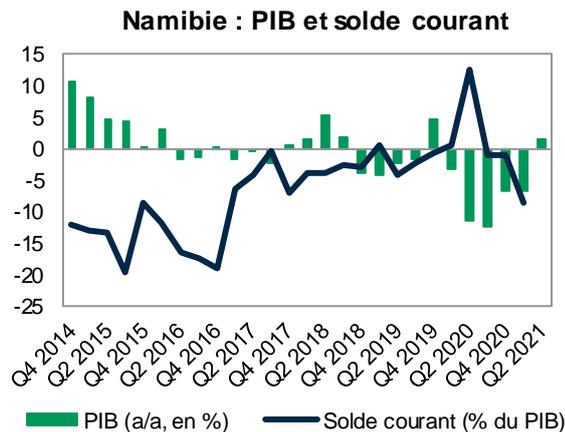
Cette agitation va perdurer dans les mois à venir et elle montre bien qu'une certaine limite est atteinte par cette politique. Le discours populiste, ainsi que l'accompagnement quasi systématique des politiques de redistribution par des restrictions des libertés ou de la transparence et de l'indépendance des institutions, arrive à saturation. Il semblerait que cela ne marche plus, mais en revanche la réponse d'une autre alternative politique et sociétale n'est pas encore bien articulée ou crédible.

Les Tchèques ont voté contre Babis et cela est très claire mais ils n'ont pas voté pour la nouvelle coalition, donc elle est très fragile et se doit de délivrer des résultats pour gagner en crédibilité.

## Afrique sub-saharienne

### Namibie : un retour à la croissance très faible et inégale

La Namibie ne connaîtra pas de reprise forte en 2021. Malgré l'ampleur de la récession en 2020 (la plus importante d'Afrique australe avec le Botswana, à -8%), l'activité économique dans le pays ne devrait rebondir que de 1,3% cette année, d'après les chiffres du FMI.



Sources : NPC Namibia, Crédit Agricole S.A. / ECO

Les chiffres du deuxième trimestre, lors duquel l'économie namibienne a enfin renoué avec un taux de croissance positif après cinq trimestres consécutifs de contraction, en témoignent. L'activité a progressé de 1,6% sur un an, un chiffre qui traduit principalement le fort effet de base du T2 de 2020. Cette reprise est surtout très hétérogène. Le secteur de la vente au détail et de gros (+17,3% a/a) est l'un des principaux contributeurs à la croissance du T2, à 1,5 point, suivi par les différentes composantes des services et la pêche. La progression des services, comme l'hôtellerie-restauration (+34% a/a), reflétant les effets de la levée ou de l'allègement des restrictions sanitaires.

Les difficultés se poursuivent en revanche dans de nombreux autres secteurs de l'économie, notamment les services financiers (-17% a/a, soit une contribution négative de 1,4 point au chiffre de croissance du T2), la construction (-16,9% a/a), l'agriculture (-6,9% a/a) et l'industrie manufacturière (-5% a/a). Le secteur minier et extractif est lui aussi en recul de 1,5% sur un an au deuxième trimestre.

Les comptes extérieurs de la Namibie ont bénéficié en 2020 d'une contraction des importations (-11,4% a/a) plus forte que la chute des exportations (-7,4% a/a), ainsi que des cours favorables du cuivre. Le solde courant du pays a donc enregistré un excédent inhabituel (2,4% du PIB sur l'année) mais devrait revenir dès cette année à son déficit structurel. La reprise qui se profile, bien que modeste, va en effet s'accompagner d'une hausse de la demande d'importations, tandis que la remontée des cours du pétrole renchérit la facture.

En face, la progression des exportations namibiennes sera insuffisante. En 2019, la Namibie avait accueilli 1,6 million de touristes. La faiblesse de la vaccination dans le pays (11% de la population ayant reçu au moins une dose) et le maintien de restrictions au niveau mondial empêchera un redémarrage du secteur touristique (environ 10% du PIB), qui aura donc une contribution très faible aux exportations de la Namibie pour cette année et 2022.

