

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/112 – 9 avril 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une semaine de répit où optimisme va de pair avec détente sur les taux.....	2
☞ UE-Turquie : souvenirs de Lépante.....	3
☞ Zone euro : nouvelle montée de l'épargne et de l'endettement au T4 2020.....	4
☞ Zone euro : la production industrielle retourne dans le rouge en février alors que la demande se renforce	4
☞ Espagne : entreprises zombies, premiers impacts structurels de la crise	5
☞ Royaume-Uni : les PMI signalent un franc retour de la croissance dans les services en mars.....	7
☞ Asie : les nouvelles prévisions du FMI reflètent les écarts de reprise	8
☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : FMI et Banque mondiale confiants dans le redressement économique mais alertent sur l'endettement.....	9
☞ Maroc : perte du dernier rating « investment grade ».....	9
☞ Serbie : en plein changement.....	10
☞ Ukraine : à l'heure du bilan.....	11
☞ Amérique latine – Le douloureux bilan social de la Covid-19.....	12
☞ Afrique – Banque mondiale et FMI : ce que nous apprennent les dernières prévisions.....	14
☞ News géo-économiques.....	16

👉 Une semaine de répit où optimisme va de pair avec détente sur les taux

Les nouvelles prévisions publiées cette semaine par le FMI dans son dernier *World Economic Outlook* (WEO) ont révélé de fortes révisions à la hausse des prévisions de croissance. Le FMI prévoit une croissance mondiale à 6% en 2021 et 4,4% en 2022, versus 5,5% et 4,2% respectivement dans la version de janvier du WEO. Les États-Unis contribuent pour moitié à cette révision à la hausse de la croissance mondiale avec un taux de croissance revu à 6,4% pour 2021 et à 3,5% pour 2022 contre 5,1% et 2,5% respectivement en janvier. Les États-Unis sont par ailleurs le seul grand pays développé pour lequel le FMI prévoit un niveau de PIB au-dessus de sa tendance d'avant-crise à la fin de l'année prochaine. Dans le monde émergent hors Chine, les prévisions de reprise sont beaucoup plus faibles avec un niveau d'activité en 2022 se situant 6% en-dessous de son niveau anticipé avant la crise Covid. L'accès à la vaccination et une faible efficacité du vaccin Coronavac utilisé dans 20 pays émergents (dont la Chine et le Brésil) jouent évidemment un rôle important dans ces écarts de prévision.

Après avoir présenté le 31 mars les grandes orientations de son plan de relance de 2,25 milliards de dollars, l'administration Biden a précisé les mesures fiscales destinées à le financer. En plus de la hausse de l'impôt sur les sociétés, de 21% à 28%, elle souhaite une augmentation de l'impôt minimum sur les bénéfices des entreprises multinationales américaines qui passerait de 10,5% à 21%. L'administration veut dissuader les entreprises de s'engager dans des pratiques d'optimisation consistant à déplacer les bénéfices réalisés aux États-Unis dans les pays où la fiscalité est faible. Selon la secrétaire au Trésor Janet Yellen, les mesures proposées permettraient de rapatrier environ 2 000 milliards de dollars de profits d'entreprises, apportant 700 milliards de dollars de recettes fiscales.

Les minutes du FOMC des 16 et 17 mars ont montré l'optimisme de la Fed quant à une sortie rapide de la crise grâce aux bénéfices de la campagne vaccinale et au plan de stimulus supplémentaire mais souligne que « *l'économie reste loin des objectifs de long terme du Comité et que les perspectives à venir demeurent très incertaines* », ce qui confirme que la politique monétaire devrait rester accommodante pour longtemps et qu'une quelconque réduction du rythme d'achats d'actifs n'est pas imminente. Les membres du Comité ont noté qu'il faudra « un certain temps » avant qu'« un progrès significatif » soit accompli vers la réalisation des objectifs d'inflation et d'emploi. La hausse anticipée de l'inflation à court terme (CPI dépassant 3% en variation sur un an au deuxième trimestre) est considérée comme temporaire et le Comité prévoit toujours une baisse de l'inflation l'année prochaine. En ce qui concerne la hausse des taux

d'intérêt, selon le Comité, elle reflète « *l'amélioration des perspectives économiques, un certain raffermissement des anticipations d'inflation et les perspectives d'émissions accrues de titres de dettes souveraine* ». Elle se montre toutefois prête à réagir en cas de hausse excessive des anticipations d'inflation et de hausse « soutenue » des taux d'intérêt.

