

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/167 – 7 mai 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

Le prochain numéro paraîtra le 21 mai 2021.

☞ Statistiques économiques solides et pourtant	2
☞ France : légère hausse de la production industrielle en mars	3
☞ Italie : une baisse du PIB qui reste contenue	3
☞ Allemagne : les commandes industrielles bondissent en mars suggérant une nette accélération de la production au T24	5
☞ Allemagne : le pays peut également compter sur sa demande extérieure pour soutenir sa croissance	5
☞ Espagne : victoire du PP à Madrid	5
☞ Espagne : momentum pour l'industrie	6
☞ BoE : la voix du faucon a dominé en mai	7
☞ Le chiffre de la semaine	9
☞ Hong Kong : comment gérer une reprise « en K » ?	10
☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : Covid, une pandémie toujours assez mal contenue	11
☞ Émirats arabes unis : une première émission souveraine ?	12
☞ Mexique : vers une reprise à deux vitesses	13
☞ Afrique du Sud : de bonnes nouvelles dans un horizon de contraintes insurmontables ?	14
☞ News géo-économiques	16

👉 Statistiques économiques solides et pourtant...

Les grandes tendances se sont poursuivies cette semaine. Alors que la progression des actions a continué (à un rythme néanmoins un peu moins dynamique) portant la hausse des principaux indices européens et américains à près de 12% depuis le début de l'année, les taux sans risque se sont effrités et les *spreads* européens se sont écartés par rapport au Bund. L'érosion des taux allemands et américains à dix ans les porte à, respectivement, -0,23% et 1,57% (à rapprocher d'un point haut récent, début avril, à 1,71%). Les primes de risque offertes par la France, l'Espagne et l'Italie s'établissent désormais à 37, 68 et 110 points de base.

Zoom sur les chiffres économiques les plus éloquentes : ils restent ou deviennent encourageants, mais contrariés par des craintes de resserrement monétaire prématuré.

Aux États-Unis, la baisse des demandes d'indemnisation au chômage de la semaine passée (bien que toujours historiquement élevées) suggérerait une amélioration significative du marché du travail dont aurait dû attester le rapport sur l'emploi d'avril publié ce jour. Le consensus tablait sur une hausse de l'emploi salarié non agricole de 1 million et un recul du taux de chômage à 5,8% (supérieur à son niveau d'avant-crise à 3,5% en février 2020, mais passant sous le seuil de 6% pour la première fois depuis le début de la pandémie). Le rapport s'est révélé très décevant (hausse des effectifs limitée à 266 000, du taux de chômage à 6,1%, contre 6% en mars, du taux de participation de 57,8% à 57,9%). Les indices ISM ont légèrement diminué, mais restent à des niveaux élevés. Ces indicateurs ne sont pas de nature à remettre en cause les perspectives de reprise soutenue : des interruptions ponctuelles de la tendance à l'amélioration et ce d'autant plus que la période reste « inédite » (récupération encore hétérogène selon les secteurs, entreprises signalant qu'elles éprouvent des difficultés à pourvoir des postes vacants, perturbations de la chaîne d'approvisionnement, goulets d'étranglement ponctuels à l'occasion de la réouverture de l'économie *post*-confinement). Elles signalent néanmoins que la reprise risque d'être « chaotique » et valident le scénario « d'accompagnement monétaire », sans risque de *tapering* prématuré et encore moins de hausse des taux directeurs de la part de la Fed.

En zone euro, en dépit de la persistance des contraintes sur la mobilité, les ventes au détail se sont redressées au mois de mars (+2,7% sur le mois) retrouvant ainsi leur niveau pré-crise. L'indice PMI composite d'activité signale en avril un deuxième mois d'expansion de l'activité du secteur privé (53,8 points) grâce à la croissance retrouvée du secteur des services (50,5 points, après 49,6 en mars) après sept mois de contraction. L'Allemagne et l'Espagne se révèlent les plus dynamiques : tirée

par la vigueur du cycle manufacturier pour la première et soutenue par les meilleures perspectives des services pour la seconde. Les performances en France (bien que l'activité y soit au plus haut depuis huit mois) et en Italie sont plus modestes. Les perspectives de production et les commandes dans l'industrie ne cessent de s'améliorer, même si la production industrielle ne s'est pas encore complètement redressée. Le léger rebond de celle-ci enregistré en Allemagne (+0,7% sur le mois) et en France (+0,4%) en mars est de bon augure pour l'ensemble de la zone et pour le trimestre en cours. De forts mouvements d'ajustement des stocks, liés aux mesures de confinement et aux problèmes de livraison perturbent encore fortement la production, notamment dans le secteur automobile où la pénurie de semi-conducteurs freine davantage l'activité. Néanmoins, le taux d'utilisation des capacités s'est rapidement redressé pour retrouver son niveau élevé de la mi-2017. La reprise mondiale est très robuste et elle se renforce dans la zone euro, portée par la dynamique très soutenue du cycle manufacturier : cela conforte notre scénario de reprise de la zone euro à partir du deuxième trimestre.

Le PMI mondial composite d'avril a augmenté à 56,3 points, soit son plus haut niveau depuis plus de dix ans : un record qui masque cependant des trajectoires de reprise diverses s'étageant, schématiquement, de forte dans les pays anglo-saxons, à progressive dans la zone euro et au Japon, pour être très hétérogène au sein des pays émergents. Enfin, en Chine, les indices et les statistiques du commerce extérieur confirment la bonne tenue des demandes interne et externe : moyenne des PMI (officiels et Caixin) en légère hausse (à 53,6 points) ; forte croissance des exportations et des importations de biens (sur un an, respectivement, 22% et 32%).

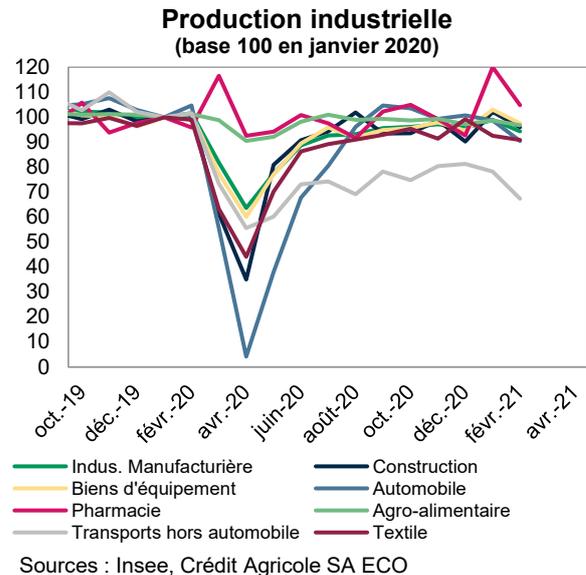
Et pourtant, cette moisson de chiffres plutôt (voire très) encourageants ne suffit pas à dissiper les risques qui justifient l'appétit (modéré) pour les taux très sûrs et l'écartement des *spreads* intra-zone euro.

Risques divers (voire contradictoires) mais qui compliquent la lecture d'une sortie de crise déjà suffisamment complexe : J. Yellen s'exprimant sur les plans du gouvernement susceptibles de justifier des taux d'intérêt plus élevés (avant de se reprendre et de préciser que toute hausse des taux serait modeste et qu'il ne s'agissait pas de la Fed) ; inquiétudes sur les pressions inflationnistes à court terme (la semaine prochaine sera importante avec notamment la publication de l'inflation d'avril aux États-Unis) ; préoccupations sur l'aggravation de la crise sanitaire en Inde et l'efficacité de la vaccination ; spéculations selon lesquelles la BCE réduirait son activité au titre du PEPP en juin.

Zone euro

France : légère hausse de la production industrielle en mars

Après un recul marqué au mois de février, la production manufacturière repart légèrement en mars (+0,4%), mais reste 6,8% inférieure à son niveau d'avant crise. Dans l'ensemble de l'industrie, la production progresse de 0,8% sur un mois. Sur l'ensemble du premier trimestre, la production manufacturière est en léger recul de 0,2% (par rapport au trimestre précédent). La baisse d'activité sur les trois premiers mois de l'année est similaire dans l'ensemble de l'industrie. La hausse du mois de mars est portée par la cokéfaction-raffinage qui progresse de 7% sur un mois et la production de matériels de transport hors automobile qui se redresse de 5,5% en mars, mais reste le secteur le plus éloigné de son niveau d'activité d'avant crise (-29,6% par rapport au mois de février 2020).



Notre opinion – Avec le redémarrage de la demande au niveau mondial, des tensions sur l'approvisionnement des entreprises manufacturières sont apparues au cours des derniers mois. Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat des entreprises du secteur manufacturier indiquent une forte augmentation des délais de livraison de matières premières et biens intermédiaires depuis l'automne. La hausse des prix de production confirme d'ailleurs ces tensions sur l'approvisionnement. Il semble que ces facteurs soient les principaux responsables du ralentissement de la production industrielle au cours des derniers mois. En effet, sur la même période, les carnets de commande ont continué à se remplir et atteignent des niveaux records sur les trois dernières années, tandis que les stocks de produits finis sont en baisse. Ainsi, avec une demande toujours dynamique et un investissement des entreprises soutenu, la production devrait rapidement repartir une fois les tensions sur l'appareil de production apaisées.

Italie : une baisse du PIB qui reste contenue

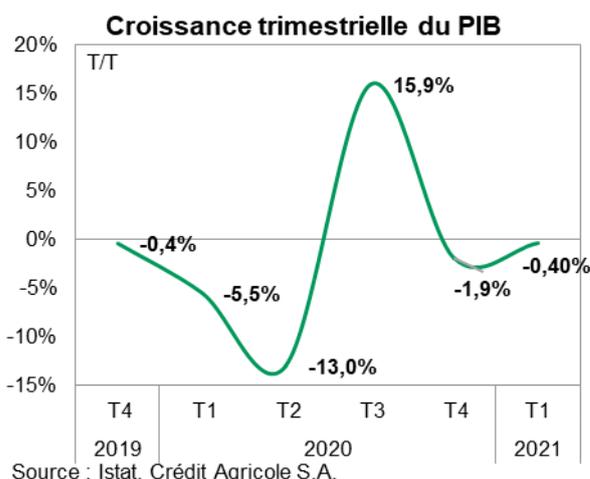
Le PIB aurait reculé de 0,4% au cours du premier trimestre rapport au trimestre précédent et de 1,4% en glissement annuel. Cette estimation de croissance de l'Istat s'est révélée nettement meilleure qu'attendu et témoigne de l'adaptation des agents à ce nouvel environnement, ainsi que d'un meilleur ciblage des mesures de restrictions sanitaires. Dans la continuité des données d'activité, la sphère productive continue de se montrer résiliente, bénéficiant d'une reprise de la demande aussi bien domestique qu'extérieure.

L'indice PMI manufacturier a ainsi enregistré une de ses meilleures performances en avril atteignant 60, contre 59,8 en mars. L'enquête indique non seulement une hausse des anticipations de production, mais également des commandes. Elle continue néanmoins de signaler des retards d'approvisionnement et une hausse du prix des intrants. La *Confindustria* estime quant à elle la hausse de la production industrielle à -0,4% en avril, après avoir légèrement revu à la hausse l'estimation pour mars à 0,4%. Un constat partagé par l'enquête de l'Istat qui montre une amélioration de la confiance des entreprises tous les secteurs en avril. Elle est

ainsi passé de 101,9 à 105,4 dans l'industrie manufacturière et continue de s'améliorer (de 147,9 à 148,5) dans la construction. Une reprise également visible dans l'indice PMI construction qui atteint 57,6 en avril, après 56,3 en mars, soit sa plus forte hausse depuis janvier 2007. Elle reste alimentée par la hausse des nouvelles commandes qui semblent bénéficier des programmes d'incitation publique (écobonus et superbbonus) reconduit pour 2021.

