

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/105 – 2 avril 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Les marchés trépignent d'impatience face à une course vers la croissance qui s'annonce désynchronisée !	2
☞ UE : La cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?	3
☞ France : l'inflation accélère en mars mais la reflation est encore loin.....	5
☞ Allemagne : tout est prêt pour le rebond... sauf la maîtrise de l'épidémie !.....	5
☞ Italie : légère baisse du revenu disponible des ménages	6
☞ Espagne : l'épargne des ménages recule au T4	7
☞ Inde : nouvelles inquiétudes après une remontée des cas dans certains États	8
☞ Égypte : les défis économiques de l'année 2021 seront très élevés	9
☞ Égypte : hausse des transferts des émigrés et chômage stable dans un contexte de pandémie	9
☞ L'Arménie, une trajectoire brisée	10
☞ Brésil : les histoires d'amour finissent mal (en général)	11
☞ Du Pakistan et de l'art de rester au centre	13
☞ L'UE et la Turquie, ou les limites de l'équilibrisme géopolitique	14
☞ Coup de force au Mozambique	15
☞ News géo-économiques.....	16

Les marchés trépignent d'impatience face à une course vers la croissance qui s'annonce désynchronisée !

C'est une semaine chargée en adrénaline qu'ont vécue les marchés financiers mondiaux en proie notamment à l'inquiétude consécutive aux éventuelles répercussions du naufrage du fonds spéculatif *Archegos*, venu temporairement déstabiliser les valeurs boursières du secteur bancaire. Les signaux d'une accélération de la croissance mondiale sont en revanche de plus en plus tangibles même si celle-ci s'annonce en ordre dispersé selon les zones géographiques.

Aux États-Unis, le déploiement de la vaccination a permis la protection de plus de 28% de la population et la promesse du président Biden d'un accès aux vaccins, élargi à 90% de la population d'ici un mois, a redonné de la visibilité et de la consistance à une sortie de crise tant attendue. De plus, sa présentation d'un plan de modernisation des infrastructures pour un montant de 2250 Mds \$ sur huit ans, s'ajoutant au plan de relance de 1 900 Mds \$ déjà validé, laisse entrevoir davantage de soutien à l'activité économique. Ce plan, destiné à la réfection des routes, des ponts, du réseau ferroviaire, s'étend également aux investissements dans l'efficacité thermique des bâtiments, au déploiement de la 5G et à l'accélération de la digitalisation de l'économie, à l'instar des plans énoncés également en Europe. Son financement serait fondé sur des hausses d'impôts sur les entreprises, ce qui devrait toutefois susciter quelques remous politiques au congrès. En parallèle, les données de la production manufacturière américaine en mars ont conforté les perspectives d'une accélération de la croissance à portée de main. Les chiffres de l'emploi sur la même période ont également confirmé la plus forte création de postes des six derniers mois, dont la part belle revient essentiellement aux activités de services.

En zone euro, l'indice des directeurs d'achat est repassé en phase d'expansion pour la première fois depuis octobre dernier sous l'effet de la dynamique industrielle allemande, en plein essor malgré la crise. L'indicateur du sentiment économique dans la zone enregistre un redressement marqué de l'activité sur l'ensemble des secteurs sondés, même si les services et les ventes au détail révèlent encore des difficultés évidentes liées aux restrictions. L'inflation en zone euro, en progression de 1,3% sur un an en mars, demeure surtout dopée par la hausse des prix de l'énergie tandis que l'inflation sous-jacente repasse sous le seuil de 1%, loin de suggérer un emballement potentiel. Tout porte à croire que la demande est au rendez-vous en zone euro et que les ménages sont prêts à consommer davantage dès lors que les restrictions sanitaires seront levées. Le point délicat réside justement dans la dégradation de la situation sanitaire, notamment en France et en Allemagne, où les taux d'incidence se jouent des mesures de freinage

jusqu'à-là mises en œuvre et où la montée en puissance de la vaccination demeure timide au regard de la propagation du virus. La mise sous cloche de la France (jusqu'au 2 mai) et de l'Allemagne (jusqu'au 18 avril) risque de créer un déphasage dans la reprise économique avec les États-Unis et même le Royaume-Uni, qui bénéficieront d'un redémarrage certainement plus précoce de leur activité.

Dans ce contexte, l'optimisme sur une accélération rapide de la croissance américaine qui tracterait une partie du monde a pris le dessus sur les marchés actions mondiaux. Le S&P500 et l'Eurostoxx 50 enregistrent respectivement des gains de 1,1% et 2,1% sur la semaine. Sur les marchés obligataires, les anticipations de croissance plus favorables, le regain même léger de l'inflation, et le besoin accru de financement issu des rallonges budgétaires actées des deux côtés de l'Atlantique ont continué d'alimenter la hausse des rendements obligataires. Les rendements des bons du trésor américain à 10 ans et du Bund allemand de même maturité ont ainsi gagné respectivement 7 et 3 points de base cette semaine. Parallèlement, les primes de risque françaises, italiennes et espagnoles se sont stabilisées à leur niveau de la semaine passée. Sur le marché des changes, la devise européenne s'est dépréciée de 0,3% face au dollar qui ressort renforcé par l'avance américaine sur la sortie de crise comparativement à la zone euro toujours aux prises avec une crise sanitaire aiguë à gérer. La livre sterling s'apprécie également face à l'euro en raison de meilleurs chiffres publiés sur la croissance qu'attendu et de l'avancement plus précoce de sa campagne vaccinale. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord termine la semaine sur une faible hausse (de 0,1%) grâce à l'accord signé entre les pays de l'OPEP et ses alliés qui conviennent d'un relèvement progressif de la production à partir du mois de mai, ce qui permet de contenir la remontée des prix du baril.

Editorial

UE : La cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?

Les faits

Le deuxième sénat de la Cour constitutionnelle fédérale allemande (CCA) a ordonné que la loi de ratification des ressources propres de l'UE, qui accompagne l'autorisation d'emprunt, ne puisse pas être exécutée par le Président fédéral allemand pour le moment. Elle suspend ainsi la ratification du plan de relance européen (NGEU) par l'Allemagne, bien que le Bundestag et le Bundesrat aient approuvé la loi de ratification.

La loi relève de 0,6 point de pourcentage le plafond des contributions nationales au budget de l'UE jusqu'en 2058. Ces ressources propres supplémentaires servent à couvrir les obligations financières et les passifs éventuels découlant de l'emprunt servant à financer les prêts et les transferts du NGEU. Sans la création de nouvelles ressources, cela serait passé par une forte augmentation des contributions nationales. Cette augmentation fait office de garantie pour les investisseurs et permet à la Commission européenne d'emprunter sur les marchés. L'objectif est de démontrer aux marchés financiers que l'UE a effectivement la capacité fiscale de supporter la charge de la dette.

Le relèvement du plafond des ressources propres donne théoriquement un « droit de tirage » sur les États membres d'environ 90 milliards d'euros par an et ne pourra être utilisé que pour les engagements qui découlent de l'emprunt pour le NGEU. Il prendra fin lorsque tous les fonds auront été remboursés et que tous les passifs éventuels liés aux prêts octroyés sur la base de ces fonds seront éteints, au plus tard en 2058. Il ne peut être effectué qu'à l'unanimité et nécessite la ratification des États-membres. Le vote à l'unanimité et la ratification confèrent la légitimation politique, puisque tous les États s'engagent à fournir à l'UE les ressources nécessaires pour permettre à l'UE de rembourser ses dettes à partir de 2028.

A ce jour, 23 pays auraient déjà ratifié la loi, l'Allemagne ayant déjà terminé le passage dans les deux chambres du parlement et nécessitant seulement la signature du Président de la république.

Le fond de la question

L'ordonnance de la CCA est une « protection juridique d'urgence » pour les cas particulièrement urgents dans lesquels il existe une menace de fait accompli. La plainte constitutionnelle et la demande urgente sont l'œuvre de « l'alliance citoyenne » autour de Bernd Lucke (ancien membre fondateur du parti Alternativ für Deutschland). Elles portent sur deux points :

- 1) La conformité aux traités de l'autorisation à l'Union européenne à contracter des dettes. Selon les plaignants, l'autorisation d'émission obligatoire ne serait pas une décision sur les ressources propres. Ensuite, la décision sur les ressources propres violerait le principe de selon lequel les États ne doivent pas assumer la responsabilité réciproque de leurs engagements respectifs.
- 2) La violation de l'identité constitutionnelle, puisque l'endettement de l'UE fait que le Bundestag n'est plus maître de ses droits budgétaires.

En effet, l'UE ne peut pas recourir à l'emprunt pour financer des dépenses (subventions à fonds perdu), dès lors que l'article 310 du TFUE (traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) dispose que « le budget doit être équilibré en recettes et en dépenses ». Il est en revanche admis que l'UE emprunte pour effectuer des prêts, puisque ces opérations financières ne sont pas considérées comme des dépenses par les comptes nationaux (neutres sur le budget).

Pour répondre à cette difficulté, la construction juridique du NGEU repose sur deux innovations : a) en mobilisant l'article 122 du TFUE qui prévoit la possibilité pour le Conseil de déroger aux règles habituelles dans des situations de crise exceptionnelles, de sorte que les fonds levés, et attribués aux différents programmes de dépenses, pour les 390 Mds € de subventions, soient qualifiés de « recettes affectées externes » s'ajoutant au budget annuel et ne soient pas soumises au principe d'équilibre ; b) en accompagnant l'autorisation d'emprunt par le relèvement temporaire des plafonds de crédits d'engagement et de paiement (ressources propres) afin de couvrir l'ensemble des engagements de l'UE résultant de l'emprunt exceptionnel. Puisque l'UE ne peut pas s'appuyer sur des revenus futurs tirés des prélèvements obligatoires pour rembourser ses emprunts, ce relèvement permet de garantir immédiatement les moyens financiers nécessaires à leur remboursement.