Le marché du travail américain a continué de se redresser au mois de mars avec 916 000 emplois nets créés sur le mois et de fortes révisions à la hausse en janvier (+67 000 à 233 000) et en février (+89 000 à 468 000). L'embellie est observée surtout dans les secteurs les plus affectés par la crise sanitaire, à savoir l'hôtellerie-restauration, le tourisme, la santé et les services aux entreprises. Le taux de chômage recule à 6% (-0,2 point) mais est de 2,5 points supérieur à son niveau d'avant-crise de février 2020. Sa mesure élargie (U-6), intégrant le travail à temps partiel contraint, a reculé à 10,7% après avoir atteint 12% en novembre dernier. Le taux d'activité progresse légèrement mais reste, à 61,5% (+0,1 point), nettement inférieur à son niveau d'avant-crise (-1,8 point par rapport à février 2020). Cette semaine, on observe une hausse surprise des nouvelles inscriptions aux allocations chômage (à 744 000), pour la deuxième semaine consécutive, témoignant d'une reprise chahutée du marché du travail et d'une situation encore loin de la normalité. La Fed devrait continuer d'insister sur le fait qu'il faudra du temps avant que l'économie n'atteigne le plein emploi et qu'il est encore trop tôt pour parler de baisse des achats d'actifs dans les prochains mois.

Sur fond d'un calendrier assez pauvre en données économiques, les marchés ont continué de voir le verre à moitié plein cette semaine. L'appétit pour le risque s'est maintenu à un niveau extrêmement, voire excessivement, élevé et les indices actions ont continué de progresser : +1,9% pour le S&P 500, +0,8% pour l'Eurostoxx 50 sur la semaine. La tonalité toujours très *dovish* des banques centrales (confirmée par les minutes des Comités de politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE) a permis une légère détente des taux d'intérêt, en particulier aux États-Unis où le taux dix ans (-9 points de base) est repassé sous 1,65% pour la première fois en avril. Les marchés semblent retenir leur souffle avant la publication des chiffres d'inflation américains pour le mois de mars la semaine prochaine, que nous anticipons en hausse de 0,9 point de pourcentage à 2,5%. Par ailleurs, les craintes d'une hausse excessive de l'inflation dans les mois à venir ont soutenu le cours de l'or, avec un prix de l'once qui augmente de 1,5% sur la semaine et atteint un plus haut depuis fin février.

Editorial

UE-Turquie : souvenirs de Lépante

Si la bataille de Lépante est considérée comme un événement historique dont on retient l'heureuse (pour l'Europe) conclusion militaire, le vécu diplomatique est en revanche moins connu ; vécu qui faillit ne pas en faire une victoire, dévoilant ainsi que derrière l'unité des nations européennes dans la Sainte Ligue se nichait une multiplicité d'intérêts divergents et concurrents. Pour rappel, les deux campagnes diplomatiques qui la précédèrent, essayèrent de composer entre les deux puissances maritimes espagnole et vénitienne (cette dernière divisée en son sein entre la menace turque sur ses possessions et ses intérêts commerciaux), la retenue de la France et de l'Autriche, et l'objectif caché de la papauté d'utiliser la victoire pour s'imposer sur un monde protestant resté en dehors de l'événement. Pour rappel aussi, l'apport essentiel de la marine génoise à la victoire finale, avec la supériorité de son artillerie navale, faillit se traduire par une défection lorsque l'empereur Philippe tenta pendant la bataille de négocier un accord séparé avec une partie de la flotte turque.