Mais la lueur d'espoir vient du secteur des services, dont l'indice de confiance Istat passe de 85,4 à 87,1 pour les services marchands et de 91,2 à 95,8 pour le commerce de détail. Une légère amélioration au regard du contexte de confinement, mais qui rappelle également que ces derniers restent loin de leur niveau d'avant-crise. Un léger regain d'optimisme que souligne l'enquête PMI qui continue néanmoins d'observer un recul de l'activité dans les services qui s'est renforcé avec le durcissement des mesures sanitaire en avril avec un indice passant de 48,6 en mars à 47,3 en avril. Les fermetures en avril d'une grande partie des commerces, de même que celle des bars et restaurants pèsent encore sur le

secteur, en témoigne le recul des ventes au détail en mars à -0,1% en valeur et +0,1% en volume) plombées par une baisse des ventes de biens non alimentaires de -1,6% en valeur et -1,1% en volume. Les effets du confinement sur la consommation restent néanmoins plus contenus que lors du trimestre précédent avec une croissance des ventes au détail estimée de 0,2% en valeur et diminuent de 0,3% en volume pour le premier trimestre. Le mois d'avril pourrait cependant être le dernier mois de baisse. La réouverture progressive en mai devrait favoriser une reprise dans les services qui pourrait également bénéficier de l'amélioration de la confiance des ménages qui voit toutes ses composantes augmenter en avril.

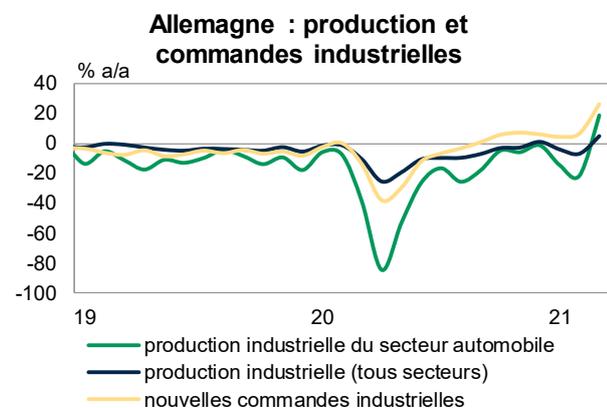


Notre opinion – Les effets des confinements de mars-avril semblent avoir eu une moindre répercussion sur l'activité que ce qui avait été escompté. Mais la dichotomie entre biens et services se confirme avec une hausse de la valeur ajoutée dans les secteurs primaire et secondaire qui ne compense pas la baisse des services au premier trimestre. Les agents semblent cependant percevoir la lumière au bout du tunnel avec les différentes annonces de réouverture. Après un moment difficile, le deuxième trimestre s'annonce positif et pourrait constituer la première étape à la sortie de crise.

Allemagne : les commandes industrielles bondissent en mars suggérant une nette accélération de la production au T2

La production industrielle hors énergie et construction a progressé de 0,7% sur un mois en mars, après -1,8% en février, en dépit des contraintes sanitaires qui continuent de peser sur l'activité du pays. Cette résistance de la production s'explique surtout par la production des biens de consommation qui effectue une hausse de 2,9%, ainsi que des biens intermédiaires en augmentation de 1,2%, tandis que la production en biens d'équipement recule de 0,4%. En dehors de l'industrie, la production d'énergie a augmenté de 2,4% et la construction de 10,8%. En rythme annuel, la production industrielle totale enregistre un rebond de 6,5%.

Mais en comparaison avec février 2020, dernier mois d'activité avant-crise, elle affiche un repli de 5,4%, suggérant que la marge de progression reste encore importante. Les commandes industrielles ressortent néanmoins en nette hausse de 3% sur le mois de mars. Celles-ci sont essentiellement guidées par une forte hausse de la demande domestique (+4,9% sur le mois, après +4% le mois précédent) et dans une moindre mesure de la demande étrangère (+1,6% sur le mois) notamment en provenance des pays tiers. La ventilation par secteurs signale que cette accélération de la demande est portée surtout par les produits pharmaceutiques (+11,9% sur le mois) et le matériel informatique (+8,9%), tandis que les autres productions progressent plus modérément comme dans l'automobile (+0,6%) ou les machines et équipement (+2,5%).



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – La production industrielle allemande conserve une dynamique haussière en mars. La hausse des commandes industrielles suggère une nette accélération de la production dans les mois à venir, soutenue à la fois par la demande domestique, jusqu'ici bridée, mais aussi par la demande étrangère. Si cette tendance se confirme dans les prochains mois, le pays pourrait bénéficier d'un net sursaut de sa croissance au deuxième trimestre, grâce à la reprise du cycle manufacturier mondial.

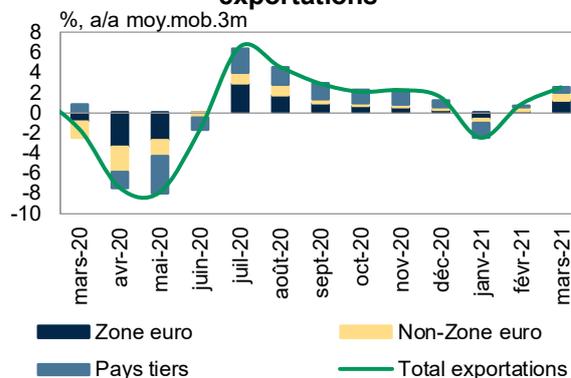
👉 Allemagne : le pays peut également compter sur sa demande extérieure pour soutenir sa croissance

La reprise des exportations nettes se poursuit au mois de mars avec des exportations atteignant 111,5 Mds €, en hausse de 1,2% sur le mois. Dans le même temps, les importations s'établissent à 97,2 Mds €, en augmentation de 5,9%. Le solde commercial atteint ainsi un excédent de 14,5 Mds €, en progression de 8,3% sur l'année. Comparativement à février 2020, les exportations demeurent encore 0,9% en dessous de leur niveau d'avant-crise et les importations se situent 6,8% au-dessus.

La ventilation par grandes zones géographiques signale un net redressement des exportations à destination des pays de la zone euro (+22% sur un an), mais aussi des pays hors zone euro (+17,9%) et des pays tiers (+10,5%). Les exportations à destination du Royaume-Uni continuent en revanche de chuter en mars (-13,2% sur un an), inscrivant le pays un peu plus comme un partenaire de seconde ligne. L'ancrage avec la demande américaine est, en revanche, une aubaine pour le pays qui bénéficie de l'accélération précoce de l'activité outre-Atlantique

avec des exportations en hausse de 8,8% sur un an. Les exportations vis-à-vis de la Chine s'intensifient également avec une hausse significativement élevée de 37,9% sur l'année.

Allemagne : contributions aux exportations



Sources : Destatis, Crédit Agricole S.A.

✓ Notre opinion – Les exportations allemandes continuent leur redressement par rapport à leur niveau d'avant-crise et bénéficient de la traction de la reprise d'activité chinoise et américaine, toutes deux en effervescence. Dès que les restrictions sanitaires seront relâchées, ce qui ne devrait pas tarder au regard du rythme des vaccinations qui s'intensifient, l'Allemagne connaîtra à la fois une hausse de sa demande intérieure, mais aussi de sa demande extérieure, ce qui devrait se traduire par une franche accélération de sa croissance du PIB à partir du deuxième trimestre.

👉 Espagne : victoire du PP à Madrid

Lundi dernier, le Parti populaire (PP) a obtenu 65 sièges sur 136 à l'assemblée régionale. Il obtient ainsi le double des votes par rapport à la dernière élection régionale, bien que le résultat soit toujours inférieur à la majorité de 69 sièges. Le Parti socialiste ouvrier espagnol (PSOE), qui dirige le gouvernement national, n'a obtenu que 16,85% des voix, le laissant avec 24 sièges. Ayuso, qui a défié les demandes de confinement du gouvernement

central en faveur du maintien de l'ouverture de l'activité, a plus que doublé la performance de son parti par rapport à 2019, en remportant 65 des 136 sièges du Parlement régional. Cependant, il n'a pas atteint les 69 sièges requis pour une majorité absolue et devra probablement compter sur le soutien du parti d'extrême-droite Vox, qui a remporté 13 sièges, pour former une coalition viable.

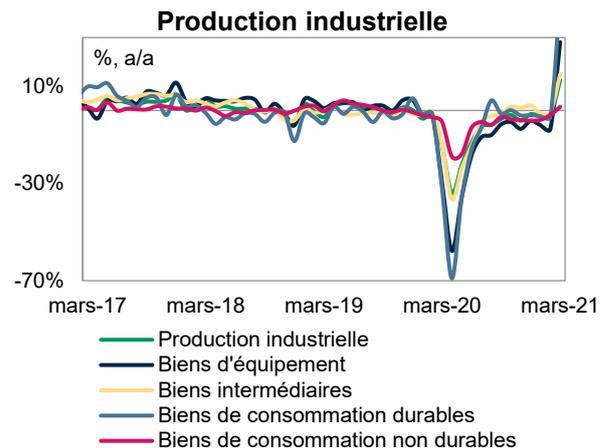
✓ Notre opinion – Ayuso a gagné le soutien de nombreux habitants de Madrid par son approche peu orthodoxe de la lutte contre le Coronavirus, préférant garder les bars et les restaurants ouverts, plutôt que d'imposer un confinement strict comme le faisait le reste du pays. Le taux d'occupation des unités de soins intensifs dans la région est plus élevé que partout ailleurs en Espagne et le taux de contagion sur quatorze jours est également supérieur à la moyenne. La campagne électorale assez âpre a divisé les partis en blocs de gauche et de droite, le chef parlementaire du parti d'extrême-gauche Unidas Podemos, Pablo

Iglesias, quittant son rôle de chef du parti pour occuper le poste de chef de file de la région. Après une campagne tendue, au cours de laquelle des menaces de mort lui ont été envoyées, ainsi qu'à un certain nombre d'autres politiciens de haut niveau, son parti n'a gagné que dix sièges à l'assemblée régionale et 7,21% des voix. Il a ensuite annoncé qu'il abandonnait la politique espagnole.

La défaite à Madrid affaiblit le Premier ministre Sánchez. Laa du PP montre un soutien majoritaire pour une gestion de la crise Covid, opposée à celle menée par la Moncloa. Avec Ayuso, les stratégies basées sur les réductions d'impôts triomphent en premier lieu. Face à la demande généralisée de réduction de la charge fiscale, le candidat du PSOE, Ángel Gabilondo était impuissant. Sa promesse de ne pas augmenter les impôts pendant deux ans a été marginalisée par le projet de l'exécutif d'augmenter la fiscalité en 2022.

 **Espagne : momentum pour l'industrie**

La variation mensuelle de l'indice de la production industrielle entre les mois de mars et de février, éliminant les effets saisonniers et calendaires, est de 0,4%. Ce taux est supérieur de 0,5 point à celui observé en février. Par secteurs, les biens de consommation non durables (1,1%), les biens de consommation durables (0,7%) et les biens intermédiaires (0,4%) ont présenté des taux de croissance mensuels positifs. Au contraire, les biens d'investissement (-0,4%) ont enregistré un repli. L'indice de la production industrielle corrigé des effets saisonniers et calendaires montre une variation de 12,4% en mars par rapport au même mois de l'année précédente (-2,8% en février).