Sur le premier point, le service juridique du Conseil de l'Union européenne a donné un avis favorable, considérant que l'UE peut avoir recours à des emprunts, dans la mesure où ceux-ci constituent une opération neutre sur le budget de l'UE et dans la mesure où des garanties suffisantes sont fournies pour faire face aux engagements qui en découlent. Le remboursement de la dette de l'Union est garanti dans les limites des plafonds des ressources propres, par un compartiment spécialisé qui ne peut servir qu'à cette fin et par des dispositions supplémentaires prévoyant que les États s'engagent

à mettre à disposition des ressources, ce qui constitue une garantie de paiement irrévocable, définitive et exécutoire. Si un État membre n'honore pas à temps un appel, la Commission est autorisée, de manière provisoire, à effectuer des appels supplémentaires auprès d'autres États membres jusqu'à 0,6 % du RNB. Les institutions européennes (Conseil, Commission et Parlement européen) se sont néanmoins engagées à créer un paquet de ressources propres suffisantes pour couvrir le coût de l'emprunt.

Ce dernier engagement pourrait rassurer quant au deuxième point de la plainte en garantissant que, une fois le nouveau paquet de ressources propres créées, il limite toute responsabilité budgétaire des états en cas de remboursement manqué de l'un d'eux.

Les risques

Le risque principal est que la Cour estime qu'il y a une limite légale aux dépenses financées par la dette ne passant pas par le budget de l'UE. Le recours à grande échelle à des recettes affectées externes a été jugé compatible par le Conseil, compte tenu des circonstances économiques et du contexte particulier entourant le NGEU. En effet, celui-ci n'est pas un programme de dépenses ordinaires mais un instrument exceptionnel, temporaire et unique, s'appuyant sur le principe fondamental de solidarité (art 122). Donc, ce montant substantiel peut être exceptionnellement justifié car il est strictement destiné à couvrir les mesures liées à la pandémie de Covid-19 et limité, en volume et en durée, à ce qui est nécessaire à cette fin. Le point critique ici est de savoir si les mesures de relance économique ne visent réellement qu'à surmonter les conséquences immédiates de la Covid – puisqu'elles se composent principalement d'investissements dans la transition énergétique et digitale. Un système de ressources propres,

qui ne sert donc pas seulement de programme de reconstruction mais déborde sur de nombreux autres domaines, serait difficilement compatible avec l'article 122.

Le bras de fer engagé déjà depuis plusieurs années par la CCA est double. Il vise d'abord sa relation avec le législatif et l'exécutif allemands qui ont été de plus en plus muselés dans leur action budgétaire. Il vise aussi la Cour de justice de l'UE qui, en validant la force normative d'une intégration de facto, effraie la CCA. En effet, en raison de la longue durée des prêts, les futurs parlements allemands seront liés par la décision sur les ressources propres jusqu'en 2058. Si de nouvelles crises se produisaient avant 2058, l'instrument temporaire du NGEU pourrait devenir permanent et "légitimer" l'union budgétaire sans emprunter la voie de la modification des traités.

Afin de prévenir un état de fait irréversible, il est possible que la CCA dessine des lignes rouges à ne pas franchir en consolidant la nature temporaire du NGEU voire (pourquoi pas) en dictant des conditions pour la participation allemande.

Pourtant sur le plan juridique, deux principaux verrous garantissent déjà le caractère temporaire du mécanisme : le choix de l'article 122 du TFUE comme base juridique (qui suppose une situation de crise exceptionnelle) et la décision sur les ressources propres (qui encadre strictement à la fois le montant, la finalité et la temporalité de l'emprunt). Il ne sera en effet pas possible d'en augmenter le montant, d'en changer la finalité ou la date d'extinction sans réviser cette décision qui requiert l'unanimité au Conseil de l'Union européenne et la ratification de chacun des États membres. L'objectif serait donc de brider, une fois de plus, toute action « intégrationniste » future du parlement allemand qui ne passerait pas par une révision des traités européens.

Zone euro

France : l'inflation accélère en mars mais la reflation est encore loin

L'inflation, mesurée par les prix à la consommation, s'est établie à 1,1% sur un an au mois de mars, en accélération après 0,6% en février. La hausse est essentiellement due aux prix de l'énergie qui progressent de 4,8% sur un an. Après une forte chute de l'inflation en 2020 au cœur de la crise, liée à une moindre demande mais aussi (voire surtout) à la forte baisse des prix de l'énergie (le prix du Brent était tombé temporairement à 15 USD le baril en avril 2020 contre environ 60 USD avant la crise), l'inflation totale se redresse sous l'effet mécanique de la reprise du prix du pétrole (baril de Brent autour de 65 USD actuellement). Le prix des services accélère aussi légèrement tout comme celui des biens manufacturés. L'inflation sous-jacente (hors énergie, tabac et produits frais) pourrait donc progresser légèrement en mars (les détails ne sont pas encore connus) mais nettement moins que

l'inflation totale. Elle atteignait 0,6% en février et devrait rester modérée.

Inflation en France
CPI : indice des prix à la consommation, a/a



✓ Notre opinion – *Le thème de la reflation nous vient surtout des États-Unis, où la reprise de l'activité, de la demande et des embauches laisse craindre des tensions et des pressions à la hausse sur les prix dans certains secteurs. Le plan de relance de 1 900 milliards de dollars de Joe Biden participera à cette reprise de la demande : il a boosté les prévisions de croissance et d'inflation. Outre la hausse des prix du pétrole qui, par effet de base en comparaison des prix extrêmement bas il y a un an, entraîne une accélération de l'inflation, des tensions sur l'approvisionnement en certains produits intermédiaires industriels (semi-conducteurs, ...) sont susceptibles d'exercer des pressions localisées sur les prix à la production.*

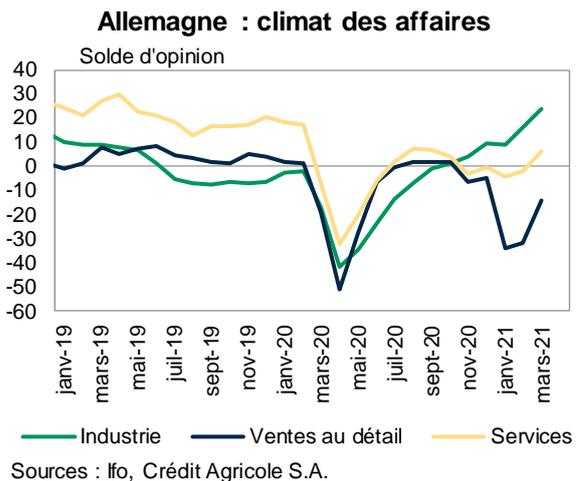
Si le thème de la reflation a suscité une remontée des taux d'intérêt américains, le risque d'une reflation rapide ayant un impact sur les taux d'intérêt reste très limité en Europe et donc en France. Tout d'abord, l'effet lié au pétrole est majoritairement temporaire et lié aux faibles cours d'il y a un an. Les tensions sur l'approvisionnement en biens intermédiaires devraient également être circonscrites et seraient, dans un premier temps, absorbées par les entreprises (via une baisse des marges) plutôt que répercutées sur les prix de vente. Ensuite, le taux de chômage reste plus élevé en France qu'aux États-Unis, le « halo » du chômage est supérieur et le marché du travail y est également bien plus rigide. Alors que des destructions massives d'emplois ont eu lieu aux États-Unis dès le début de la crise, les emplois ont été en très grande partie préservés en France. La reprise des embauches très vive outre-Atlantique peut donc créer des tensions à la hausse sur les salaires qui finiraient par se répercuter sur le niveau des prix : ce n'est encore qu'une éventualité et ce n'est pas transposable en France. Rappelons qu'avant la crise, le taux de chômage aux États-Unis était de 3,5% contre 8,1% en France. Par ailleurs, la reprise de la demande intérieure devrait rester assez graduelle en France et on n'observe pas de tensions marquées sur les capacités de production dont le taux d'utilisation reste inférieur à celui d'avant-crise. Enfin, à 1,1% sur un an en mars, tirée par les effets de base pétroliers, l'inflation reste encore loin de l'objectif de 2% de la Banque centrale européenne, qui maintiendra sa politique très accommodante garantissant des taux bas. En mars, face à une légère hausse des taux souverains provoquée par les craintes de la reflation, la BCE a d'ailleurs réagi en accélérant le rythme de ses achats d'actifs, rassurant ainsi les marchés financiers.

Allemagne : tout est prêt pour le rebond... sauf la maîtrise de l'épidémie !

L'indice du climat des affaires allemand a bondi de presque quatre points au mois de mars pour se fixer à 96,5 points, son plus haut niveau atteint depuis juin 2019. Cette performance donne un signal encourageant pour la reprise de l'activité de la première économie de la zone euro. Les anticipations d'activité à six mois ressortent également en nette hausse à 100,4 points, au-

dessus de leur niveau de décembre 2019, suggérant une forte hausse du côté de la demande. La ventilation de l'indice par secteur signale un net redressement dans l'ensemble des secteurs : industrie, services, construction et ventes au détail. Les anticipations à six mois dans les quatre secteurs industriels clés du pays, automobile, machines et équipements, équipement électrique et industrie

métallurgique marquent toutes un rebond très significatif en mars indiquant des perspectives de croissance en nette amélioration en dépit des mesures restrictives en vigueur dans le pays. Le taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie a enregistré un net redressement au T1-2021, avec un taux à 81,8%, en hausse de +11,1 points par rapport au plus fort de la crise sanitaire à 70,7% au T2-2020. Celui-ci reste toutefois encore inférieur à 0,3 point à son niveau d'avant-crise, mais se rapproche néanmoins de sa moyenne de long terme établit à 83,5%.