La Namibie se trouvait déjà dans une situation de stagnation économique avant la pandémie. Depuis 2016, la croissance annuelle y est en effet inexistante, voire négative. Les comptes publics enregistrent des déficits récurrents qui alimentent le stock de la dette, qui atteint 73% du PIB en 2021 (multiplication par 2,8 depuis 2014). De plus, les ressources provenant de la *Southern Africa Customs Union* avec les pays de la sous-région représentent environ un tiers des revenus fiscaux du pays. Or les revenus versés pour cette année fiscale (avril-mars) correspondent à l'année précédente et refléteront donc le coup d'arrêt aux échanges en 2020. Le gouvernement va par conséquent poursuivre ses efforts de consolidation budgétaire, notamment en ne poursuivant pas la plupart des dispositifs de soutiens budgétaires visant à atténuer les effets de la pandémie. Cette réduction des dépenses publiques contribuera négativement à la croissance du pays, qui reposera ces deux prochaines années principalement sur la consommation privée domestique.

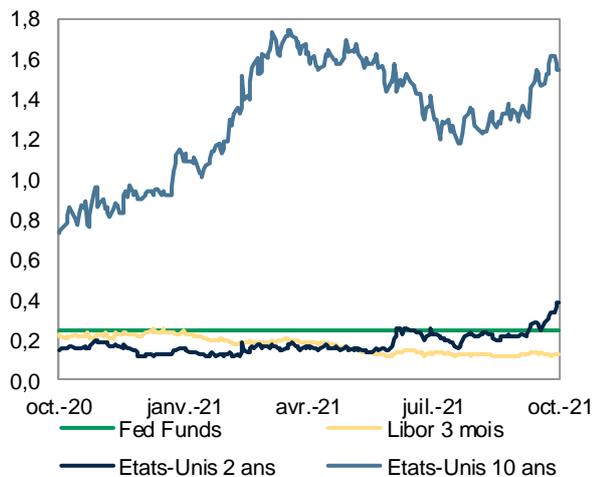
**Notre opinion** – La Namibie ne bénéficie pas de la même dynamique favorable que son grand voisin sud-africain. La faiblesse relative de la Namibie tient dans l'absence de vraie reprise de son secteur minier, malgré un contexte mondial porteur. Le poids de l'industrie diamantaire (20% des exportations namibiennes) pénalise le pays alors que la demande et le prix pour ce produit n'ont pas connu la même vigueur que pour d'autres ressources minières, et que la production locale a même reculé en 2020 et 2021. Elle devrait néanmoins rebondir en 2022, notamment grâce à la mise en service d'un nouveau bateau d'exploitation offshore.

Le nouveau dirigeant (et probable futur président en 2024) du parti au pouvoir depuis l'indépendance, le SWAPO, sera désigné en 2022. L'orientation économique retenue sera déterminante pour le pays qui a engagé depuis plusieurs années des réformes de libéralisation pour renforcer son attractivité.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

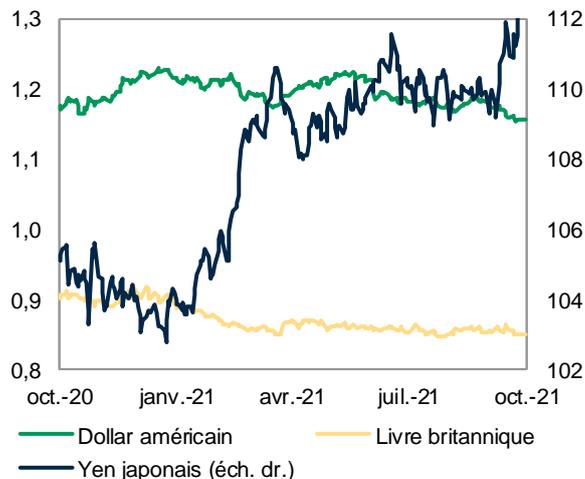
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

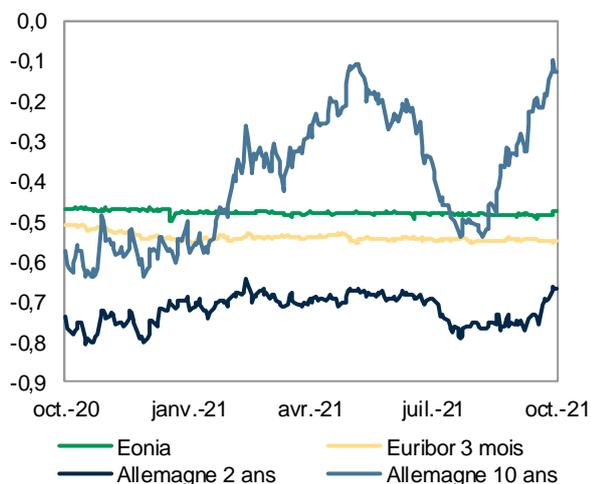
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