☑ Notre opinion – *La production dans l'industrie a retrouvé son niveau d'avant-crise en Espagne. La valeur ajoutée industrielle a affiché une croissance de 1,1% au premier trimestre. Les indices PMI du secteur industriel affichent des niveaux historiquement élevés en avril dans les composantes de la production, nouvelles commandes (y compris celles provenant de l'extérieur) et de l'emploi.*

Royaume-Uni

BoE : la voix du faucon a dominé en mai

Le comité de politique monétaire (MPC) de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a voté à l'unanimité le maintien de son taux directeur à 0,1% à l'issue de sa réunion du mois de mai. La taille cible du programme d'achats de titres d'État (*gilts*), qui est toujours censé s'achever en fin d'année, a été laissée inchangée à 875 milliards de livres (895 Mds £ en incluant le programme d'achats de titres d'entreprises).

En ligne avec nos anticipations et sur fond d'une nette amélioration des perspectives économiques, dont le [rapport de politique monétaire du mois de mai](#) fait état, la BoE a annoncé qu'elle réduirait le rythme de ses achats de *gilts* légèrement (de 4,4 Mds £ par semaine à 3,4 Mds £). Elle souligne qu'effectivement il ne s'agit pas de changement de politique monétaire, car le montant total cible des achats de *gilts* reste le même, mais d'une conséquence technique de la décision prise en novembre 2020 de mener les achats d'actifs jusqu'à la fin de cette année. En outre, le chef économiste de la Banque centrale, l'éminent faucon Andy Haldane, a voté pour une réduction de 50 Mds £ du programme d'achats de *gilts*, soit une taille cible passant de 875 Mds £ à 825 Mds £.

Le vote de M. Haldane et la décision du MPC de ralentir ses achats (« *tapering* ») dès le mois de mai (qui ne faisait pas consensus parmi les économistes) ont été des surprises *hawkish*, même si le chef économiste a, à maintes reprises, exprimé son optimisme sur les perspectives économiques, notamment sur la consommation des ménages et l'inflation. Pour lui, la demande domestique allait être plus forte que prévu dans les projections centrales du comité, ce qui allait amplifier les pressions sur les coûts et faire peser des risques haussiers sur l'inflation à moyen terme.

En termes de *forward guidance*, le MPC reste prêt à faire tout ce qui est nécessaire (« *whatever action is necessary* ») pour respecter son mandat. Concernant un éventuel resserrement futur de sa politique monétaire, il n'a pas changé son intention de « ne pas resserrer la politique monétaire au moins jusqu'à l'apparition de signes clairs qu'un progrès significatif a été réalisé pour éliminer les capacités non utilisées et que la cible d'inflation de 2% allait être atteinte de manière soutenable ».

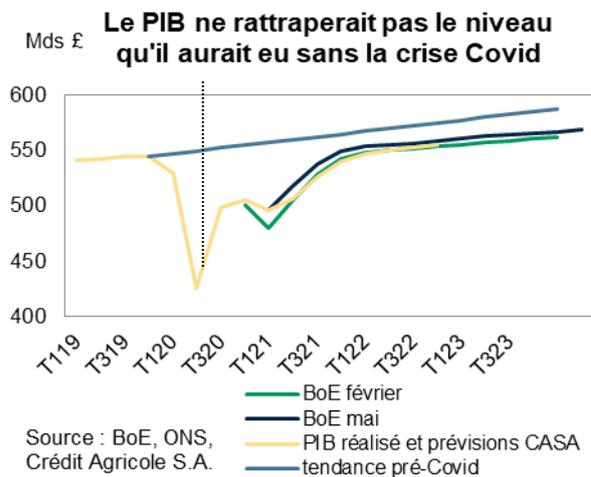
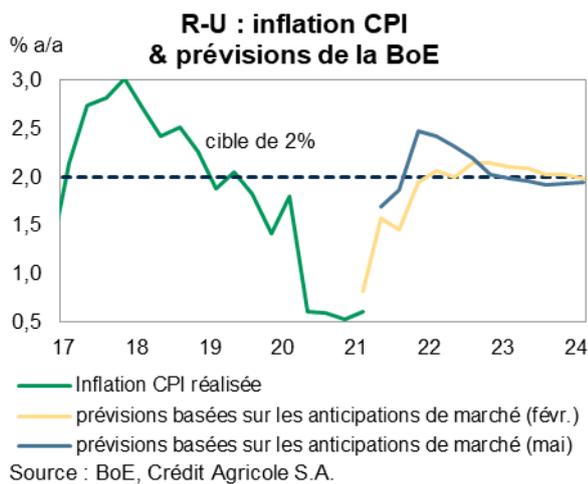
Pour la majorité des membres du MPC, il s'agit de conditions nécessaires mais non suffisantes pour entamer tout resserrement de la politique monétaire. Pour eux, il faut que la politique continue de lutter fortement contre les risques baissiers entourant les perspectives, afin de soutenir l'économie et d'éviter qu'un resserrement inapproprié des conditions monétaires ne ralentisse le retour vers la cible.

Certes, ces risques avaient diminué depuis février mais pour la majorité du MPC ces considérations continuaient de s'appliquer.

Les décisions du MPC ont été prises à la lumière de révisions significatives des prévisions économiques à court terme. Pour 2021, la croissance s'établirait à 7,25%, contre 5% prévu précédemment. C'est la conséquence d'une moindre chute du PIB anticipé pour le premier trimestre (-1,5% contre -4,2% en février), d'un assouplissement plus rapide que prévu des restrictions sur l'activité et la mobilité par le gouvernement, et de l'extension du stimulus budgétaire à court terme. La BoE anticipe également un soutien plus fort à la consommation des ménages provenant de l'utilisation du stock d'épargne accumulée pendant la crise (10% du stock serait consommé au lieu de 5% supposé précédemment). L'économie retrouverait son niveau d'avant-crise à la fin de cette année avec un niveau du PIB pour le T4-2020 supérieur de 1,3% aux prévisions précédentes. Le taux de croissance atteindrait son pic au T2-2021 à 4,3% sur le trimestre, resterait très élevé au T3-2021 (3,9%) et T4-2021 (2%), avant de ralentir début 2022 et retrouver un rythme de 0,3% (inchangé par rapport à février et inférieur à la tendance d'avant-crise) en moyenne par trimestre en 2022 et 2023. Pour 2022, la croissance en moyenne annuelle s'affiche en baisse de 5% à 4,5%, conséquence des révisions du profil de PIB en 2021.

Concernant l'évolution des prix à la consommation, l'inflation CPI a surpris significativement à la baisse au T1-2021 (de 0,2 point de pourcentage par rapport aux prévisions de la BoE). Mais un *output gap* moins important (-1,25% au T2-2021, contre -2,5% anticipé en février), des prix de l'énergie en hausse et le report de la hausse de la TVA dans les secteurs du tourisme et de la restauration, ont conduit la BoE à rehausser ses prévisions d'inflation. Un dépassement de la cible plus prononcé est anticipé pour cette année et l'année prochaine, suivi par une modération vers la cible fin 2022. L'inflation CPI atteindrait 2,5% en moyenne au T4-2021, contre 1,9% prévu en février, et resterait supérieure à la cible pendant la majeure partie de 2022.

À moyen terme, sous l'hypothèse d'un taux directeur constant à 0,1%, l'inflation CPI est prévue à environ 2,1%, soit très légèrement supérieure à la cible. En revanche, sous l'hypothèse d'un taux directeur suivant les anticipations de marché (c'est-à-dire une hausse d'environ 50 points de base sur les trois prochaines années à 0,6% début 2024), l'inflation CPI serait proche, mais très légèrement en-dessous, de sa cible à moyen terme. Selon nous, cela représente de nouveau une validation implicite par la BoE des anticipations de marché sans pour autant inciter à un *repricing* vers le haut.



☑ Notre opinion – Avec sa décision de ralentir ses achats d'actifs dès le mois de mai et de maintenir son objectif de fin du programme « autour de la fin de cette année », la BoE confirme son positionnement relativement hawkish parmi les grandes banques centrales mondiales. Mais sa tonalité pourrait devenir moins restrictive dans les prochains mois avec le départ de M. Haldane du MPC en juin, la majorité du MPC étant toujours relativement préoccupée par les risques baissiers autour des perspectives de croissance et par un éventuel resserrement trop important des conditions financières (via une hausse des taux et une appréciation de la livre).

En l'absence de surprise forte côté demande (et le scénario central de la BoE nous semble déjà assez optimiste), nous n'anticipons pas de nouvelle réduction des achats d'actifs dans les prochains mois. La BoE n'a rien indiqué de nouveau sur sa stratégie de sortie, qui reste à l'étude. Selon nous, elle devrait procéder d'abord à une baisse technique de son programme d'achats d'actifs avant toute hausse de taux. Nous n'anticipons donc pas de changement de taux avant 2023 (sachant que les projections du MPC suggèrent un premier relèvement vers la mi-2023).

Pays émergents

Le chiffre de la semaine



Indices PMI : une convergence en trompe-l'œil ?

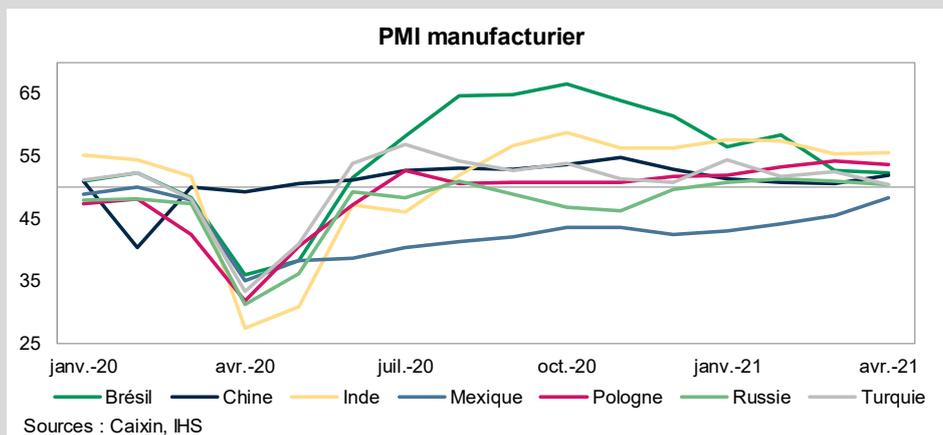
L'indice des directeurs d'achat (*Purchasing Managers Index* ou PMI) est un indicateur composite et avancé mesurant l'activité manufacturière d'un pays et permettant d'anticiper les niveaux de la production – en croissance quand l'indice est au-dessus de 50. Son évolution depuis un an met en lumière les capacités de rebond des secteurs industriels de chaque pays, l'impact des choix de politique économique sur la production, les grandes phases de la crise, mais aussi les divergences de trajectoires nationales.