Ces rappels sont particulièrement pertinents aujourd'hui : les tensions croissantes entre la méthode communautaire et la méthode intergouvernementale ont été placées sur le devant de la scène internationale à l'occasion du « couac » diplomatique orchestré par le président turc Erdogan lors de sa rencontre avec les présidents de la Commission européenne et du Conseil européen. La volonté d'Erdogan de négliger (c'est un tendre euphémisme) la présidente de la Commission à l'avantage du président du Conseil traduit bien l'intérêt des puissances étrangères à affaiblir l'Europe en abaissant le symbole de son unité à la faveur d'un dialogue avec les États, singulièrement moins puissants. Diviser pour mieux régner.

La volonté des pères fondateurs de l'Union européenne (UE) de dépasser l'Europe des nations trouvait dans la méthode communautaire la matérialisation du principe d'égalité des conditions pour tous les pays. À l'époque, le moteur de l'affirmation de ce principe, fondé sur un ordre de droit et sur l'engagement à poursuivre l'intérêt commun, était la volonté d'imposer cette égalité, indépendamment de la taille et de la puissance des pays. Aujourd'hui, le moteur devrait être la reconnaissance qu'en Europe il n'y a plus de grands et de petits pays mais seulement de petits pays (qui ne se

reconnaissent pas encore en tant que tels) et que l'échelon communautaire peut fournir la puissance nécessaire pour imposer et défendre ses intérêts dans un monde de puissances fortes. À condition, naturellement, que les États jouent le jeu. Car la diversité qui caractérise l'UE, si elle est une force, est aussi une faiblesse, qui peut la rendre insignifiante dans sa projection extérieure. La tension entre la méthode communautaire et la méthode intergouvernementale, qui s'est accrue avec la gestion de la grande crise financière, a pu trouver une solution positive avec la gestion de la crise de la Covid et l'accord sur le Plan de relance européen. Mais elle sera mise à l'épreuve par les besoins croissants de différenciation du processus d'intégration.

Celui-ci en effet devient de plus en plus complexe du fait de l'élargissement de l'UE ; la stratégie d'une différenciation flexible est désormais actée comme alternative à la fin redoutée du processus d'intégration. Ce choix n'est pas sans risques : cette stratégie, où certains avancent plus vite que d'autres dans certains domaines, en laissant toujours ouverte la possibilité de rejoindre le groupe pionnier, peut effrayer certains pays membres. La crainte d'une Europe qui choisirait une direction non souhaitée par certains peut les conduire à construire leur propre chemin de diversification. C'est ainsi que la diversification requiert l'unicité de certains principes et éléments fondateurs qui incarnent les valeurs fondamentales de la construction européenne (marché unique, règle de droit, valeurs fondamentales, unicité des institutions). La différenciation nécessite aussi un projet et un processus coordonné où les différences peuvent se sentir protégées et constituent un potentiel pour l'Union. Il s'agit là de l'identité européenne que l'on se doit de défendre et soutenir et qui définit notre continent dans un monde polarisé où la proposition de modèles alternatifs est de plus en plus aguerrie. Mais l'UE doit aussi réfléchir au changement des valeurs en cours ailleurs, qui vient défier notre propre construction, et se demander si les réponses du passé, ses leviers de puissance historiques (puissance réglementaire, aversion au risque, complaisance avec certains voisins) ne se transforment pas aujourd'hui en vulnérabilités.

Zone euro

Zone euro : nouvelle montée de l'épargne et de l'endettement au T4 2020

Après sa baisse au T3 2021, qui avait accompagné la reprise de l'activité et de la consommation au cours de l'été, le taux d'épargne des ménages est fortement remonté au T4 2020 (19,8% après 17,3%). C'est son plus haut niveau depuis 1999, après le pic connu au T2 2020 à 25% lors du premier confinement. Cette remontée s'explique par une nouvelle baisse de la consommation des ménages (-3,7% t/t) plus marquée que celle connue par leur revenu disponible brut (-0,8%). Celui-ci reste très proche du niveau pré-crise qu'il a retrouvé dès l'été 2020. Le repli de la masse salariale se poursuit, sous l'effet de la nouvelle diminution des heures travaillées mais le revenu continue de bénéficier du soutien public grâce à la dynamique soutenue des prestations sociales. L'investissement logement continue de progresser (+3%) et pousse à la hausse le taux d'investissement des ménages, qui atteint à 9,1% son plus haut niveau depuis 2011. La capacité de financement des ménages est aussi en forte hausse à 11,1% et se traduit par une nouvelle accumulation d'actifs liquides, qui à 126,5% du revenu disponible ont cumulé 9 points de hausse depuis un an. La remontée de l'endettement est