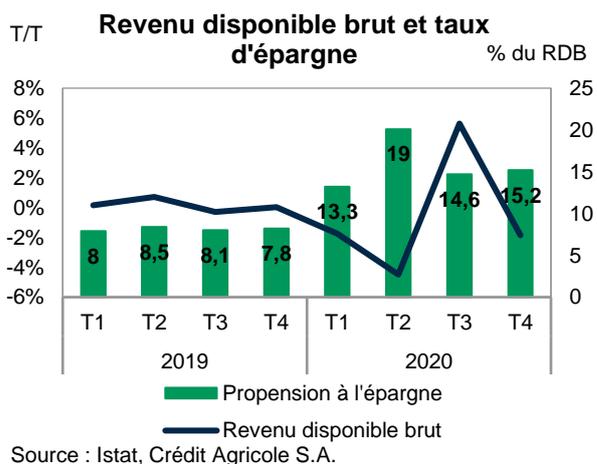


Notre opinion – Le climat des affaires a bondi à un plus haut niveau depuis deux ans et les perspectives d'activité sont à la hausse. Toutefois, l'enquête a été réalisée en début de mois, au moment où les perspectives d'un assouplissement des mesures sanitaires étaient encore d'actualité. Mais l'évolution du taux d'incidence sur les quinze derniers jours de mars a contraint le pays à revenir en arrière sur les mesures d'allégement envisagées. Il convient donc de rester prudent sur ces anticipations d'accélération de la croissance. Toutefois, la remontée du taux d'activité à un niveau proche de celui d'avant-crise suggère que c'est bien un surcroît de demande, notamment en provenance des industries d'exportation, qui explique ce regain d'optimisme. La croissance allemande semble donc sur les « starting-block », en attente d'un départ fulgurant dès que les mesures de freinage de l'épidémie seront levées. Pour l'heure, le pays demeure encore sous confinement partiel jusqu'au 18 avril et nous pouvons raisonnablement penser que l'accélération tant attendue de la croissance s'opèrera surtout à partir du mois de mai, date à laquelle, un grand nombre de personnes devraient déjà être protégées grâce au déploiement de la vaccination.

Italie : légère baisse du revenu disponible des ménages

Après s'être redressé au troisième trimestre, le revenu disponible brut (RDB) des ménages a diminué de 1,8% au quatrième trimestre 2020 par rapport au trimestre précédent. La légère hausse des prix de 0,2% s'est quant à elle traduite par une baisse légèrement plus prononcée du pouvoir d'achat des ménages de 2,1%. Le confinement de novembre a eu un impact négatif sur les dépenses de consommation des ménages qui se sont contractées de 2,5%. En conséquence, la propension à épargner des ménages s'est établie à 15,2%, soit une augmentation de 0,5 point de pourcentage par rapport au trimestre précédent. Dans le même temps, le taux d'investissement des ménages a légèrement reculé de 0,1 point au quatrième trimestre à 5,7%, reflétant une baisse de la formation brute de capital fixe de 2,7%.

la perte de chiffre d'affaires, la formation brute de capital fixe des sociétés non-financières a augmenté de 1,1% au quatrième trimestre faisant grimper le taux d'investissement de 0,6 point à 21,6%.



Notre opinion – Les mesures de soutien ont permis de limiter l'impact de la baisse de l'activité sur le revenu disponible des ménages mais n'ont pas empêché la perte de revenu. Par rapport au quatrième trimestre 2019, le RDB a baissé de 2,7% tandis que la consommation a diminué de 10%. Le taux d'épargne a augmenté de 7 points par rapport à la fin 2019. Pour les SNF, la valeur ajoutée est inférieure de 6% à son niveau fin 2019 tandis que la perte en excédent brut d'exploitation a été moindre (-2,6%). L'ajustement s'est fait sur l'investissement qui a baissé de 4,9%.

Espagne : l'épargne des ménages recule au T4

Le revenu disponible brut des ménages espagnols a baissé de -3,4% au T4 2020 par rapport à la même période de 2019 en raison de la réduction des rémunérations des salariés (-4,0%), compensé partiellement par l'augmentation des prestations sociales (+9,6%). Les dépenses de consommation finale des ménages sont estimées en baisse de 11,2%. Ainsi, le taux d'épargne des ménages s'établit à 19% du revenu disponible, contre 11,7% au même trimestre de l'année précédente. Corrigé par les effets de calendrier et de saisonnalité, le taux d'épargne des ménages s'établit à 10,6% du revenu disponible brut (12,5% au T3 2020) et le taux

d'investissement progresse légèrement pour se situer à 5,7% (5,6% au T3 2020).

La valeur ajoutée brute générée par les entreprises non financières a reculé de -11,2% au T4 2020 par rapport à la même période de 2019, et s'est associée à une baisse de l'excédent brut d'exploitation de -14,2%. Le taux de marge au T4 2020 s'établit en hausse à 47% (43,7% au T3 2020). Le taux d'investissement se situe à 29,0% en progression de 1 point par rapport au T3. Sur l'ensemble de l'année 2020, la valeur ajoutée générée par les sociétés non financières a diminué de 13,6%, alors que leur excédent d'exploitation a diminué de 18,1%.

☑ Notre opinion – L'épargne des ménages avait considérablement augmenté au deuxième trimestre 2020, atteignant 24,4% de leur revenu disponible brut, soit plus du double du dernier pic observé en 2009. Plusieurs raisons expliquent cela. Comme lors de la crise précédente, face à la détérioration des perspectives d'emploi et de salaire, les ménages décident d'épargner pour faire face à des environnements moins favorables. En règle générale, cela signifie réduire la consommation des biens durables, tels que les voitures. La deuxième raison est liée au soutien que les politiques mises en œuvre pendant les premiers mois de la crise ont apporté aux revenus. Le recours aux régimes de régulation du travail temporaire (ERTE) ainsi que l'extension des crédits avec garanties publiques ont permis de maintenir des emplois et ont évité la destruction de l'épargne. La troisième raison est que, contrairement aux autres crises, de nombreux ménages ont été littéralement contraints de ne pas dépenser. En particulier, les déciles de revenu les plus élevés consacrent une plus grande partie de leur revenu aux voyages, au transport ou à la restauration. Les mesures de confinement et de distanciation sociale les ont empêchés d'effectuer ces dépenses. Dans la deuxième partie de l'année dernière, l'épargne s'est réduite significativement au T3 (12,5%) pour s'établir finalement à 10,6% au T4, en dessous de son niveau pré-crise (6,24% au T4).

Pays émergents

Asie

Inde : nouvelles inquiétudes après une remontée des cas dans certains États

Après plusieurs mois d'accalmie, **l'épidémie de Covid-19 flambe de nouveau en Inde**. Le nombre quotidien de nouveaux cas est passé de 10 000 à plus de 60 000, principalement localisés dans l'État du Maharashtra (qui abrite notamment les villes de Bombay, Nagpur et Pune). Un couvre-feu est entré en vigueur dimanche, mais le ministre en chef de l'État a déjà averti sa population qu'elle devait **se préparer à un nouveau confinement** si l'épidémie continuait de se propager. Les cas remontent aussi dans d'autres États (Gujarat, Pendjab, Kerala), si bien que des tests PCR sont maintenant obligatoires pour passer les frontières de certains États.

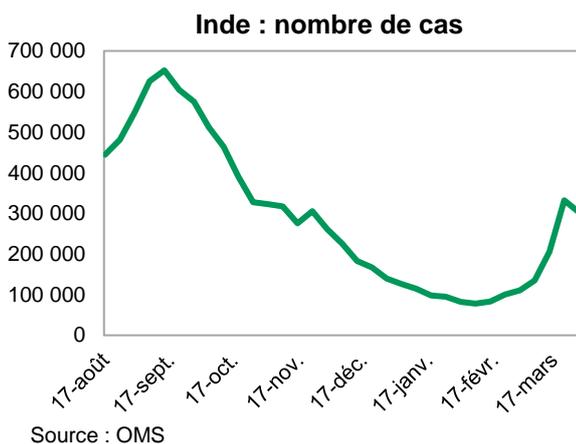
Pour faire face à cette seconde vague, **l'Inde a suspendu ses exportations de vaccins**, afin de donner la priorité à sa population. Dans l'usine du premier producteur mondial de vaccins à Pune, où près de la moitié des doses étaient jusqu'ici exportées, **le « nationalisme du vaccin »** est assumé, quitte à contrarier les clients, dont les Britanniques qui attendaient cinq millions de doses d'AstraZeneca dans les prochaines semaines.

L'Inde a certes déjà administré plus de 60 millions de doses, mais dans ce pays d'1,3 milliard d'habitants, **cela représente à peine 4% de la population**. La stratégie vaccinale se concentre essentiellement dans les zones les plus densément peuplées, où le plus grand nombre de cas a été enregistré.

trajectoire résolument plus basse, notamment en raison de la modération des prix agricoles. Au quatrième trimestre 2020, plusieurs signaux positifs ont ainsi été relevés : hausse des recettes fiscales du gouvernement, hausse des importations et de la consommation privée, consolidation de l'investissement. **La croissance est ainsi redevenue positive en termes réels et nominaux**.