Trois moments importants se dessinent pour l'ensemble des pays étudiés :

- ✓ La phase de contraction, correspondant au deuxième trimestre 2020 (T1 pour la Chine), c'est-à-dire au pic des mesures prises pour endiguer la crise sanitaire : la trajectoire de tous les pays converge vers le bas, sauf la Chine bien sûr, dont le décalage de cycle sanitaire doit être gardé en tête cette année, car il rend la trajectoire conjoncturelle chinoise difficile à comparer avec les performances des autres pays.
- ✓ La phase de reprise en V, correspondant au troisième trimestre 2020 et à la sortie des mesures de confinement, révèle également la nature très particulière de cette crise, durant laquelle les capacités de production n'ont pas été affectées, ce qui a permis ce redémarrage globalement très rapide. Cette phase concerne tous les pays à l'exception du Mexique, où la normalisation est beaucoup plus lente, reflétant notamment le choix du gouvernement de rester ancré sur son orthodoxie fiscale et de ne pas soutenir l'économie. La fin du troisième trimestre marque ensuite certains écartements de situations qui correspondent à de nouvelles vagues épidémiques, en Russie par exemple.

Ainsi, alors que la première vague a été un choc quasi symétrique dans le monde, bien que décalé dans le temps selon les zones ; les indices PMI montrent bien comment la crise sanitaire se déploie sur l'année de façon plus asymétrique, surtout depuis la fin de l'été 2020, selon que les pays sont touchés, ou non, par de nouvelles vagues et selon la façon dont ils y réagissent. Cette asymétrie se retrouve d'ailleurs dans d'autres indicateurs, notamment de prix, et elle va rendre difficiles les comparaisons de conjoncture en 2021, les effets de base n'étant pas les mêmes selon les pays. Une fois encore, répétons qu'il faut attendre au moins 2022 pour tirer un bilan un peu plus global de la crise.

- ✓ Une phase de stabilisation se dessine néanmoins depuis le quatrième trimestre 2020. À partir de là, la plupart des indices restent au-dessus de 50 et convergent beaucoup plus, ce qui illustre à la fois les anticipations de reprise et, plus largement, une forme de « normalisation » conjoncturelle. Mais la dynamique de la reprise n'est pas non plus uniforme selon les pays. Et surtout, cette phase de convergence pourrait être de courte durée, en raison de l'aggravation de la crise sanitaire observée actuellement dans plusieurs pays. L'Inde et la Turquie ont ainsi ordonné de nouvelles mesures de confinement nationales (Turquie) ou locales (Inde), pour freiner le nombre de contaminations. Ces dernières pourraient avoir un impact sur le niveau d'activité industrielle et sur les anticipations de commandes, et conduire à un nouvel écartement des courbes.



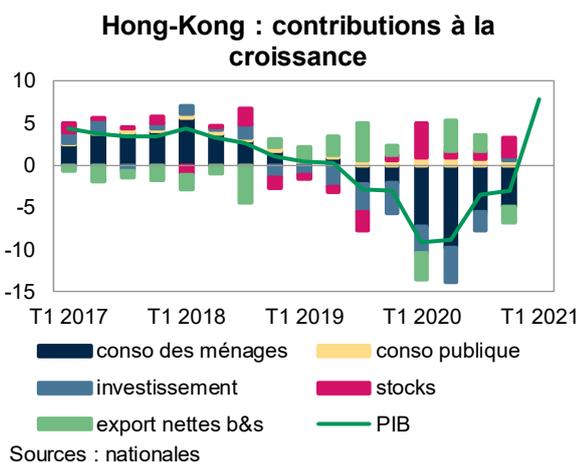
Asie

Hong Kong : comment gérer une reprise « en K » ?

L'économie hongkongaise émerge doucement de la crise : la décomposition de la croissance du premier trimestre ne sera connue que la semaine prochaine, mais son niveau (7,8% en glissement annuel) signe d'ores et déjà le premier trimestre de progression de l'activité depuis le T2 2019.

Effacer le double choc de 2019 et 2020

Il ne faut pas l'oublier : Hong Kong est une des rares économies en Asie à être entrée en récession avant la crise de 2020, alors que son niveau d'activité était déjà réduit par des mois de manifestations. Si bien que si l'on prend en compte ces deux années de récession, le niveau du PIB fin 2020 était de 7,3% inférieur à celui de fin 2018, et donc que – si l'on en croit les prévisions du FMI (croissance de 4,3% en 2021 et de 3,8% en 2022) – Hong Kong ne devrait retrouver son niveau de PIB pré-récession qu'à fin 2022.



Gérer une économie de plus en plus hétérogène

De plus, ce double choc a principalement impacté les mêmes industries. Hong Kong présente ainsi un profil particulièrement net de reprise « en K », où trois types de secteurs peuvent être différenciés.

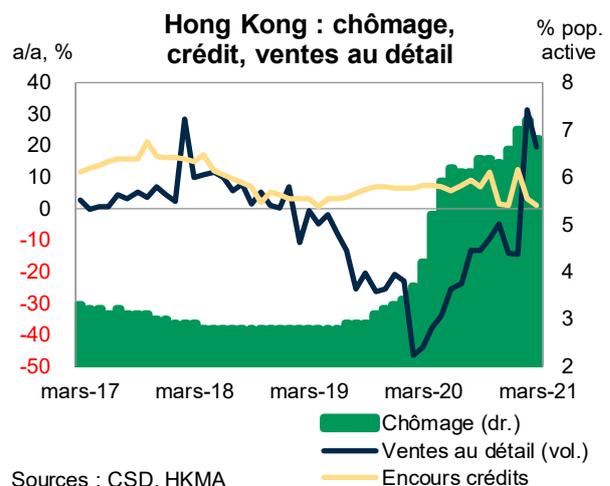
- 1 - Les secteurs qui ont été peu ou pas touchés par la crise, au premier rang desquels le secteur financier ;
- 2 - Les secteurs touchés par la crise, mais en pleine dynamique de reprise, notamment ceux liés à l'import-export ;
- 3 - Les secteurs touchés par la crise dans lesquels la dynamique de reprise est beaucoup moins nette, qui sont principalement liés à l'activité touristique (hôtellerie, restauration) et à la consommation des ménages.

Cette segmentation est particulièrement nette dans les statistiques du chômage. Le taux de chômage est ainsi passé de 3,4% en janvier 2020 à 7,2% en février 2021 (une légère décélération a été observée

en mars, où il a atteint 6,8%), mais demeure à des niveaux très hétérogènes (4,7% dans le secteur de la finance, 6,2% pour les activités liées à l'import/export, 11,1% pour le commerce de détail, l'hôtellerie et la restauration).

Si la consommation privée montre des signes de reprise depuis février, c'est avant tout en raison de forts effets de base : la hausse de 31,5% en glissement annuel des ventes au détail en février 2021 n'est que le miroir de leur chute de 46,7% en février 2020, et ne compense donc pas les pertes de l'année précédente. Le niveau de l'indice des ventes au détail sur les trois premiers mois de l'année 2020 demeure ainsi encore 20% inférieur à celui de l'année 2019, 30% inférieur à celui de l'année 2018.

Soleil derrière ces nuages, le commerce extérieur montre de véritables signes de reprise. Déjà moins affecté par la crise sanitaire et indépendant des flux liés au tourisme, il profite depuis le début de l'année d'une accélération de la demande mondiale, notamment en provenance des États-Unis, son deuxième client.



Les clés du succès : vaccination et soutien aux ménages

Si Hong Kong fait figure de bon élève de la vaccination parmi les pays d'Asie (13% de la population a reçu au moins une dose), le rythme de la campagne demeure encore trop lent pour envisager une réouverture totale des frontières à court terme.

D'autant que la stratégie vaccinale du territoire a enregistré quelques déconvenues : alors que Hong Kong avait misé sur trois vaccins (AstraZeneca, Pfizer et Sinovac), les approvisionnements du premier ont été suspendus en raison des effets secondaires relevés dans d'autres pays sur les moins de soixante ans et le troisième a été reconnu par les autorités chinoises elles-mêmes comme peu efficace.

Hong Kong a beau dire prendre « toutes les mesures nécessaires » pour alléger les mesures pesant sur les déplacements frontaliers avec la Chine (son principal pourvoyeur de touristes), aucun calendrier officiel n'est pour l'instant annoncé. Le compteur de visiteurs étrangers reste donc pour l'instant bloqué sous les 10 000 par mois, contre plus de 5 millions avant la crise.

À court terme, les autorités hongkongaises ont donc opté pour de nouvelles mesures de soutien budgétaires aux ménages. Ces derniers vont ainsi recevoir des bons de consommation pour un montant total de 5 000 HKD par personne (soit un peu plus de 500€).

✓ Notre opinion – La structure très particulière de l'économie hongkongaise et ses déséquilibres évidents entre taille de l'économie domestique et extérieure en font une représentante particulièrement éclairante de la reprise « en K », observée un peu partout ailleurs.

Les hausses spectaculaires en glissement annuel de certains indicateurs ne doivent pas faire oublier que l'économie émerge d'un long tunnel de six trimestres consécutifs de récession, et que le niveau pré-crise de ces mêmes indicateurs est encore loin d'être atteint.

Dépendant de la Chine continentale sur la question des frontières terrestres et client de son vaccin a priori peu efficace, la reprise du tourisme à Hong Kong, clé de voûte de la stratégie de normalisation de l'économie, est encore aussi lointaine qu'incertaine.

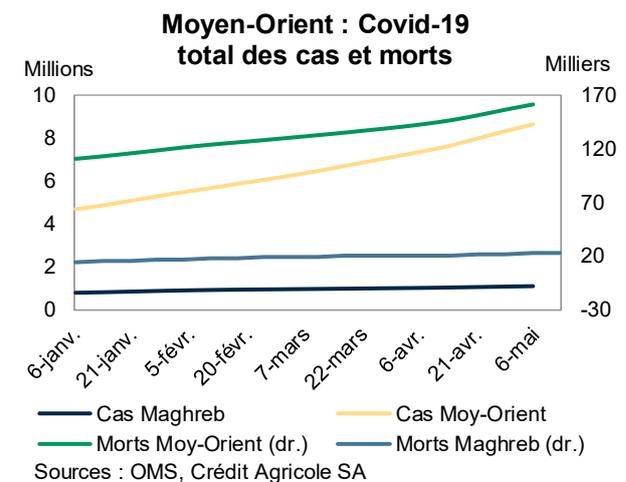
Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient – Afrique du Nord : Covid, une pandémie toujours assez mal contenue

Au Moyen-Orient, les deuxième et troisième vagues de la pandémie de coronavirus restent très menaçantes début mai 2021, notamment en raison de retards dans les campagnes de vaccination. Une explosion des cas et des morts dans certains pays est constatée, en Iran et en Irak notamment. Cette hausse constante de nouveaux cas de Covid illustre la détérioration sanitaire globale, mais elle est toutefois très contrastée selon les pays, certains résistant mieux à la pandémie.

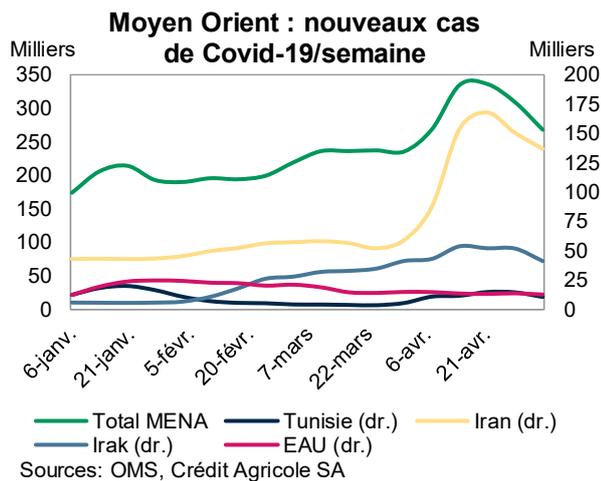
De 200 000 cas et de 4 000 morts par semaine constatés en décembre, on est passés à 270 000 cas et 4 800 morts par semaine début mai 2021. Cette hausse provient presque exclusivement des deux pays les plus fragiles et affectés : l'Iran (+100 000 cas par semaine) et l'Irak (+50 000 cas). Mais d'autres pays voient aussi le nombre de contaminations évoluer défavorablement, notamment l'Arabie et Bahreïn (7 000 nouveaux cas par semaine), la Tunisie (13 000) et la Jordanie (12 000).