aussi importante (+5 points sur un an à 62,7%), tirée par l'endettement bancaire (+2,9% sur un an). L'augmentation de la richesse financière et non financière permet néanmoins une nouvelle hausse de la richesse nette des ménages.

Le taux de marge des sociétés non financières s'améliore au T4 retrouvant son niveau de 2017 (40,4%). Il bénéficie d'une baisse du coût de la main-d'œuvre et des impôts sur la production, nets des subventions, ces dernières incluant le soutien public au titre du chômage partiel. Cette amélioration de la rentabilité reste donc fictive, mais permet de soutenir la poursuite de l'investissement des entreprises poussant à la hausse leur taux d'investissement (+23,4%). La capacité de financement continue de se redresser (2,3% de la valeur ajoutée) et contribue à entretenir le stock d'actifs liquides des entreprises qui en un an a augmenté de 11,6 points de valeur ajoutée. Ces liquidités sont aussi par la croissance très soutenue du crédit (+3,6% sur un an) et du taux d'endettement bancaire (+17 points), ce qui contribue à la remontée du taux d'endettement des entreprises (84,2%).

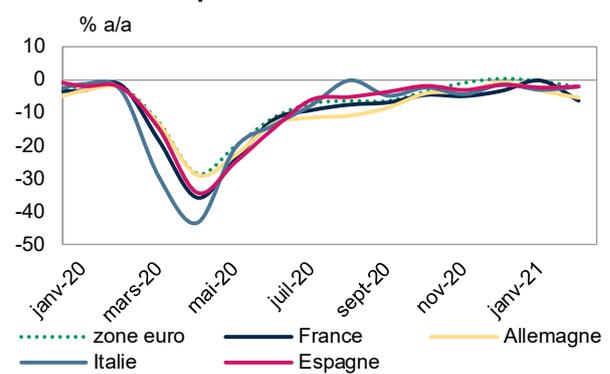
✓ Notre opinion – La publication des comptes des ménages et des entreprises non-financières nous fournit encore une image en trompe-l'œil. Pour les ménages, revenus bénéficiant fortement du soutien public et épargne forcée, laissent entrevoir une possibilité immédiate de rebond de la consommation au déconfinement, mais interrogent sur les ressorts des dépenses une fois le soutien public épuisé. Le questionnement est le même du côté des entreprises une fois le catalyseur de la reprise sur l'investissement épuisé et le nécessaire désendettement enclenché dans un contexte où la rentabilité ne bénéficiera plus du support des mesures publiques.

Zone euro : la production industrielle retourne dans le rouge en février alors que la demande se renforce

La production industrielle en zone euro semble davantage pénalisée par la crise sanitaire au mois de février qu'initialement anticipé. Dans la plupart des pays s'est opéré un coup de frein quelque peu inattendu alors que les commandes sous-jacentes et la demande notamment étrangère stimule le secteur. En Allemagne, la production industrielle a chuté de 1,8% sur le mois, principalement en raison de la baisse des biens d'équipement (-3,2%) alors que la production en biens de consommation continue de croître (+0,2%) et celle en biens intermédiaires ne recule que faiblement (-1%). Les commandes industrielles continuent pourtant de croître à un rythme satisfaisant (+1,2% sur le mois de février, après +0,9% en janvier), guidées par la demande domestique et celle des pays de la zone euro. Les secteurs du textile et de l'industrie chimique semblent davantage en difficulté avec des baisses respectives de -7,8% et -2% sur le mois. En revanche, l'industrie automobile (+3,4%), les machines et équipements (+3,4%) et le matériel

informatique (+2,2%) accentuent leur redressement en février. En France, la production industrielle a reculé de 4,7% au mois de février, une chute relativement inattendue alors que l'activité se rapprochait de son niveau d'avant-crise en janvier.