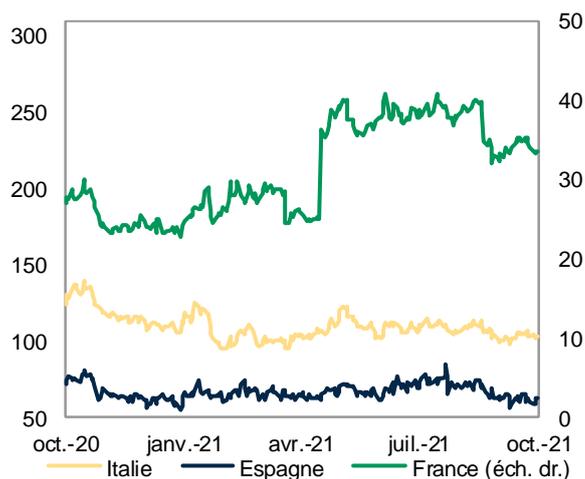
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

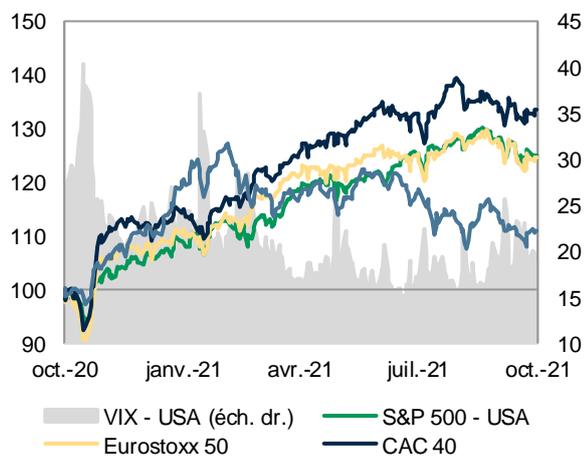
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

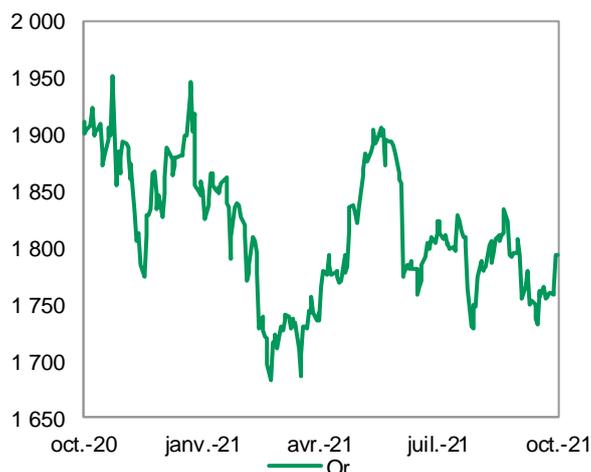
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

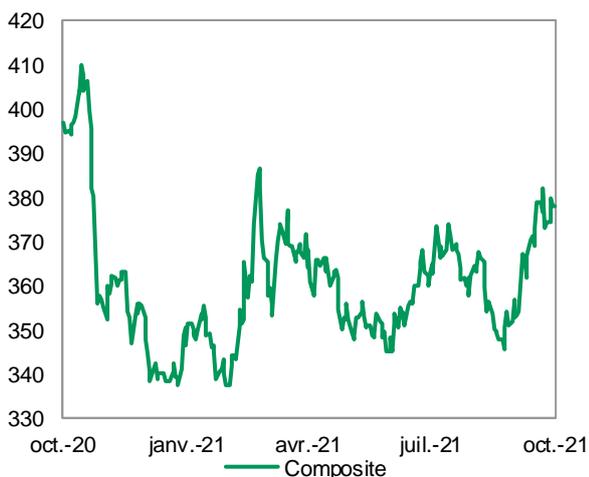
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