Malgré un taux de mortalité moyen assez contenu de 1,8% depuis le début de la pandémie, on constate que le système de santé a un peu de mal à faire face à la pandémie dans les pays les plus pauvres. Ce taux est de 6% en Égypte et de 3% en Iran. Dans la plupart des pays, les couvre-feux ont succédé aux confinements de la population pour éviter des effets récessifs sur l'économie. C'est aussi le cas en période de ramadan dans un grand nombre de pays.



La situation reste aussi très contrastée dans la région : certains pays ont vu une explosion du nombre de cas qui se contracte un peu (Iran, Irak, Jordanie, Liban), une recrudescence est constatée en Tunisie et en Égypte ; d'autres sont installés sur un plateau assez élevé (Émirats, Oman, Koweït), tandis que certains semblent en passe de réussir à combattre efficacement le virus (Maroc). Seul Israël, grâce à une politique de vaccination massive et rapide de la totalité de sa population, a réussi à pratiquement éradiquer l'épidémie en seulement un mois.

Pour combattre ce qui s'apparente à de nouvelles vagues, des pays renforcent donc les mesures restrictives comme l'Égypte qui vient de réinstaurer des couvre-feux et l'Arabie qui envisage de ne pas autoriser les pèlerinages à La Mecque pour la deuxième année consécutive.



La vaccination massive de la population pour éradiquer le virus semble marquer le pas au Moyen-

Orient, en partie sans doute en raison du choix d'un vaccin dont l'efficacité serait moyenne (Sinopharm en Égypte et aux Émirats). En revanche, le Maroc semble plus efficace dans sa politique de vaccination.

Au total, le Moyen-Orient n'est pas dans une situation très différente du reste du monde et est objectivement moins touché que l'Europe. Mais avec presque neuf millions de personnes contaminées et 162 000 morts à ce stade, la pandémie est loin d'être terminée dans la région.

Le redressement de la croissance économique de l'année 2021 ne devrait néanmoins pas être remis en cause par la recrudescence de la pandémie, sauf en cas d'apparition de nouveaux mutants du virus qui ne seraient pas combattus par les vaccins actuels.

 **Émirats arabes unis : une première émission souveraine ?**

Selon Moody's, les Émirats devraient, dans le courant de l'année 2021, lancer sur le marché domestique une première émission de dette souveraine au niveau fédéral. Jusqu'à présent, le niveau fédéral n'a pas de dette en son nom propre, puisque ce sont les entités qui le constituent (Abu Dhabi, Dubaï, Sharjah...) qui émettent en leur propre nom. Moody's a confirmé récemment le *rating* Aa2 du souverain d'Abu Dhabi et des Émirats (niveau

fédéral). Les autorités estiment nécessaire de créer un marché domestique de la dette souveraine fédérale et de mettre en place une référence en termes de courbe de taux. Cette évolution, qui ne devrait pas augmenter l'endettement public, est considérée positivement par l'agence et serait donc le signe d'un surcroît de solidarité entre émirats.

Amérique latine

Mexique : vers une reprise à deux vitesses

Selon les premières estimations, au premier trimestre 2021, le PIB a crû de 0,4% (en variation trimestrielle). Seul le secteur tertiaire (65% de l'activité) progresse (0,7%), alors que l'activité du secteur primaire se contracte de 1,3% et que celle de l'industrie se stabilise. En glissement annuel, le PIB recule de 2,9%. Si la croissance dans l'agriculture s'établit à 2,8%, les baisses des secteurs des

services et de l'industrie atteignent 3,6% et 2,3%, respectivement. Les taux de croissance ont dépassé les prévisions des marchés et la reprise du secteur des services a surpris positivement. Outre des perturbations de l'approvisionnement en gaz en février, principalement ressenties dans l'industrie, le début d'année a en effet été marqué par le renforcement des restrictions sanitaires.

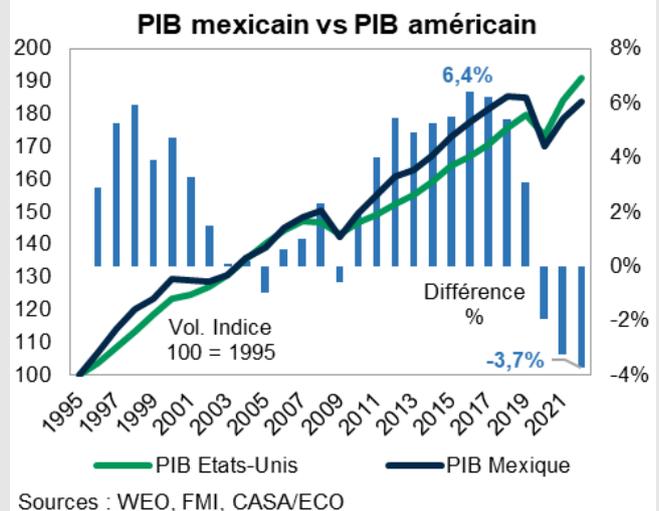
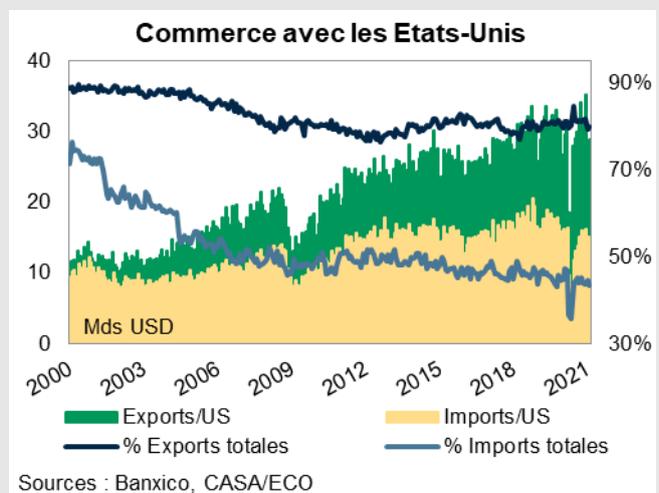
☑ Notre opinion – Après une contraction du PIB de 8,2% en 2020, la Banque centrale du Mexique (Banxico) a dernièrement relevé ses perspectives de croissance 2021 (à 4,8% contre 3,3% prévu trois mois auparavant). L'activité pourrait reprendre plus fortement au deuxième trimestre à la faveur de l'atténuation récente des cas de Covid-19, du relâchement progressif des restrictions à la mobilité et de la forte accélération de la reprise américaine.

Les perspectives restent néanmoins incertaines : lenteur de la campagne de vaccination contre le Covid-19 ; impulsion indéniable de la demande américaine¹ favorable à la production manufacturière et aux transferts des travailleurs expatriés mais probablement moins puissante que par le passé et conduisant à une reprise très inégale selon les secteurs ; probable anémie de la demande interne ; contexte politique peu propice à une reprise de l'investissement avec les élections de mi-mandat en juin.

Bien que le Mexique ait été l'un des premiers pays à accéder aux vaccins en décembre 2020 et que la courbe de cas quotidiens de coronavirus s'aplatisse, seuls 10% de la population ont en effet reçu au moins une première dose². À ce rythme de déploiement, qui reste bien inférieur aux projections officielles, l'immunité collective ne serait atteinte qu'à la mi-2022.

Il ne faut en outre pas surestimer l'effet d'entraînement de la reprise américaine : le lien est moins puissant qu'il ne l'était et la désynchronisation, nette depuis 2018, semble devoir se poursuivre tant les politiques domestiques sont divergentes et le « handicap » mexicain important.

L'inflation accélère : l'inflation totale atteint 4,7% (glissement annuel en mars 2021 pour une cible de 3%) pour une progression de l'inflation sous-jacente de 4,1% (à rapprocher de creux atteints en avril 2020, à respectivement, 2,1% et 3,5%).



¹ En mars, les exportations hors pétrole ont augmenté de 10,2% sur un an ; les exportations vers les États-Unis ont progressé de 11,3%. En février 2021, les exportations mexicaines par pays se répartissaient comme suit : États-Unis (80% des exportations totales), Canada (3%), Amérique du Sud et centrale (5%), Asie (6% dont Chine 2%), Europe (6%). La structure a peu évolué depuis le milieu des années 90, malgré la mise en œuvre du NAFTA. Le contenu local des exportations n'a également que peu progressé (de 39% de la valeur ajoutée à 46%). La structure des importations a en revanche évolué significativement aux dépens des États-Unis et au profit de la Chine comme l'atteste la provenance des importations entre 1995 et 2021 (février entre parenthèses) : États-Unis 72% (43%), Canada 2% (3%), Amérique du Sud et centrale 3%, Asie 11% (39%) dont Chine 1% (21%), Europe 12%.

² [Our World in Data](https://data.worldbank.org/indicator/SH.UV.SRVS.CV?locations=MX), COVID-19 data explorer – 6 mai 2021

Sans qu'un resserrage drastique s'impose malgré l'accélération de l'inflation et le durcissement des conditions de financement extérieures qui fait planer un risque sur le peso, l'assouplissement monétaire est définitivement parvenu à son terme. La hausse anticipée de l'inflation en avril (vers 6% en vertu d'un effet de base défavorable) constituera un vrai défi pour Banxico. Cela milite au minimum en faveur d'un maintien du taux d'intervention à son niveau déjà élevé de 4%.

Dans le sillage de « l'entêtement austéritaire » de 2020 (soutien budgétaire limité à environ 1% du PIB), aucune politique budgétaire contra-cyclique n'est envisagée. En dépit du soutien apporté par la hausse de 15% du salaire minimum, le redressement de la consommation sera handicapé par la fragile reprise du marché du travail. L'ampleur limitée de l'effort budgétaire n'a pas permis à de nombreux ménages de retrouver le niveau de revenu pré-crise ; en février 2021, malgré la récupération de 9,7 millions sur les 12,5 millions détruits entre février et avril 2020, le taux de chômage (indicateur de surcroît parcellaire) s'établit à 4,5% (contre 3,6% en février 2020, après avoir connu un pic à 5,3% en juin 2020). Par ailleurs, alors que 90% des entreprises n'ont reçu aucune aide de la part de l'État, l'INEGI estime que le choc de la crise a causé la fermeture définitive de 20% des PME mexicaines.