UEM : production industrielle



Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La baisse est très marquée dans l'industrie pharmaceutique (-12,6% sur un mois) mais l'activité reste à des niveaux très élevés dans ce secteur en croissance de 9,5% sur un an. En revanche, la production de matériels de transport hors automobile (c'est-à-dire la construction navale et l'aéronautique principalement) est également en net recul de 13,8% sur un mois et de 33,6% sur un an. Parmi l'ensemble des secteurs industriels, la production de matériels de transport hors automobile est le secteur qui peine le plus à se rapprocher de son activité pré-crise. Alors que l'activité semblait assez dynamique dans l'ensemble de l'industrie au mois de mars, une nouvelle baisse

pourrait avoir lieu en avril ; la fermeture des écoles liée au troisième confinement pouvant entraîner une baisse de l'offre de travail pour garde d'enfant même dans les secteurs autorisés à poursuivre leurs activités. Aux Pays-Bas, la production industrielle enregistre également un recul prononcé (-2,5%) ; tandis qu'en Espagne, celui-ci s'avère moins important (-0,3%). Les chiffres de la production industrielle italienne ne sont pas encore connus, mais en supposant au mieux une stagnation de l'activité, la production industrielle de la zone euro dans son ensemble enregistrerait un recul de 1,9% au mois de février.

✓ Notre opinion – *La production industrielle de la zone euro pourrait chuter de presque 2% au mois de février alors que la zone était en passe de recouvrer son niveau d'avant-crise sous l'effet de la reprise cyclique industrielle américaine et chinoise. Les indicateurs d'activité suggèrent pourtant que le problème ne semble pas provenir du côté de la demande qui continue de faire preuve d'un solide dynamisme. Les goulots d'étranglement au niveau de l'offre de matières premières et de composants pourraient être à l'origine de ce coup d'arrêt de la production industrielle, qui vraisemblablement pourrait n'être que temporaire. L'explosion des ventes automobiles en Chine (+75% en mars) et la poursuite du redressement des exportations allemandes en février semblent donner crédit à l'hypothèse d'absence de problème sur la demande. Reste à savoir si le rebond de la production industrielle en zone euro sera au rendez-vous le mois prochain.*

Espagne : entreprises zombies, premiers impacts structurels de la crise

L'OCDE définit les entreprises zombies comme des entreprises ayant plus de 10 ans d'existence et qui ne sont pas en mesure de payer leurs dettes avec leur excédent brut d'exploitation pendant au moins trois années consécutives. Selon une étude réalisée par Informa D&B (filiale du CESCE, Compagnie espagnole d'assurance-crédit à l'exportation), il y aurait en Espagne environ 39 560 entreprises zombies et ce chiffre pourrait augmenter considérablement dans les mois à venir, en raison de l'impact de la pandémie. Les holdings et les sociétés nouvellement créées (pour lesquelles il est fréquent de ne pas réaliser de bénéfices pendant les premières années) sont exclues. Les entreprises zombies représentent 7% des entreprises avec plus de 10 ans d'ancienneté, selon l'étude.

Si les entreprises qui n'ont pas d'activité commerciale sont incluses dans cette catégorie, selon les données du registre du commerce, le chiffre atteint 1,4 million, sur les plus de sept millions

d'entreprises qui composent la base de données D&B en Espagne. Le nombre d'entreprises sans activité inscrites au registre du commerce atteignait 1 439 168. Seulement au cours de l'année 2020, 75 000 entreprises ont été détectées dans cette situation. Près de 60% de ces entreprises ont été créées avant 1995 et seulement 54 000 ont vu le jour au cours des cinq dernières années. Un quart de ces entreprises sont situées dans la communauté madrilène, 20% en Catalogne et 10% en Andalousie.