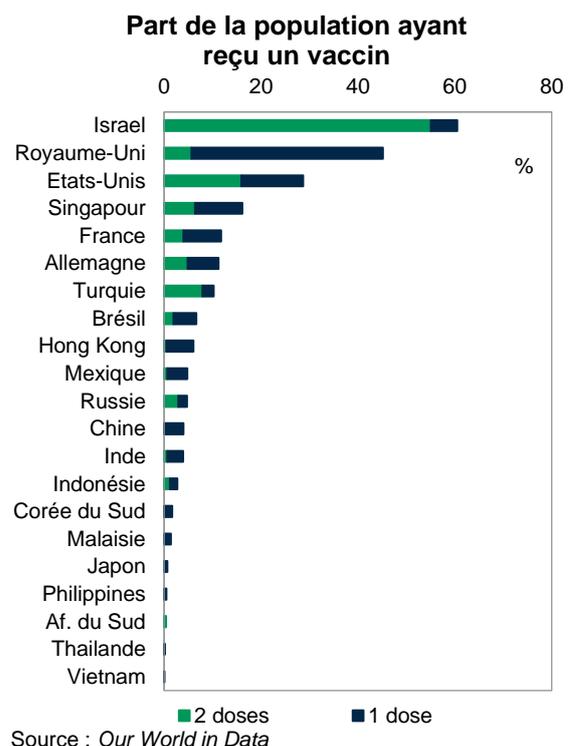
L'économie indienne reste cependant extrêmement fragile et limitée par **ses faiblesses structurelles : dépendance au secteur agricole**, toujours perturbé par des mois de manifestations contre l'entrée en vigueur de nouvelles lois décloisonnant les prix, **marché du travail miné par l'informalité et le sous-emploi, secteur exportateur peu compétitif**. Les exportations affichent ainsi une progression bien moins dynamique que les importations, et le solde commercial a recommencé à se creuser. Après une année 2020 presque à l'équilibre en raison de l'effondrement des importations, le solde courant devrait renouer avec son traditionnel déficit en 2021.

Un nouveau confinement, généralisé ou limité à quelques États stratégiques, aurait un impact immédiat sur la consommation et les recettes fiscales, et remettrait en question les perspectives de croissance de l'Inde pour 2021. Un sujet hautement sensible, puisque le pays pourrait afficher pour l'année fiscale 2021/2022 – comme en avril – un taux supérieur à celui de son voisin chinois.



Un impératif : ne pas trop entraver la reprise économique

Un nouveau coup d'arrêt porté à l'économie indienne entraverait la reprise – encore fragile – observée depuis un semestre. **Avec une récession autour de -7% en 2020**, le choc a été moins brutal que dans les premières estimations, qui tablaient sur une chute d'au moins 10%. Autre motif de soulagement, **l'inflation semble s'inscrire dans une**



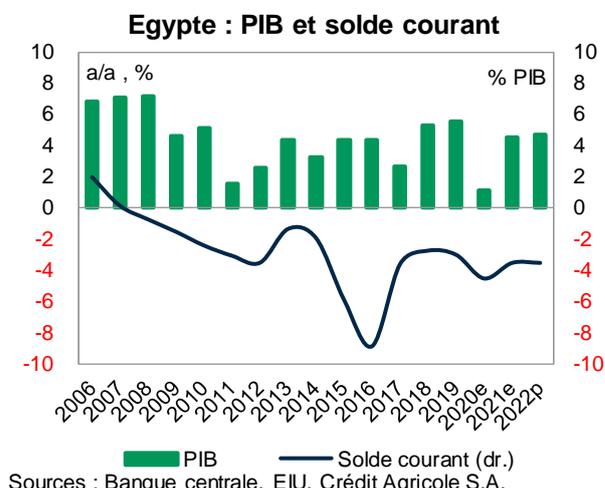
Moyen-Orient et Afrique du Nord

👉 Égypte : les défis économiques de l'année 2021 seront très élevés

Exception dans l'environnement moyen-oriental, l'Égypte n'a pas connu de récession en 2020 grâce à un taux de croissance de l'activité pré-crise resté très élevé à plus de 5% par an et à une forte dynamique interne. Mais la courte récession du deuxième trimestre 2020 (-1,7%) et un quatrième trimestre qui devrait être très décevant en raison de nouvelles mesures sanitaires restrictives ne devraient pas permettre à l'Égypte de dépasser 1% de croissance du PIB au cours de l'année calendaire 2020. L'effondrement simultané des exportations et des importations va permettre de limiter le creusement du déficit courant, qui devrait s'établir à environ 4,5% du PIB, une bonne performance en raison de l'effondrement des recettes touristiques.

Pour l'année 2021, et en fonction de la plus ou moins bonne maîtrise de la pandémie et de l'accélération des vaccinations, un autre défi local compte tenu de la taille de la population égyptienne, le redressement de l'activité pourrait atteindre 4,5% en année pleine.

Le déficit de la balance courante pourrait se réduire à 3,5% du PIB en 2021. L'équilibre de la croissance reviendrait alors dans un environnement plus favorable au désendettement.



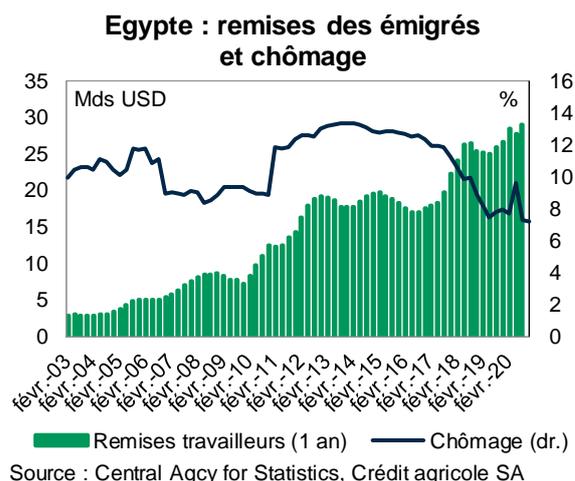
☑ **Notre opinion** – L'année qui vient restera toutefois délicate en termes macro-économiques, compte tenu d'une année touristique probablement très en retrait de son potentiel. Il sera encore très difficile de réduire le surendettement qui se fera dans la durée et grâce à une croissance vigoureuse.

👉 Égypte : hausse des transferts des émigrés et chômage stable dans un contexte de pandémie

Par rapport à 2019, les transferts financiers des émigrés vers l'Égypte ont atteint le montant de 29 milliards de dollars en 2020, en hausse de 12% en un an. Le montant de ces transferts représente 7% du PIB de l'Égypte. C'est la première source de rentrée de devises étrangères et donc l'un des éléments essentiels de l'équilibre de la balance courante. Compte tenu du contexte de pandémie et de pression sur les populations émigrées dans les pays du Golfe, c'est donc une très bonne nouvelle que les travailleurs égyptiens de l'étranger aient continué à transmettre une bonne partie de leurs salaires à leur famille en Égypte. Cela contribue à soutenir l'économie locale et notamment les dépenses d'investissement.

De son côté, le chômage a beaucoup baissé depuis le pic du printemps où il avait atteint 9,6% ; il retrouve son niveau de début 2020 à 7,2%. C'est le niveau de chômage le plus bas depuis plus de

quinze années, en partie dû à une baisse de la population active depuis trois ans, notamment celle des femmes.



☑ **Notre opinion** – Ces « amortisseurs » ne doivent pas faire oublier que la quasi-absence de recettes touristiques font peser une forte pression sur la balance des services en 2021.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

L'Arménie, une trajectoire brisée

Les trois dernières années furent turbulentes pour la petite nation arménienne. Le pays semblait pourtant lancé sur une bonne dynamique, avec un taux de croissance annuel moyen de 6,8% entre 2017 et 2019. L'économie, bien que pauvre (4 605 dollars par tête en 2019) et petite (13 milliards de dollars la même année), se diversifiait en développant son tourisme et ses exportations manufacturières¹. Surtout, l'arrivée au pouvoir de Nikol Pachinian en mai 2018 – après une « révolution de velours » qui a conduit à la chute du dirigeant de S. Sargsyan – avait provoqué un vent d'optimisme bienvenu : le programme anti-fraude et anti-corruption était très populaire dans l'ex-république soviétique.

L'Arménie est donc entrée dans la crise de la Covid-19 sur une base positive, quoique fragile. Le déficit budgétaire s'était considérablement réduit, passant de -4,8% en 2017 à -0,8% en 2019, grâce à des politiques publiques d'augmentation des recettes et de diminution des dépenses. La dette publique s'était réduite à 53,4% en 2019, un niveau raisonnable, compte tenu des 7,6% de croissance annuelle.

En revanche, le déficit du compte de transaction s'était élargi en passant de 1,5% du PIB en 2017 à 7,2% en 2019, selon un rapport du FMI. Bien que les réserves de change se soient accrues sur la période, elles ne couvraient en 2019 que six mois d'importations, ce qui est au-dessus des seuils d'alerte des agences de notation, mais trop peu en cas de choc externe. Les vulnérabilités venaient donc surtout de l'exposition aux fluctuations du change : 80% de la dette publique est en devises, et 60% des dépôts bancaires en dollars américains.

L'année 2020 a malheureusement marqué une inversion complète de ces tendances. Le choc combiné de la pandémie mondiale et des combats au Nagorno-Karabakh a eu un impact politique et économique profond. Le déficit budgétaire s'est approfondi, passant à -5,4% en 2020. La dette publique est passée à 62,2% en 2020. Paradoxalement, comme dans beaucoup de pays, le déficit courant a baissé, à - 6,2% en 2020, sous les effets de la chute de la demande intérieure. De plus, trois vulnérabilités majeures existent. D'une part, les premières importations de l'Arménie sont le pétrole et le gaz russe ; et leurs prix ont donc un impact fort sur les équilibres externes, le change, et l'inflation. D'autre part, l'inconnue est encore forte quant à la reprise dans les principaux marchés d'exportations (soit 40% du PIB en 2018), à savoir la Russie (27% en 2018) et l'Union européenne (22% en 2018).