Enfin, les prochaines élections se tiendront le 6 juin 2021 : élections fédérales et locales visant à renouveler les 500 sièges de la Chambre des Députés (Chambre basse), les postes de gouverneur de quinze États et divers postes au niveau provincial et municipal dans les trente-deux États du pays. D'après les derniers sondages³, et malgré un nombre considérable d'électeurs indécis (24%), le parti d'AMLO (Movimiento Regeneración Nacional, Morena) est en tête des intentions de vote (41%) et pourrait conserver sa position dominante (48% des sièges contre 51% actuellement). Quant aux deux principaux partis rivaux, le Partido Revolucionario Institucional (PRI) et le Partido Acción Nacional (PAN), ils sont crédités de, respectivement, 19% et 17% des intentions de vote. Les estimations suggèrent que Morena et ses alliés⁴ seraient ainsi susceptibles de remporter la victoire aux élections et de rester majoritaires malgré l'érosion de leur nombre de sièges (62% des sièges contre 67% actuellement) tout en perdant la majorité qualifiée des deux tiers. Depuis le début du mandat d'AMLO en décembre 2018, outre la « reprise en main » résolue du secteur de l'énergie, les coups portés aux institutions semblent plus fréquents et les interférences entre politique et économie se multiplient. L'investissement a chuté de 5% en 2019 et de 18% en 2020. Il est peu probable que le taux d'investissement (estimé à 21% en 2019 et 19,3% en 2020) atteigne les 25% du PIB promis par le gouvernement.

Afrique sub-saharienne

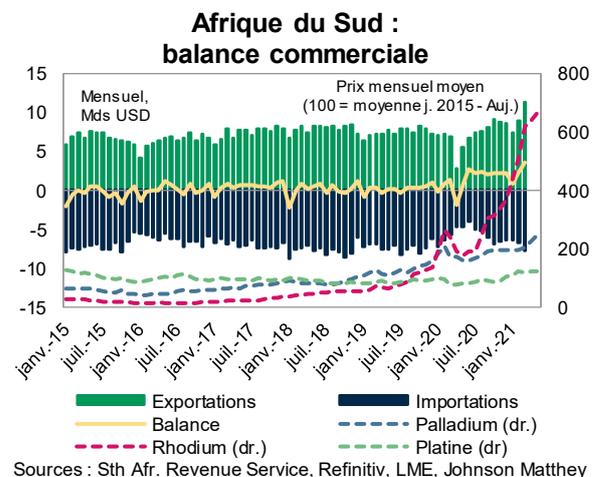
👉 Afrique du Sud : de bonnes nouvelles dans un horizon de contraintes insurmontables ?

Depuis la levée des mesures de confinement de niveau 3 en janvier, l'économie sud-africaine semble accélérer sa reprise. Si le FMI, et la plupart des prévisionnistes, prévoient une croissance pour le moins molle en Afrique du Sud (+3,1% en 2021, après -7,0% en 2020), certains chiffres conjoncturels du premier trimestre apportent une note d'optimisme.

L'Afrique du Sud profite de ses matières premières

Première bonne nouvelle, le pays semble profiter franchement de la hausse du cours des matières premières, surtout sur les métaux précieux (platine, palladium et rhodium). Au premier trimestre, les exportations sud-africaines ont crû de 26% (en variation annuelle). Cela profite d'autant plus au pays que les importations sont sur une dynamique plus lente (+7% en variation annuelle), même si cela nous rappelle que la demande intérieure n'est pas encore tout à fait repartie. Cette exposition de l'Afrique du Sud à des exportations très réactives à la reprise

mondiale est une aubaine. En effet, cela apporte au rand un important soutien à mesure que la relance accélère dans le monde, alors même que le décalage engendré et les fondamentaux de l'économie sud-africaine pourraient pousser à la dépréciation.

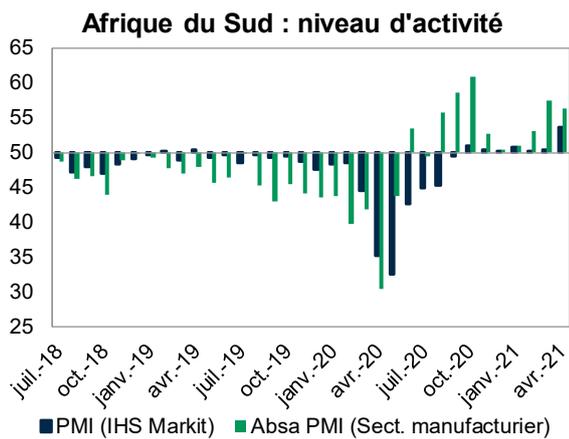


³ Oraculus – Pools of pools – “Elección para la Cámara de Diputados 2021” – 6 mai 2021.

⁴ La coalition électorale « Juntos Hacemos Historia », formée par Morena, (256 sièges sur 500 soit 51% des sièges) le Partido del Trabajo (PT) et le Partido Verde Ecologista (PVEM), détient 334 sièges (soit 67%) des sièges.

L'incertitude vaccinale laisse la place à plus de dynamisme

Autre facteur d'optimisme, les indices d'activité sont de nouveau dans le vert et dénotent d'une expansion, notamment dans le secteur manufacturier. L'arrivée de la seconde vague et les lents progrès de la vaccination dans le pays ont laissé craindre que la confiance des agents économiques stagne dans l'attente d'une possible troisième vague. Le rebond observé en ce début de second semestre des indicateurs d'activité (IHS) et d'emplois manufacturiers laisse entrevoir un début de reprise malgré l'incertitude.



Ce sursaut conjoncturel est pourtant bel et bien à la merci d'incertitudes majeures qui dépassent la seule question sanitaire. Les contraintes en résultant pourraient décider de la trajectoire de croissance à moyen terme.

Les salaires du secteur public sont au cœur des efforts du gouvernement

En ce début 2020, des négociations cruciales sur l'évolution des salaires dans la fonction publique sont en cours. En 2018, lors des précédentes négociations, les syndicats avaient alors obtenu des augmentations annuelles bien supérieures au rythme d'inflation et demandent aujourd'hui la même chose (CPI +4pp). En Afrique du Sud, cette hausse des salaires dans la fonction publique constitue le principal moteur du déficit public. Ils représentaient 15,5% du PIB en 2020, soit 55% des revenus du gouvernement, contre 12,4% du PIB dix ans plus tôt et 47% des revenus. Comme en 2018, les négociations pourraient mener à la grève dans le but

de faire céder le gouvernement. Celui-ci souhaite geler l'évolution des rémunérations pour trois ans, afin de freiner le déficit public qui, sur l'année fiscale 2020/21, devrait s'établir autour de 12% du PIB. Sans effets immédiats sur la croissance, une incapacité du gouvernement à remplir ses objectifs de consolidation fiscale enverrait néanmoins un signal fort aux marchés qui guettent tout accroissement du poids du service de la dette publique.

Les maux d'Eskom devraient se poursuivre

L'autre contrainte majeure pesant sur l'économie sud-africaine est celle de la production d'électricité. Celle-ci est insuffisante depuis des années, ce qui handicape sévèrement l'industrie minière et manufacturière. L'opérateur public Eskom fait, en effet, face à des difficultés financières qui l'empêchent de maintenir à niveau son parc de centrales électriques : pendant l'année fiscale 2019/20, celui-ci n'a généré que 67% de sa capacité totale. L'entreprise a donc recours à des coupures partielles très fréquentes (46 jours pour l'année fiscale 2019/20). En 2020, la baisse de la demande d'électricité a laissé un peu de répit à Eskom, limitant ainsi le nombre de coupures. Ces pénuries d'énergie sont principalement dues à des opérations de maintenances, le plus souvent non planifiées.

Écrasé par une dette de 32 milliards de dollars (11% du PIB sud-africain), Eskom fait face à des problèmes aigus de rentabilité et surtout de liquidité. Sa dette a engendré au premier semestre 2020/21 des frais financiers de plus de 930 millions de dollars (soit plus de 55% de l'EBITDA de la société). De mars 2020 à mars 2021, Eskom doit pourvoir au service de sa dette pour un montant de près de 6 milliards de dollars. L'État sud-africain a donc dû soutenir l'opérateur à hauteur de 49 milliards de rands (3 Mds USD) début 2020, avec une aide de 56 milliards de rands prévue pour 2021. Comme le gouvernement, Eskom vient d'entamer des négociations salariales avec ses syndicats. Les résultats de ces négociations devraient également déterminer la viabilité financière de l'entreprise dans les années à venir. Quoi qu'il en soit, les maux d'Eskom devraient se poursuivre : le PDG a récemment annoncé que les pénuries d'électricité sont appelées à durer encore cinq ans, cinq ans pendant lesquels les coupures devraient se poursuivre.

☑ Notre opinion – Pour peu que la confiance des ménages et des entreprises continue de s'améliorer, la croissance sud-africaine pourrait accélérer en 2021, profitant d'exportations fortement en hausse, alors que les importations ne reprendront que plus lentement. Néanmoins, à moyen terme, les problèmes d'approvisionnement en électricité devraient faire office de frein, ou de fusible, si la croissance de l'activité venait à surcharger les capacités de production sud-africaine. Ce plafond à la croissance pourrait être relevé, si le secteur privé en vient à investir massivement dans la capacité de production d'électricité sud-africaine. Poussées par les cours des matières premières, certaines entreprises minières se résolvent à installer leurs propres centrales, tandis que le gouvernement a récemment assoupli la législation sur ce type d'installations, en relevant la capacité maximale autorisée.

Géo-économie

News géo-économiques

Monde

Sommet du G7 à Londres – Du lundi 3 mai au mercredi 5 mai, les ministres des Affaires étrangères des pays du G7 (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni) se sont réunis à Londres, en présentiel. Le Royaume-Uni avait également invité l'Inde, l'Australie et la Corée du Sud à participer aux discussions, **transformant exceptionnellement le G7 en une sorte de « Démocraties-10 » (D-10)**, un sommet de puissances qui se veulent également reliées par des valeurs communes.

Le principal sujet d'attention fut **la préparation d'une réponse coordonnée aux défis chinois et russe**. Du côté chinois, le G7 a promis de renforcer les efforts pour faire face aux « actes économiques coercitifs » de Pékin. Cela pourrait se traduire par des plans d'investissements rivaux du projet des Nouvelles Routes de la Soie, ou alors par davantage de réglementations, par exemple au niveau de l'Organisation Mondiale du Commerce. La Russie, quant à elle, est accusée d'adopter un comportement « irresponsable et déstabilisant », et de chercher intentionnellement à attaquer les valeurs démocratiques, le G7 identifiant la Crimée, la désinformation, et la cyberactivité russe comme des exemples récents.

À vrai dire, peu de choses concrètes dans ce sommet, qui puisse inquiéter Pékin ou Moscou, mais il signale néanmoins **la consolidation d'une entente de ses membres, autour de ce qui est perçu comme des menaces communes**. Et le narratif qui se construit ainsi peu à peu est, quoi qu'on en dise, un narratif de « blocs » qui dessine les contours du scénario géopolitique global, suivant en cela l'impulsion américaine.

L'insécurité alimentaire s'accroît – Le *Global Network Against Food Crises*, une initiative conjointe de l'UE, l'ONU, des gouvernements et des ONG, a sorti son nouveau rapport sur la précarité alimentaire dans le monde le 5 mai. Le phénomène est en augmentation constante depuis le premier rapport en 2017, et en 2020, **155 millions de personnes à travers 55 pays ont été en situation d'insécurité alimentaire**, une augmentation de 20 millions de personnes par rapport à l'année précédente. La première cause reste les conflits qui s'aggravent, poussant presque 100 millions de personnes dans l'insécurité, suivie par les crises économiques (24 millions de personnes affectées en 2019, 40 millions en 2020), et enfin les conditions météorologiques extrêmes. L'Afrique reste disproportionnellement affectée (65% de la population en précarité alimentaire).