Les secteurs de la construction et de l'immobilier et de la communication sont ceux qui cumulent le plus de sociétés zombies, avec 19% et 18% du total, en particulier celles qui sont dédiées à l'immobilier et aux activités informatiques. Le commerce représente 17% et l'hôtellerie 4%. Les secteurs avec le plus faible nombre d'entreprises dans cette situation sont ceux de l'administration publique, les industries extractives, l'éducation et la santé.

✓ Notre opinion – *Le Conseil des ministres avait approuvé le 12 mars une nouvelle prolongation de la déclaration d'insolvabilité jusqu'à décembre prochain, une mesure qui permettrait de contenir la cascade de faillites d'entreprises attendues pour cette année, après la baisse généralisée des ventes et l'endettement massif observés en 2020. Les entreprises espagnoles qui présentent un risque d'insolvabilité n'auront pas à demander obligatoirement une liquidation pour procéder à la restructuration avec les créanciers, tant qu'elles restent viables et ne rencontrent que des problèmes de solvabilité spécifiques. Elles pourront bénéficier d'une nouvelle trêve pendant que l'exécutif déploiera le plan de sauvetage de 11 milliards d'euros que le Conseil des ministres a approuvé ce matin. Au moins 7 milliards seront injectés directement aux entreprises et aux indépendants qui ont subi des pertes de plus de 30% dans leurs chiffres d'affaires par rapport à la période pré-Covid. Ces aides seront distribuées par les communautés autonomes. Contrairement à d'autres pays voisins, comme l'Italie, la France ou l'Allemagne, l'Espagne a mis un an pour*

injecter une aide directe aux PME afin de couvrir les dettes envers les fournisseurs et les coûts fixes tels que les loyers. L'absence de mesures énergiques et l'effondrement de la facturation ont détérioré les bilans des entreprises.

Le nombre d'entreprises zombies a décollé après la crise de 2008. Auparavant, pendant l'euphorie financière, ces entreprises se sont endettées fortement, aveuglées par une rentabilité qui semblait sans limites. Mais la bulle a éclaté et beaucoup de ces entreprises ont fait faillite tandis que d'autres se sont zombifiées. La politique monétaire expansionniste menée par la BCE dans les années postérieures à la crise, qui a maintenu des conditions de financement très favorables, a permis à ces entreprises de continuer à refinancer leurs prêts sans augmenter leur charge financière. Beaucoup de ces crédits sont à taux variables, et donc fortement exposés à un durcissement monétaire. Déjà en 2013, le FMI alertait que 41% de la dette corporate en Espagne concernait cette catégorie d'entreprises, tandis que l'OCDE l'estimait à 10% du total. À la fin de 2018, la Banque d'Espagne estimait ce chiffre à 8% et le stock de dette concerné par ces entreprises à 73% du PIB au T3 2019. Selon le dernier rapport de l'institution (décembre 2020), la part de ces entreprises aurait augmenté à 15%, fruit de la crise déclenchée par l'apparition de la Covid-19. Les aides distribuées par l'État présentent un risque de mauvaise allocation, mais c'est surtout le risque de défaut des entreprises et les conséquences sur le système bancaire qui planent sur la croissance espagnole.

Royaume-Uni

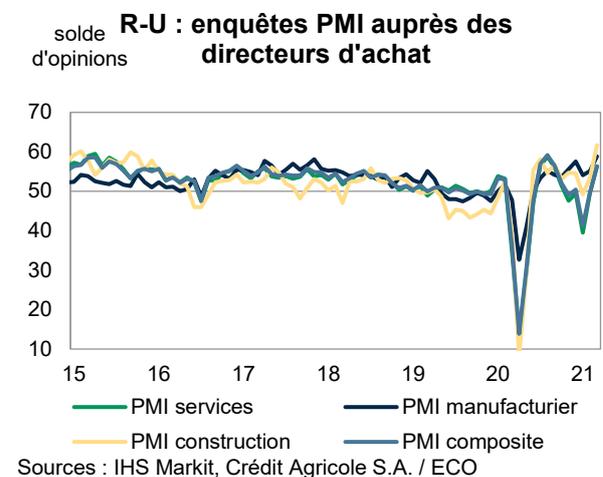
Royaume-Uni : les PMI signalent un franc retour de la croissance dans les services en mars