Enfin, la profondeur des liens économiques avec la Russie, notamment par la part importante des revenus des travailleurs à l'étranger dans le PIB arménien, fait que la drachme est fortement liée aux fluctuations du rouble russe, marqué par les sanctions américaines. La drachme devrait perdre environ 11% de sa valeur entre 2019 et 2021 d'après EIU, avec un effet significatif sur les finances publiques.

La Banque centrale est donc intervenue pour stabiliser les taux. Mais les réserves de change sont très basses, entre 2 et 2,5 milliards de dollars américains en 2020, ce qui pèse immédiatement sur les *ratings* souverains. Les données du FMI indiquent néanmoins que la quasi-totalité de la dette publique externe est de long terme (à majorité des concessions de prêteurs multilatéraux) ; le pays entretenant d'excellentes relations avec l'institution, la probabilité d'une crise des liquidités ou de la dette externe reste donc limitée par ce facteur.

Enfin, les questions politiques aggravent le tableau et sont d'ailleurs le principal facteur de risque identifié par les agences de notation. Si Fitch a fait passer sa perspective à « négative » en avril 2020, elle a définitivement dégradé sa note en octobre, prenant en compte le conflit, et se situe désormais à B+. Moody's est resté stable à Ba3, tout en soulignant les risques politiques et géopolitiques. En effet, la défaite suite aux combats dans le Nagorno-Karabakh a fragilisé la position de N. Pachinian, au point que celui-ci doit désormais organiser des élections anticipées en juin, dont le résultat est incertain, et a dû démissionner symboliquement pour calmer les tensions.

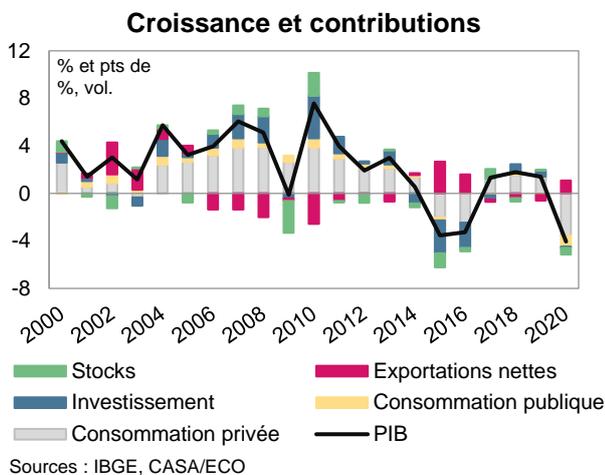
Les développements géopolitiques risquent enfin d'influencer l'économie arménienne. Le pays reste stratégique pour la Russie, allié traditionnel dans la région. Quant aux Occidentaux, leur stratégie pour maintenir leur présence dans la région est peu claire pour l'instant. Mis à part [les 7 millions d'aide humanitaire](#) distribués depuis septembre, l'implication de l'UE dans le conflit arménien-azéri est limitée. De même pour Washington (pour l'instant...), dont la quasi-absence diplomatique a laissé le champ libre à Moscou et Ankara pendant le récent conflit pour s'affirmer dans la région. Au final, tout cela ouvre surtout à la Turquie un espace géopolitique qui affaiblit encore l'Arménie. Coincée entre des voisins hostiles, la petite économie ouverte arménienne va devoir trouver des alliés de poids, si elle veut relancer les dynamiques positives qui l'animait avant la crise.

¹ « [IMF Country Report No. 20/318](#) », December 2020

Amérique latine

Brésil : les histoires d'amour finissent mal (en général)

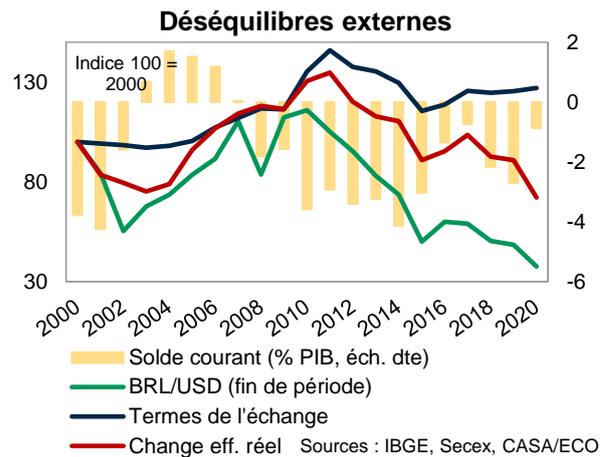
Il est tentant (et légitime) d'aller chercher dans la bonne tenue des comptes extérieurs, le redressement des termes de l'échange, l'interruption du « désamour » à l'égard du Brésil signalée par le redressement des investissements de portefeuille et la résistance des investissements directs qui donnent des raisons d'espérer². Il est alors tentant (et tout aussi légitime) d'aller regarder, même sommairement, ce qui s'est passé durant les années 2000 et le « super-cycle » des matières premières³ au cours duquel les termes de l'échange brésiliens s'améliorent continûment pour atteindre un sommet en 2011.



Outre l'amélioration des termes de l'échange, la décennie 2000 débute par une détente des conditions financières notamment aux États-Unis, mais également au Brésil⁴. Au cours de la période 2000-2011, la croissance brésilienne est robuste et s'établit en moyenne à 3,8% (malgré le choc de 2009 qui se traduit par une quasi-stagnation vite suivie d'une forte reprise à 7,6% en 2010). La croissance se redresse en début de période à la faveur d'une accélération puissante des exportations en volume (elles croîtront en moyenne de 7,3% entre 2000 et 2011), dopées par la flambée des prix des produits de base. Elles seront néanmoins vite rattrapées par les importations (dont la croissance annuelle moyenne atteindra 9%). Au total, la contribution à la croissance des exportations nettes en volume est quasiment nulle : la demande interne se révèle être le principal moteur de croissance avec des contributions moyennes de la consommation des ménages

et de l'investissement de, respectivement, 2,4 points et 1 point de pourcentage.

L'impulsion cyclique initiale qu'offre l'augmentation des revenus suscités par le boom des termes de l'échange et des volumes exportés stimule rapidement la consommation (et ce d'autant plus facilement que les conditions financières s'assouplissent), l'investissement (dans le secteur des produits de base dont la rentabilité s'améliore, puis dans des secteurs connexes tels que le transport, la logistique, etc.), la production et enfin les importations. L'accélération de la demande interne couplée à une contribution des échanges extérieurs nets, qui progressivement se contracte au point de devenir négative « précocement » (dès 2006), suggèrent bien que la croissance ne peut être satisfaite qu'au prix d'une accélération substantielle des importations que justifient l'inadaptation des biens produits localement et/ou des goulets d'étranglement. Les comptes extérieurs l'illustrent également.



Si le déficit courant moyen sur la période reste contenu (à -1,2% du PIB), il est volatil : seule apparaît une courte période « bénie » d'excédent (2003-2007). Une période durant laquelle les échanges extérieurs nets contribuent positivement à la croissance avant que les importations ne décollent : elles finiront par croître en moyenne de 18% en volume entre 2006 et 2008. Par ailleurs, à la faveur de la belle histoire que permettent de raconter le redressement des termes de l'échange, l'accélération de la croissance brésilienne et la digestion par les marchés de l'élection de Lula, les entrées de

² Voir [Monde – L'actualité de la semaine](#), 26 mars 2021

³ Voir notamment "[After the Boom-Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean](#)", FMI 2014

⁴ Aux États-Unis, le taux des *Fed Funds* baisse de 6,5% en décembre 2000 à 1% en juin 2003 entraînant un repli des taux à dix ans de 6,7% à 2% sur la période. Par ailleurs, au Brésil, le Plan Real (1994-1999) a permis d'éradiquer l'hyperinflation au prix de taux d'intérêt élevés et d'entrées de capitaux suscitant

une appréciation du real. À la suite des crises asiatique (1997), puis russe (1998), la raréfaction des financements extérieurs finit par imposer l'adoption d'un régime de change flottant (1999) et une forte dépréciation du change. La crise est sévère mais brève et suivie d'une reprise vigoureuse. Malgré de gros accidents de parcours (pressions fortes pré et post élection de Lula en 2002, crise financière de 2008), le taux Selic s'engage sur une tendance chaotique mais baissière (de 19% en janvier 2000 jusqu'à un minimum de 8,75% fin 2009).

capitaux au titre des investissements de portefeuille s'intensifient, les investissements directs se redressent, le change s'apprécie contre dollar tout comme le taux de change effectif réel.

Ce n'est pas à l'occasion de la crise financière de 2008 que s'achève cette belle histoire : elle constitue un « trou d'air » à l'issue duquel la croissance se redresse, les déficits se creusent, l'appétit pour les actifs brésiliens revient, le change se réapprécie. L'épilogue se situe en 2011 : retournement des termes de l'échange, essoufflement de la croissance, creusement du déficit courant, moindre attrait

pour les investissements de portefeuille, mais attraction conservée pour les investissements directs. Il semble bien que l'histoire s'achève à la faveur du repli des prix internationaux des produits de base (ils culminent mi-2011) qui fait apparaître les dégâts liés à une croissance devenue « intenable », car trop gourmande en importations, dégâts précisément masqués par l'amélioration des termes de l'échange et qui soudain prend fin. Bref, l'amélioration des termes de l'échange crée des déséquilibres réels qu'elle masque et qui ne se révèlent pleinement que lorsqu'elle cesse.