Washington soutient une levée des brevets ? – Dans une réunion de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) le 5 mai, la représentante au commerce américain K. Tai a signalé le soutien des États-Unis à la levée temporaire des droits de propriété intellectuelle à travers un mécanisme de crise de l'OMC conçu à l'époque de l'épidémie du VIH. C'est un début de victoire pour l'Inde et l'Afrique du Sud qui avaient demandé l'activation de cette mesure en octobre, en espérant que cela puisse accélérer la production de vaccin dans le monde et donc leur diffusion. **Bien que l'impact concret de cette prise de position reste incertain** (et les questions de savoir-faire sont tout aussi importantes que les questions de droits), c'est un geste symbolique important. La présidente de la Commission européenne U. von der Leyen a également annoncé qu'elle « gardait la porte ouverte » à un potentiel soutien de l'Union européenne. Cela risque d'être rendu complexe par l'opposition affichée par la chancelière allemande A. Merkel dès le lendemain de l'annonce.

États-Unis

J. Biden souhaite rencontrer V. Poutine en juin – Le président américain a annoncé le 5 mai qu'il souhaiterait rencontrer V. Poutine en juin à l'occasion de son passage en Europe, et que les deux pays « travaillaient dessus ». Son secrétaire d'État A. Blinken est parti en Ukraine le 6 mai pour assurer à nouveau la solidarité et le soutien américain à Kiev.

Quasi-fermeture des services consulaires américains à Moscou – L'ambassade américaine à Moscou a annoncé qu'à partir du 12 mai elle **réduirait l'effectif de ses services consulaires de 75%** et arrêterait de traiter les demandes de visa à l'exception de situations « de vie ou de mort ». Le Kremlin a déploré un geste « inamical ».

Europe de l'ouest et du nord

Changement de ton à Bruxelles – Le mercredi 5 mai, la Commission européenne a signalé son rôle et sa position dans les relations sino-européennes.

Premièrement, le vice-président de la Commission et responsable entre autres du commerce de l'Union, Valdis Dombrovskis, a fait savoir que le bras exécutif avait cessé toute tentative politique de faire passer le « *Comprehensive Agreement on Investment* », un traité d'investissement bilatéral signé fin décembre 2020, devant le Parlement européen, suspendant effectivement sa ratification. Officiellement, cet accord est toujours en cours de révision par le département légal de la Commission, mais

V. Dombrovskis a clairement fait comprendre que son avenir était mis en danger par la dispute diplomatique du mois dernier : « **Le processus de ratification ne peut être séparé de la dynamique plus large de l'évolution des relations entre l'UE et la Chine et, dans ce contexte, des sanctions de rétorsion chinoises** ». Le processus s'achèverait alors en 2022, après les élections allemandes pour remplacer la chancelière A. Merkel, principale défenseuse de l'accord.

C'est ensuite Margrethe Vestager, commissaire à la Compétition, qui a annoncé de nouvelles réglementations pour limiter la présence d'entreprises non européennes profitant d'un avantage compétitif lié au soutien de leur État d'origine. Les acquisitions d'entreprises européennes à plus de 500 millions d'euros de chiffres d'affaires par des entreprises affiliées à un État étranger seraient investiguées par la Commission. Les entreprises subventionnées répondant à des offres pour des contrats publics de plus de 250 millions d'euros, dans les télécoms ou les transports, peuvent aussi faire l'objet d'une enquête. Si ces nouvelles lois devaient s'appliquer à l'ensemble des pays, il ne ferait aucun doute que les fameuses « *State-Owned Enterprises* » (SOE) chinoises seraient dans le viseur.

Enfin, la Commission a publié la mise à jour de sa stratégie industrielle, en renforçant l'objectif de réduire la dépendance de l'Union aux importations chinoises. Selon [une analyse dédiée](#) de la Commission, publiée simultanément, sur 137 produits considérés comme « stratégiques », la moitié serait dépendante de la production chinoise.

L'Inde et le Royaume-Uni consolident leurs liens – Suite à une conférence virtuelle entre N. Modi et B. Johnson, les deux dirigeants ont publié un document, « **2030 roadmap** », qui élève leur relation à un partenariat stratégique global, avec des liens économiques et de défense renforcés. Le focus a été mis sur la santé, le climat et la coopération de particulier à particulier, avec une insistance particulière sur la défense d'une « zone Indo-Pacifique libre et ouverte ». Les deux Premiers ministres ont aussi annoncé que l'Inde allait dépenser 1 milliard de livres sterling (1,4 milliard de dollars) d'investissements privés au Royaume-Uni : 533 millions de livres d'investissements sur le territoire, dont plus de 240 millions par le premier fabricant de vaccins, le *Serum Institute of India*, et 446 millions de livres en contrats d'exportations pour des compagnies britanniques. Londres estime que cela va créer 6 500 emplois.

Les deux pays seraient également « très proches » de la négociation d'un accord de libre-échange, qui pourrait selon Londres doubler le volume des liens commerciaux d'ici 2030, un pas de plus dans l'affermissement des liens entre l'Inde et le Royaume-Uni. Londres renforce ainsi sa présence dans la zone stratégique de l'Indo-Pacifique, avec en ligne de mire l'objectif d'un [accord commercial](#)

[avec l'ASEAN](#) et une consolidation de sa [présence militaire](#) dans la région. Ce geste s'inscrit au cœur de la diplomatie britannique en Indo-Pacifique, dans le cadre de la stratégie *post-Brexit* « *Global Britain* », formulée en mars.

Asie

Le Japon à l'assaut de l'Europe de l'Est – Le ministre des Affaires étrangères japonais, Motegi Toshimitsu, était en Slovénie le 30 avril avant le sommet du G7 et parti ensuite le 6 mai en Bosnie Herzégovine puis en Pologne, où il a rencontré les membres du « Visegrád 4 » (Pologne, République tchèque, Hongrie, Slovaquie), d'abord ensemble, puis séparément. **C'est un nouveau terrain d'opération pour le Japon, qui développe ainsi sa présence mondiale.** L'objectif est d'appliquer la stratégie japonaise utilisée en Indo-Pacifique pour « contrer » les investissements chinois, en proposant des standards de qualité élevés avec un partenaire qui se veut digne de confiance.

Premiers pas positifs pour la relation Japon-Corée – Les efforts de Washington pour réparer les liens entre Séoul et Tokyo, abimés par des disputes historiques, commencent à payer. Après une réunion des attachés de Défense à Washington début avril, puis un sommet entre les plus hauts gradés des trois armées la semaine dernière à Hawaii, c'est au tour des **ministres des Affaires étrangères de se rencontrer pour la première fois depuis plus d'un an** en parallèle du G7. Ce fut un succès : « Les deux ministres ont convenu de la nécessité pour la Corée du Sud et le Japon de coopérer étroitement pour la paix et la prospérité en Asie du Nord-Est (comprendre : face à la Corée du Nord) et dans le monde (...) et ils ont partagé le point de vue selon lequel les deux pays devraient développer les relations entre Séoul et Tokyo en regardant vers l'avenir ». Les différends restent irrésolus et les sentiments des populations restent plutôt négatifs, mais le Japon et la Corée du Sud ont effectivement de nombreuses raisons de collaborer. En premier lieu la Corée du Nord, sujet sur lequel les trois ministres ont [expressément promis de coopérer](#). De plus, il est certain que Washington va rester attentif à garder un groupe d'alliés unis sur les dossiers de la zone, rajoutant un facteur de rapprochement.

Tentative de conquête spatiale chinoise – La Chine a envoyé le 29 avril la première partie de sa future station spatiale. **Celle-ci pourrait être opérationnelle dès l'année prochaine.** Elle représente la deuxième station spatiale après le lancement de l'*International Space Station* (ISS) en 2000 et pourrait bien être la seule qui reste après la fin du programme de l'ISS d'ici la fin de la décennie. Néanmoins, si le module de la future station spatiale est désormais en orbite, la fusée chinoise a commencé à retomber de manière incontrôlée sur

terre le 4 mai et le *US Space Command* estime son entrée dans l'atmosphère le 8 mai.

L'Australie reconsidère un contrat chinois – Le département de la Défense australien étudie à nouveau le dossier du contrat d'exploitation du port de Darwin (sur la côte nord du pays) accordé à une entreprise chinoise, avant que la loi de vérification des investissements pour la sécurité nationale ne soit passée en 2018. **L'Australie essaie de s'intégrer davantage dans le système sécuritaire et militaire américain dans l'Indo-Pacifique**, et cela passe par une réduction de la présence chinoise dans des secteurs-clés. En réponse, la Chine [a suspendu](#) le « *China-Australia Strategic Economic Dialogue* », citant des « discriminations idéologiques ». Le geste est néanmoins symbolique et aura peu d'impact en pratique.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Ouverture des discussions entre l'Égypte et la Turquie – Des hauts diplomates égyptiens et turcs ont tenu aujourd'hui des premières discussions pour une **potentielle normalisation des relations entre les deux pays, ce qui serait une information très importante**. Sans donner beaucoup de détails, le communiqué a qualifié les discussions « d'exploratoires ». Les deux pays avaient cessé tous contacts diplomatiques après la prise de pouvoir d'Al-Sissi en 2013 aux dépens des Frères musulmans, une organisation politico-religieuse d'origine égyptienne présente à travers le Moyen-Orient et soutenue par Ankara. Le Caire considère les Frères musulmans comme une organisation terroriste depuis 2013. Des tensions territoriales liées à l'exploitation des ressources de gaz en Méditerranée orientale avaient également envenimé la relation.

L'Égypte achète 30 Rafale – Le Caire a acheté 30 avions de chasse Rafale à Dassault Aviation pour une somme totale de 3,75 milliards d'euros. La France représentait déjà 30% des importations d'armes de l'Égypte entre 2016 et 2020 (SIPRI). La vente a été condamnée par les activistes européens qui considèrent que cela revient à cautionner la politique répressive de l'État égyptien et de son dirigeant Al-Sissi.

Israël et le Liban reprennent les négociations – Le Liban et Israël ont repris des négociations pour tracer les frontières des zones maritimes des deux pays, **après des efforts de médiation diplomatique entrepris par les États-Unis**, qui vont continuer à servir de facilitateur. Des différends frontaliers existent depuis de nombreuses années, et entravent l'exploitation de champs de gaz *off-shore* sur les côtes du Levant.