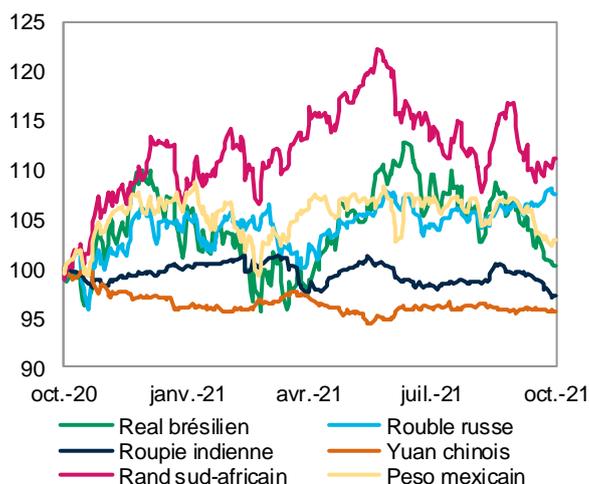
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

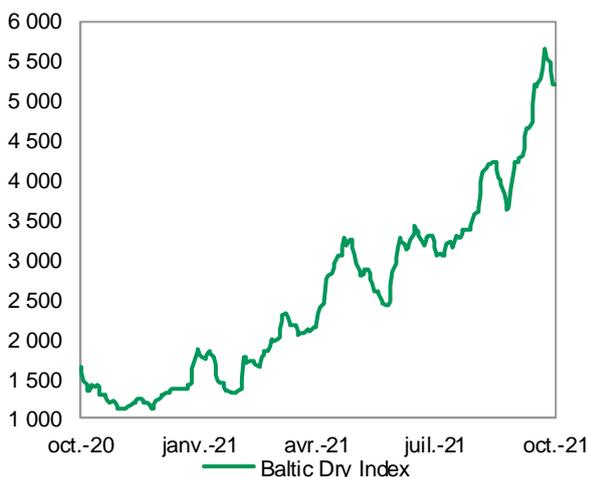
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

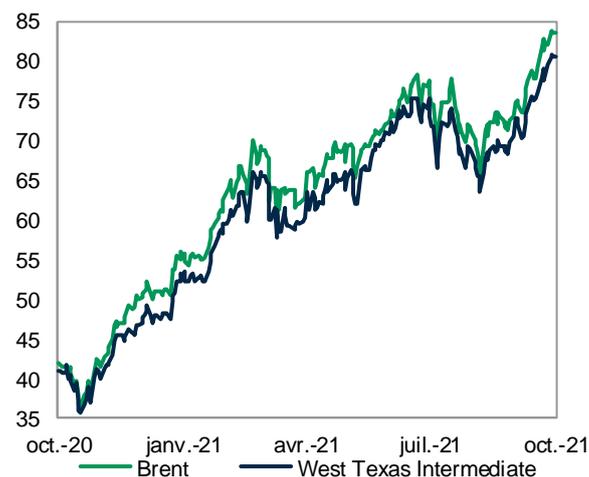
Baltic Dry Index (USD/point)



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 2021-2022 – 5 octobre 2021

[Qui de l'œuf ou de la poule...](#)

Date	Titre	Thème
14/10/2021	<u>Espagne – Scénario 2021-2022 : redressement de l'économie plus lent qu'ailleurs</u>	Espagne
14/10/2021	<u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : une reprise perturbée par les pénuries et difficultés d'approvisionnement</u>	Allemagne
14/10/2021	<u>En Inde, la politique gagne les révoltes paysannes</u>	Inde
13/10/2021	<u>Ukraine – Lente progression vers le niveau d'avant-crise</u>	PECO
12/10/2021	<u>Zone euro – Consommation et investissement des ménages en hausse au T2, les entreprises commencent à se désendetter</u>	Zone euro
08/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/10/2021	<u>Fintech Outlook T3 2021 – La belle vie !</u>	Fintech, banque
07/10/2021	<u>Corée du Sud – Tout schuss</u>	Asie
06/10/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : vax, et ça repart !</u>	France
05/10/2021	<u>Zone euro – La hausse de l'inflation enclenchera-t-elle la boucle prix-salaires ?</u>	Zone euro
05/10/2021	<u>Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : qui de l'œuf ou de la poule...</u>	Monde
01/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
01/10/2021	<u>Avenir de la pêche française et européenne après le Brexit : le diable est dans les détails...</u>	Agriculture, agroalim.
29/09/2021	<u>Pologne et Hongrie – Le plan de relance de la discorde</u>	PECO
29/09/2021	<u>France – Projet de loi de finances 2022 : nette réduction du déficit public et soutien continu à la croissance</u>	France
28/09/2021	<u>Émirats arabes unis – Une reprise assez poussive en 2021, mais plus vigoureuse en 2022</u>	Émirats arabes unis

### 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

**États-Unis, 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 :** Thibaut ALIX

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**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.*