Géo-économie

Du Pakistan et de l'art de rester au centre

Un exercice intéressant de géo-économie est en train d'être mené par les dirigeants pakistanais, qui cherchent à profiter économiquement de leur « centralité » géopolitique, et de leur statut d'« État pivot ». À l'évidence, cette notion prend une importance renouvelée dans la situation géopolitique actuelle, et en ce sens, la stratégie pakistanaise actuelle fait étrangement écho à celle de la Turquie, autre État pivot. La notion était définie par Z. Brzezinski comme un État dont l'importance économique n'est pas majeure, mais dont l'appartenance à un camp géopolitique ou à un autre peut faire basculer un équilibre politique régional.

En quelques mois, Islamabad a ainsi lancé et relancé des projets d'infrastructures de transports régionaux basés principalement sur des capitaux chinois ; a également renégocié des prêts auprès du FMI ; et enfin, a engagé un processus de paix historique avec son voisin indien, après deux années de tensions extrêmes. Ces événements semblent liés par un enjeu stratégique central ; affirmer une puissance dans la région, en « jouant » d'une rivalité sino-américaine de plus en plus envahissante dans la géopolitique mondiale et régionale.

Le Pakistan était pourtant entré dans la crise sanitaire en mauvaise posture. L'imminence d'une crise de liquidités l'avait poussé dans les bras du FMI. Suite à une attaque terroriste en 2019 à New Delhi, les relations avec son voisin indien étaient par ailleurs au plus bas, tandis que les projets d'infrastructures chinois avaient pris des retards considérables. Enfin, une crise politique interne menaçait de mettre fin au gouvernement d'Imran Khan, élu fin 2018.

Ces problèmes vont néanmoins se débloquer en 2020, et c'est là le premier épisode de la saga géo-économique pakistanaise. Un programme du FMI en mai 2019 et des prêts d'urgence en avril 2020 permettent de faire face à la crise et sont une source cruciale de devises. Une restructuration de la dette en mars 2020 avec ses principaux prêteurs bilatéraux (Chine, Arabie saoudite, Émirats Arabes Unis) sauve un État pakistanais en banqueroute. Enfin, un vote de confiance à l'Assemblée fin 2020 consolide le gouvernement d'I. Khan. Les mains libres et les caisses temporairement renflouées, les dirigeants pakistanais peuvent mieux déployer leur stratégie.

Le maître mot est « centre ». Économiquement, il s'agit de faire du Pakistan un centre de transport régional. Politiquement, l'enjeu est de rester parfaitement neutre, « au centre », dans l'œil du cyclone des tensions régionales et mondiales.

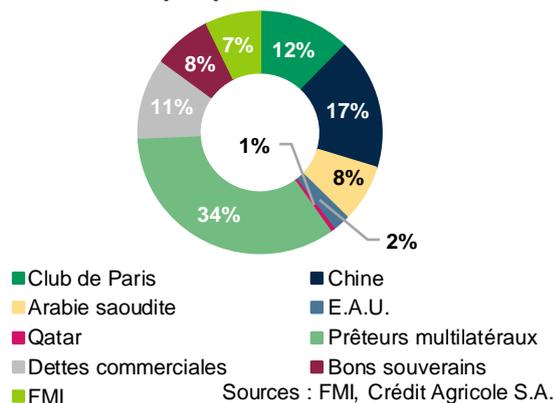
Concrètement, cela se traduit par des projets d'infrastructures de transport dans toutes les directions.

Istanbul-Karachi, Tachkent-Pechawar et, dans le cadre des Nouvelles Routes de la Soie, Pékin-golfe d'Oman (cf. carte). En fait, ces projets impressionnants (et qui en cela, écrivent le narratif de la nouvelle Route de la soie chinoise) ne sont pas toujours [économiquement viables](#) ni même pertinents (ou alors à très long terme). Mais ce n'est pas l'unique critère : le retour sur investissement est également géo-économique pour le Pakistan, mais aussi pour Pékin, comme c'est d'ailleurs le cas pour d'autres projets chinois dans d'autres régions. À ne pas négliger donc, la pression politique venue de Chine, qui a investi à hauteur de 50 milliards de dollars dans le « Corridor Économique Chine Pakistan » (CECP). C'est un des projets « porte-étendard » des Nouvelles Routes de la Soie, et à ce titre-là, ne peut sans doute, en aucun cas, être abandonné.

Cette stratégie d'ancrage au centre s'est aussi traduite par un brin d'olivier envoyé à New Delhi, ou selon un ex-conseiller du ministère des Affaires étrangères d'Islamabad « [avoir jeté l'olivier en entier](#) » (cf. encadré). En effet, certains des projets centraux de la géo-économie pakistanaise passent par les territoires disputés. De plus, d'après le discours du général en chef des armées pakistanaïses, le Pakistan voit l'apaisement des relations avec le voisin indien comme un prérequis indispensable à une intégration régionale plus poussée. Les choses sont donc en train de bouger et c'est un pion très important de la géopolitique mondiale qui pourrait évoluer.

Reste à gérer les tensions mondiales. Pour cela, le pays s'est habitué depuis quelques années à marcher au milieu de la route. Alors qu'il est un des débiteurs historiques du FMI, le pays s'ouvre dès 2015 aux capitaux chinois du projet des Nouvelles Routes de la Soie. Pékin est désormais son principal prêteur bilatéral, à hauteur de 17,5% de la dette extérieure totale. De même, en 2018 selon la [Banque mondiale](#), les États-Unis représentaient le premier marché d'exportations (16%) et la Chine la première source d'importations (25%). Néanmoins, cette politique multi-focale risque de devenir de plus en plus difficile, à mesure que se réaffirme, et se dessine, la cartographie des alliances américaines et chinoises, avec des [volontés d'ingérence de Pékin](#) et un discours américain qui se fait de plus en plus radical. Le Pakistan est donc à la croisée des chemins géographiques, mais aussi historiques : un survivant du mouvement des non-alignés et un précurseur d'un monde multipolaire qui cherche son équilibre. Son succès géopolitique reste à prouver.

Pakistan : dette externe en cours par prêteur, 2020



Inde-Pakistan, les « frères ennemis »

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

1965 : deuxième guerre sino-pakistanaise.

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

1998 : essais nucléaires par New Delhi et Islamabad.
août 2018 : révocation par Narendra Modi de l'autonomie constitutionnelle du Jammu-et-Cachemire.

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

25 février 2021 : cessez-le-feu entre les deux pays après deux ans d'escarmouches dans le Jammu et Cachemire.

17 mars 2021 : discours du général en chef des armées Bajwa, appelant à un engagement diplomatique, et ne demandant pas la restitution du territoire de Jammu et Cachemire, une première.

23 mars 2021 : première rencontre officielle depuis trois ans pour discuter du partage des eaux de l'Indus. Depuis cette date, les deux Premiers ministres I. Khan et N. Modi s'échangent régulièrement des lettres.

 **L'UE et la Turquie, ou les limites de l'équilibrisme géopolitique**

Après des disputes territoriales maritimes entre la Grèce et la Turquie, cet été, les relations entre la Turquie et l'Union européenne s'étaient considérablement refroidies. De plus, la répression des membres du parti d'opposition HDP (pour leurs liens supposés avec les séparatistes kurdes), le 19 mars, ainsi que la décision d'Erdogan de se retirer d'un traité de défense des droits des femmes, le 22 mars, rajoutaient des points de contentieux dans une relation déjà marquée par des divergences politiques.

C'est dans ce contexte qu'il faut interpréter le communiqué du Conseil européen du 26 mars. Les dirigeants européens se sont mis d'accord pour recommencer les négociations d'intégration de la Turquie au marché unique, tout en brandissant le spectre des sanctions, si le pays venait à « s'opposer aux intérêts de l'Union ». Pour entériner ces avances, c'est la présidente de la Commission européenne U. von der Leyen et le président du Conseil C. Michel qui visiteront Ankara, le 6 avril.

Derrière cette attitude mixte, plusieurs facteurs. D'abord, l'intérêt stratégique du voisin turc pour gérer l'afflux de migrants en transit vers l'Union. Dès le 29 mars, la commissaire européenne en charge des Affaires internes, Y. Johansson, appelait la Turquie à rouvrir « en urgence » ses frontières au

retour de migrants renvoyés de Grèce. De même, le pays continue à être un « pivot stratégique » pour l'Otan dans la région, et le secrétaire d'État américain A. Blinken a envoyé un message clair, en rencontrant son homologue turc à Bruxelles le 24 mars. Enfin, malgré ses déboires économiques et financiers liés à une politique monétaire peu orthodoxe, la Turquie reste une économie dynamique et pleine d'opportunité pour des investisseurs européens⁵.

L'Union européenne cherche en ce moment à développer un appareil d'outils juridiques et économiques pour muscler son discours de défense des droits de l'Homme et des valeurs humanistes. Elle suit ainsi les États-Unis de Biden, qui cherchent à reconstruire l'alliance Atlantique sous cette même bannière éthique. Mais cela soulève beaucoup de questions géopolitiques.

Ainsi, cette stratégie va être difficile à gérer pour l'Union européenne sur certains fronts où la géopolitique des frontières et des alliances peut entrer en contradiction frontale avec celle des droits de l'Homme. On pense évidemment aux relations avec la Turquie, mais aussi avec les démocraties auto-proclamées illibérales d'Europe de l'Est. Pour le dire très clairement, il va être délicat pour l'UE de

⁵ « [Turquie : Pierre et le loup](#) » Tania Sollogoub, 30 mars 2021

sanctionner la Russie et la Chine, sans le faire pour d'autres pays, où la question pourrait se poser.

Difficile et dangereux, car une politique de droits de l'Homme à deux vitesses ouvrirait par ailleurs une autoroute narrative aux partis anti-système qui prospèrent toujours à l'intérieur de l'Union.