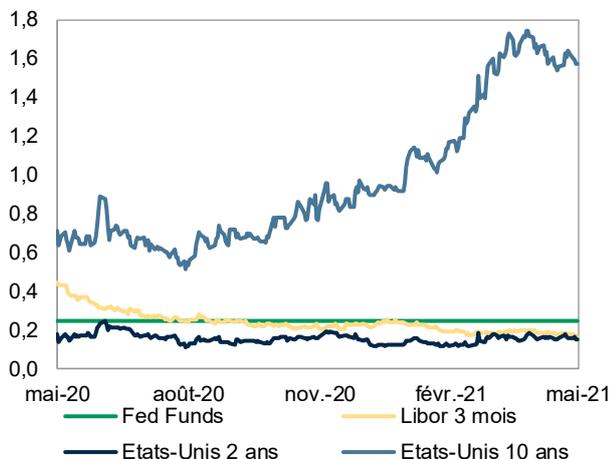
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Affrontements à la frontière Tadjikistan-Kirghizistan – Après plusieurs semaines de rhétorique belliqueuse à Bichkek, l'installation de caméras de surveillance sur un point de distribution d'eau à la frontière proche de l'enclave tadjik de Vorukh a mis le feu aux poudres le 29 avril. Entre ce jour et le retrait total des troupes le 4 mai, environ 54 morts (36 Kirghizes, 18 Tadjiks) et 270 blessés (183 et 90) sont à déplorer. L'épisode aurait pu dégénérer bien davantage, **il est un rappel puissant des tensions existantes dans la région, surtout celles liées à l'eau**. Une [étude](#) d'une université chinoise publiée fin avril mettait en garde les producteurs de la région contre la surconsommation d'eau. Alors que la mer d'Aral a déjà été asséchée et que le lac Balkhash au Kazakhstan est désormais en danger, le rapport estime que 56% de l'eau utilisée pour irriguer les terres est gaspillée.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

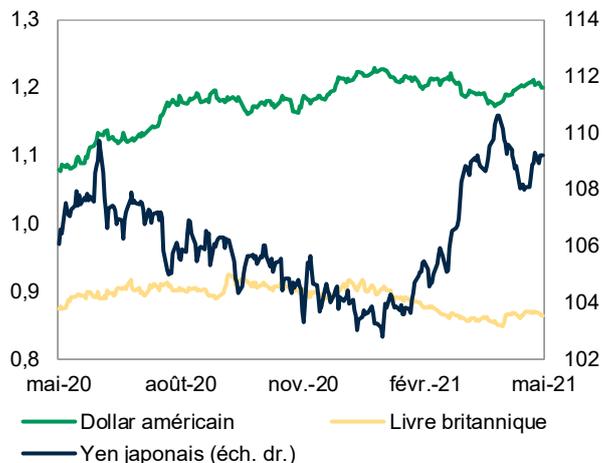
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

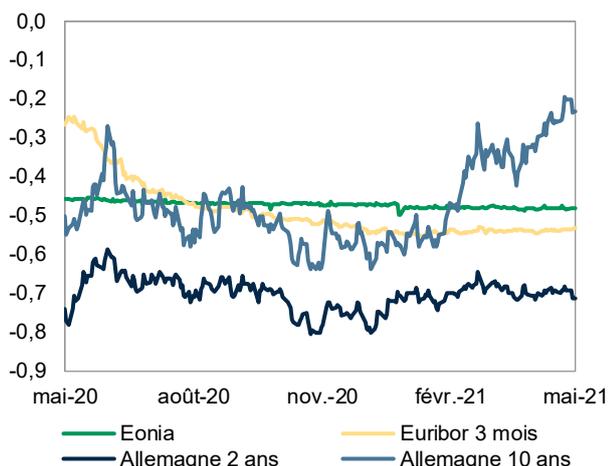
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

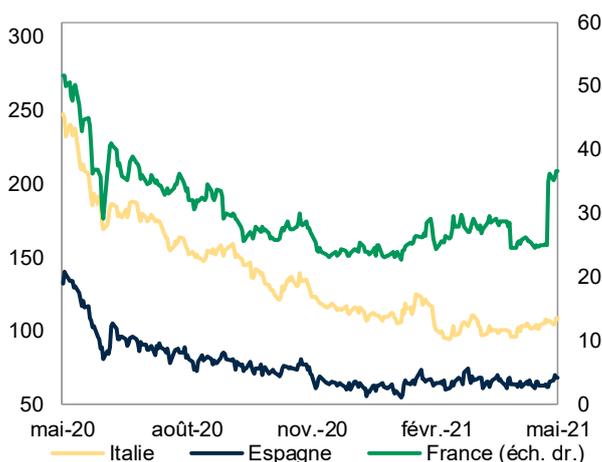
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

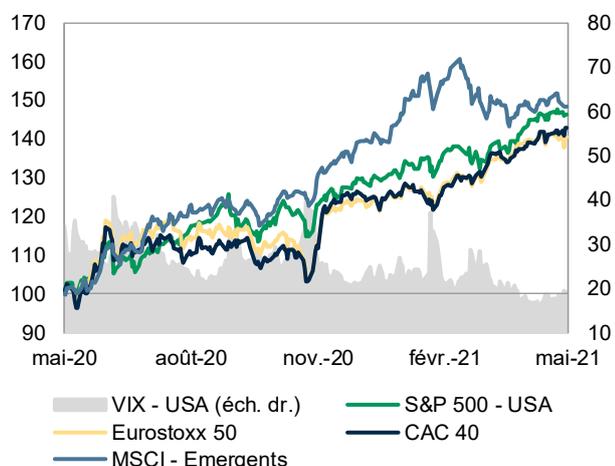
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

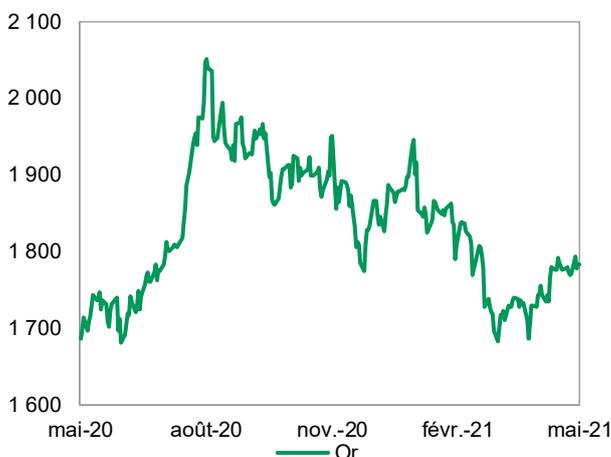
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

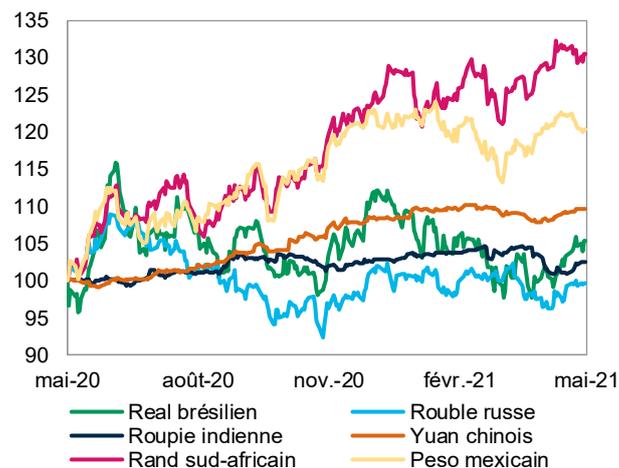
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

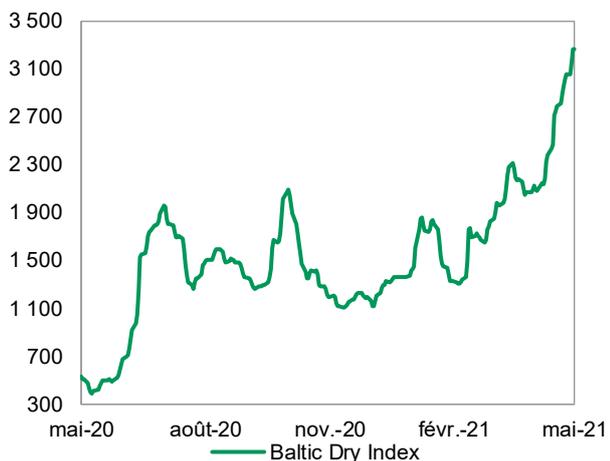
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

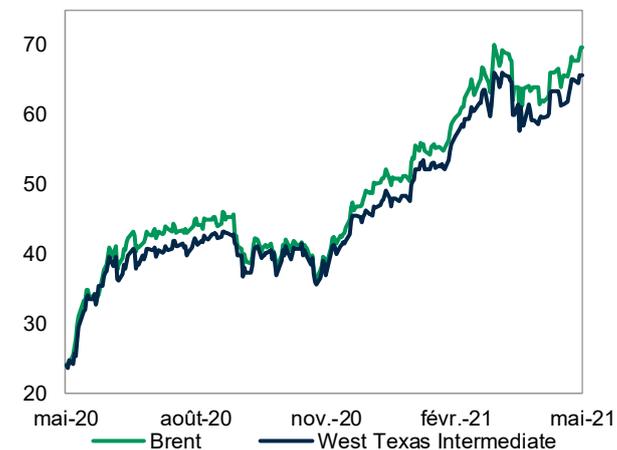
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

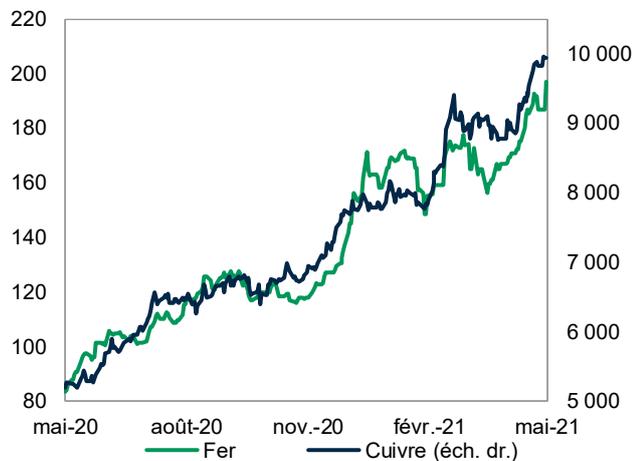
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

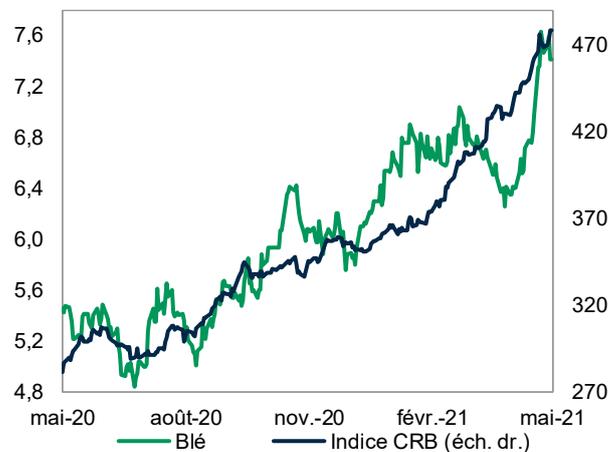
USD/tonne métrique



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 – 17 décembre 2020

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

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
06/05/2021	<u>L'inflation en zone euro : cible de la BCE</u>	UE
05/05/2021	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Entre déflation et hyperinflation, une région très contrastée</u>	MENA
04/05/2021	<u>Inde – Le déferlement d'une nouvelle vague de contaminations plonge le pays dans l'incertitude</u>	Inde
04/05/2001	<u>L'inflation en zone euro : boucle prix-salaire</u>	UE
04/05/2001	<u>Royaume-Uni – Élections à venir en Écosse : test sur la question de l'indépendance</u>	Royaume-Uni
03/05/2021	<u>États-Unis – La croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée</u>	Etats-Unis
30/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/04/2021	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : fragile reprise de la croissance au T1 2021</u>	France
29/04/2021	<u>Afrique sub-saharienne : le défi du financement de la reprise en attendant l'après-crise</u>	Emergents
29/04/2021	<u>L'inflation dans les pays émergents</u>	Emergents
29/04/2021	<u>Inflation en Asie – Inflation, désinflation, déflation ?</u>	Asie

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 BENADJAOUD, 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 LBOUGRE (coordination scénario), Agustina GALLI VEGA

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

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.