Dangereux également, car il faut bien être conscient que l'image et surtout la crédibilité de l'UE dans ses choix géopolitiques auront un écho, également, sur l'idée que les citoyens se font de la démocratie et de l'Europe. Et un écho durable qui plus est. Or n'oublions pas que la crise politique qui parcourt l'espace occidental depuis quelques années est une crise de *leadership* et de légitimité politique. C'est cela qu'il faut reconstruire pour reconquérir l'adhésion des populations.

Affirmer l'objectif d'une identité géopolitique plus nette de l'Union européenne, comme le font U. von der Leyen ou J. Borrel, est une ambition qui va donc poser beaucoup d'arbitrages et nécessiter un grand doigté. Quelques questions sont centrales (parmi d'autres !). Que faire avec la Turquie ? Que faire avec l'Otan ? Que faire avec la Russie ? Que faire, surtout, au fond, avec les États-Unis, car l'identité géopolitique européenne commence évidemment avec son positionnement – ou repositionnement ? – vis-à-vis de Washington, ce qui conditionnera tout le reste... Et tout cela, en gardant en tête les leçons précieuses et premières de Max Weber sur les sources de légitimité politique.

Coup de force au Mozambique

Des insurgés ont pris la ville de Palma au Cabo Delgado après cinq jours de siège entre le mercredi 24 et le dimanche 28 mars. Le nombre précis de victimes est inconnu, et s'élèverait à « des douzaines », dont plusieurs internationaux selon *The Guardian*. C'est la dernière escalade d'un conflit qui dure depuis 2017 et qui a fait 2 600 morts, forçant 700 000 personnes à quitter leur foyer.

La ville se trouve à proximité de [chantiers d'infrastructures](#) d'exploitation de gaz naturel liquéfié opérés par Total. Annoncé en 2019 et censé être opérationnel en 2024, le projet représente le plus gros investissement en cours du continent, à hauteur de 20 milliards de dollars et vise à compléter les plateformes *offshores* de la côte avec une usine de traitement située au sud de Palma (cf. carte). Les réserves de gaz naturel au large du Mozambique sont immenses, estimées à [5 000 milliards de mètres cubes](#) (9^e mondial), et restent pourtant largement sous exploitées. En effet, l'instabilité est peu attractive pour des capitaux étrangers. De nombreux projets, lancés en 2019, doivent encore être finalisés. ExxonMobil aurait ainsi retardé une prise de décision finale concernant un investissement de 30 milliards de dollars dans la région après la prise de la ville. En tout, ce serait plus de



L'Europe à mi-chemin entre Moscou et Washington

Trente ans après la fin de la « guerre froide », l'Europe est de nouveau au milieu des tensions entre l'allié américain et le grand voisin russe. Le 8 mars, le *Financial Times* parlait d'une proposition émanant de Berlin appelant à davantage de coopération dans le domaine du climat. Lors de la visite d'A. Blinken, l'Allemagne demande également la reprise des sommets Otan-Russie pour renouer le dialogue. Surtout, le projet d'oléoduc en mer du Nord NordStream 2, reliant la Russie et l'Allemagne continue, semble-t-il, d'être soutenu par l'État allemand. Tout cela est vu d'un mauvais œil par A. Blinken, qui a menacé le projet de sanctions additionnelles et, sans s'opposer ouvertement à une reprise de la communication, a averti les Européens de garder « le regard clair ».

De fait, les nécessités, défis et opportunités de la relation sont synthétisés dans l'appel téléphonique entre A. Merkel, E. Macron et V. Poutine le 30 mars. Trois sujets ont été discutés : le traitement de l'opposant emprisonné A. Navalny (sa tentative d'empoisonnement ayant valu des sanctions européennes) ; les possibilités de coopération pour produire le vaccin russe Sputnik V en Europe ; et les combats du 26 mars à Donetsk dans le Dombass dans lesquels quatre soldats ukrainiens ont été tués.

[120 milliards de dollars](#) d'investissements qui pourraient être approuvés d'ici 2026, selon le *Standard Bank Group*.

Le jour du début de l'insurrection, Total avait annoncé la reprise des travaux, interrompus en décembre suite à d'autres attaques. Un cordon de sécurité de 25 kilomètres autour du chantier était censé garantir le bon déroulement des travaux. Bien que la ville fasse partie de ce périmètre, aucun plan d'évacuation n'avait été prévu.

Les insurgés ont été déclarés comme affiliés au groupe terroriste islamiste ISIS par Washington, le 10 mars. Pourtant, peu de liens fiables ont été établis à présent. Auparavant nommés les « Forces démocratiques alliés », les insurgés ont commencé par se rebeller contre l'État du Mozambique. L'opposition entre une région sud, où se trouve la capitale ainsi que le cœur économique du pays, et une région nord délaissée constitue le principal grief. De fait, dans un État déjà pauvre au PIB par habitant de 503 dollars en 2019 (Banque mondiale), la région du Cabo Delgado est la plus déshéritée, malgré ses vastes ressources.

La taille des investissements en jeu ainsi que l'incapacité patente de l'État central à contrôler l'insurrection posent la question d'une possible

intervention de gouvernements étrangers. Des entreprises de sécurité privée, et notamment le *Dyck Advisory Group* (DAG) sud-africain, sont présentes mais leur implication s'est réduite, le DAG quittant la zone le 6 avril. Le 15 mars, les États-Unis annonçaient un programme de deux mois d'entraînement des armées du pays. Malgré une visite du ministre des Affaires étrangères, J-Y. Le Drian le 21 février, aucune annonce n'a été faite concernant un possible engagement français. Néanmoins, le pays reste présent grâce à ses bases militaires à Mayotte et à la Réunion (un peu plus de 600 kilomètres de distance), d'où ont d'ailleurs été lancées les opérations de sauvetage. Pendant ce temps, l'opération militaire française au Mali est de plus en plus critiquée, suite à la publication d'un rapport accusant l'armée française d'avoir tués 19 civils à un mariage dans une frappe aérienne.



Source : [Total](#)

 **News géo-économiques**

Iran-Chine : accord de coopération sur vingt-cinq ans – L'Iran et la Chine ont signé « un plan de coopération globale » d'une durée de vingt-cinq ans. Il était en négociation depuis quatre ans. Bien que non dévoilé en détail, il s'agirait d'un accord de coopération économique et commercial couvrant les questions d'énergie (pétrole), de matières premières, de transport et d'agriculture.

Compte tenu des préoccupations de la Chine envers une fermeture potentielle du détroit d'Ormuz et des besoins iraniens de financement de son économie, cet accord pourrait revêtir la forme de « pétrole contre investissements ». Effectivement, les débouchés de Téhéran pour son pétrole sont toujours soumis à l'embargo américain, malgré l'arrivée de Biden à la Maison Blanche.

C'est donc aussi et surtout un défi lancé à l'administration américaine par les autorités chinoises et iraniennes dans un contexte de relations bilatérales extrêmement tendues entre Washington et Pékin.

Égypte : déblocage du Canal de Suez – Le porte-conteneurs géant qui bloquait le canal de Suez depuis une semaine a été désensablé grâce à la

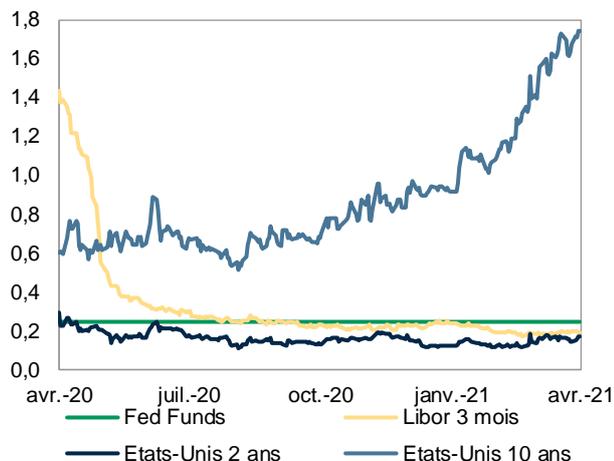
marée d'équinoxe et au pompage de milliers de mètres cubes de sable sous la proue du navire, libérant ainsi la principale route commerciale maritime entre l'Asie et l'Europe. La résorption de la file d'attente des 330 navires aux entrées du canal et le retour à la normale du trafic maritime mondial va prendre plusieurs semaines, accélérée toutefois par l'ouverture du canal jour et nuit. L'impact financier pour l'Égypte et pour les compagnies maritimes devrait être minime ; il sera de plus en partie pris en charge par les compagnies d'assurance et les réassureurs.

Cet accident pose néanmoins deux questions : celle de la sécurisation des routes maritimes et du gigantisme des navires de transport, l'un des effets de la « mondialisation » des échanges et du développement du commerce international et celle de la politique de flux tendus dans le commerce mondial. C'est un débat qui avait déjà eu lieu au moment des grandes catastrophes écologiques ou de transport maritime. Signe des temps, la Russie profite de cet événement pour faire la promotion de la route maritime arctique désormais plus accessible grâce au réchauffement climatique et de celle du transport par oléoducs et gazoducs en mer Baltique.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

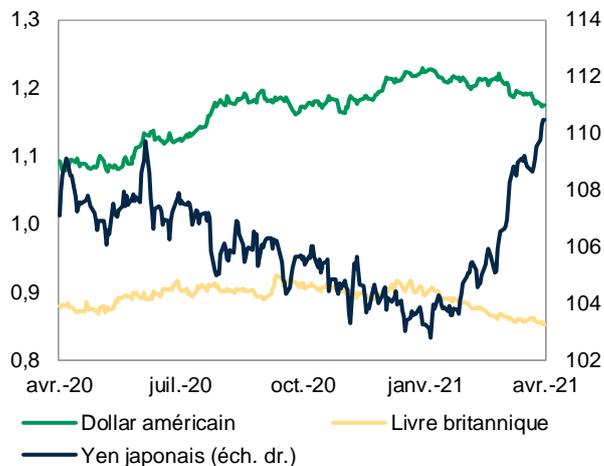
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

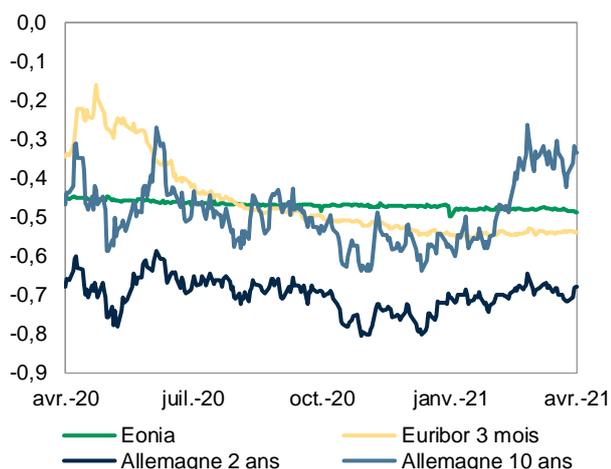
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

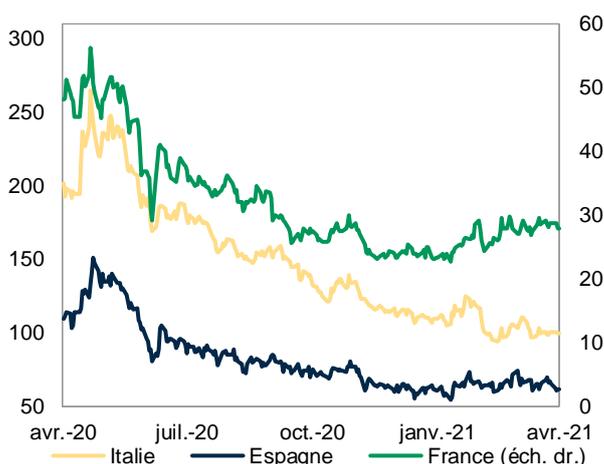
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

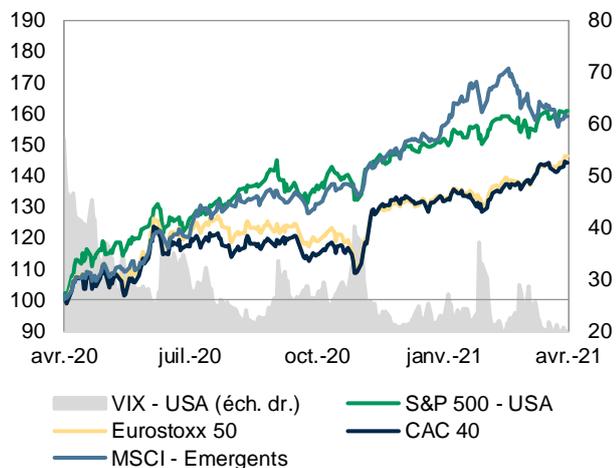
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

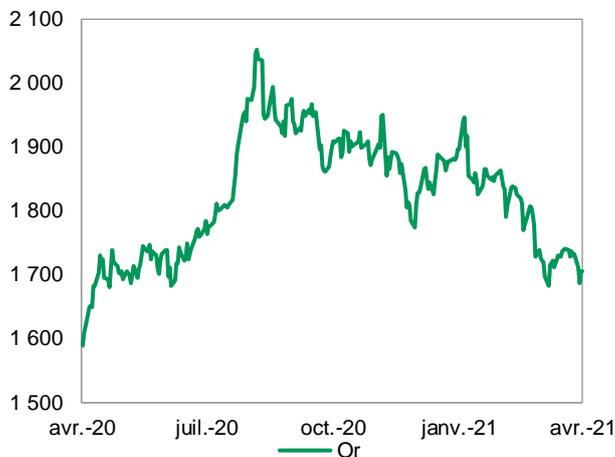
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

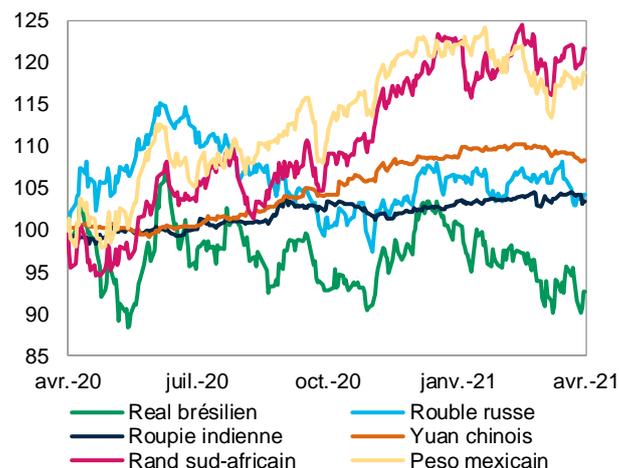
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

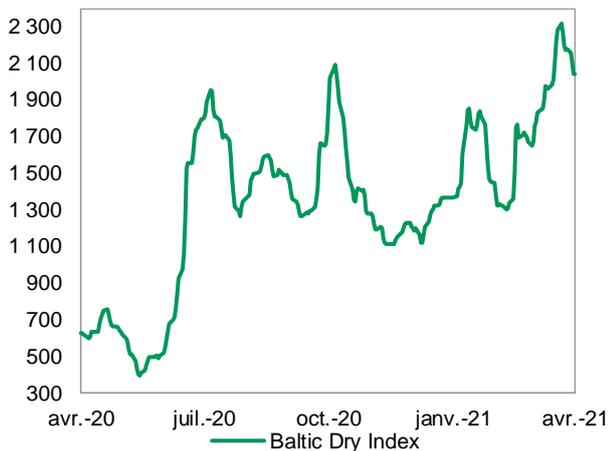
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

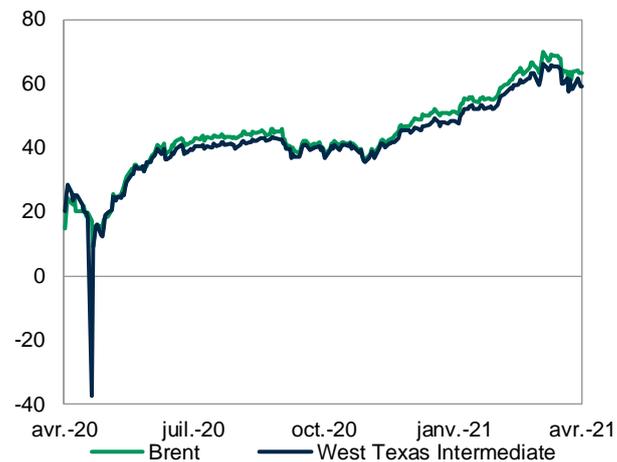
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

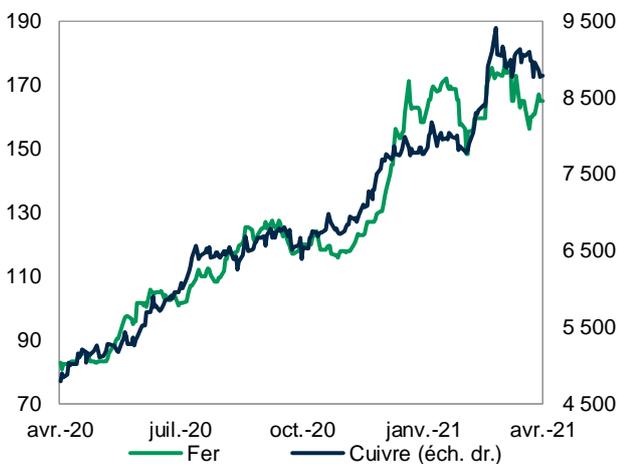
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

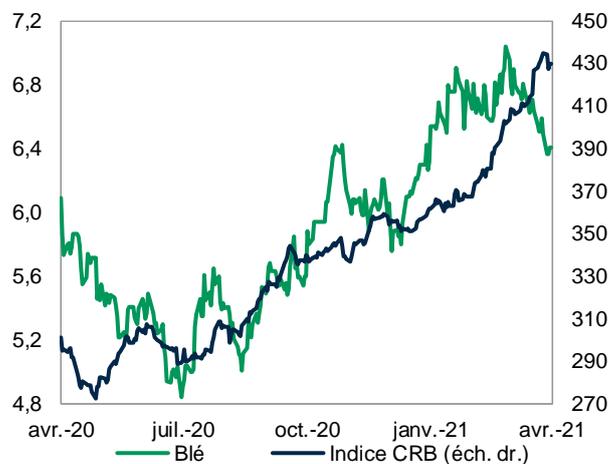
USD/tonne métrique



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
31/03/2021	<u>Asie : la grande fracture ?</u>	Asie du Sud-Est
30/03/2021	<u>Zone euro – Vaccination dans l'UE : " Yes, we can " ou tour de Babel ?</u>	UE
30/03/2021	<u>Turquie – Pierre et le Loup</u>	PECO, Asie centrale
26/03/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/03/2021	<u>Asie – Chêne ou roseau : l'Asean tiendra-t-elle ses promesses ?</u>	Asie du Sud-Est
24/03/2021	<u>Brésil – Un resserrement monétaire vigoureux</u>	Brésil
24/03/2021	<u>Services et tourisme dans les pays émergents, une des clés de la crise</u>	Émergents
23/03/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE plus optimiste sur les perspectives à court terme</u>	Royaume-Uni
22/03/2021	<u>France – Confinement, le troisième</u>	France

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 : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – 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.