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat ont fortement rebondi au mois de mars grâce à l'optimisme généré par le plan de sortie du confinement et les progrès de la campagne de vaccination. Le secteur des services enregistre une expansion de l'activité pour la première fois depuis le mois d'octobre tandis que la croissance dans l'industrie s'est poursuivie avec un rythme record en dix ans. Le PMI composite est passé de 49,6 à 56,4, soit un plus haut depuis septembre dernier. Il signale une expansion de l'activité après deux mois de contraction.

Dans les services, le PMI bondit de 49,5 à 56,3, repassant en territoire d'expansion après avoir été quatre mois sous la barre de 50. L'activité, les nouvelles commandes et l'emploi connaissent tous une forte embellie prononcée sur le mois. Les nouvelles commandes remontent de 8,5 points à 57, un plus haut depuis le mois d'août. Les perspectives d'une fin proche du confinement ont provoqué une hausse des commandes surtout en provenance du marché intérieur tandis que les commandes externes restent faibles en raison des restrictions à la mobilité internationale et le *Brexit*. Les anticipations pour l'activité dans les douze prochains mois touchent un record depuis novembre 2006. L'optimisme incite les entreprises à embaucher : les enquêtes signalent des créations nettes d'emplois pour la première fois depuis le début de la pandémie. Les pressions sur les prix se renforcent : les enquêtes signalent le plus fort taux d'inflation des prix des *inputs* depuis près de trois ans, liés surtout

au prix de l'essence, du transport et des matériaux importés. En conséquence, le taux d'inflation des prix des *outputs* dans les services a atteint un plus haut depuis novembre 2017.

Dans l'industrie, le PMI de mars publié la semaine dernière a atteint un plus haut depuis dix ans. La croissance reste tirée principalement par la demande intérieure, les exportations étant très perturbées par de graves problèmes de logistique et des chaînes de valeur souffrant d'importants délais d'approvisionnement. Toutefois, les commandes extérieures se sont accélérées au plus haut depuis décembre grâce à un rebond de la demande depuis les États-Unis, l'Europe et l'Asie.



✓ Notre opinion – *Le secteur des services a renoué avec la croissance au mois de mars et l'emploi a rebondi grâce à l'optimisme généré par la sortie du confinement. À la différence de l'année dernière, les progrès de la vaccination permettent d'espérer qu'une nouvelle vague soit évitée lorsque les restrictions seront assouplies. Malgré ce net rebond en fin de trimestre, le PMI composite continue de suggérer un repli du PIB sur l'ensemble du trimestre avec une moyenne à 49,1 contre 50,5 au quatrième trimestre 2020. Nous anticipons une baisse de l'activité de 2,4% sur le trimestre, mais une surprise positive pourrait de nouveau voir le jour si les consommateurs décident de dépenser plus et plus vite puisant dans l'épargne accumulée pendant les restrictions à la mobilité et à l'activité.*

Pays émergents

Asie

Asie : les nouvelles prévisions du FMI reflètent les écarts de reprise

Le FMI a publié cette semaine ses nouvelles prévisions de croissance. Et si l'heure n'est plus aux ajustements brutaux que l'on avait pu observer l'an dernier à la même époque, des révisions à la marge continuent d'opérer.

Les Assemblées de Printemps du FMI ont été une nouvelle fois l'occasion de souligner l'hétérogénéité des trajectoires de reprise, qui se vérifie effectivement en Asie.

Alors que la Chine, le Vietnam et les dragons asiatiques ont surpris par la vigueur de leur reprise, et ont vu leurs prévisions revues à la hausse (parfois pour 2020 et 2021, comme pour la Corée ou Taiwan), l'Asean hors Singapour prend au contraire du retard sur la croissance 2021.

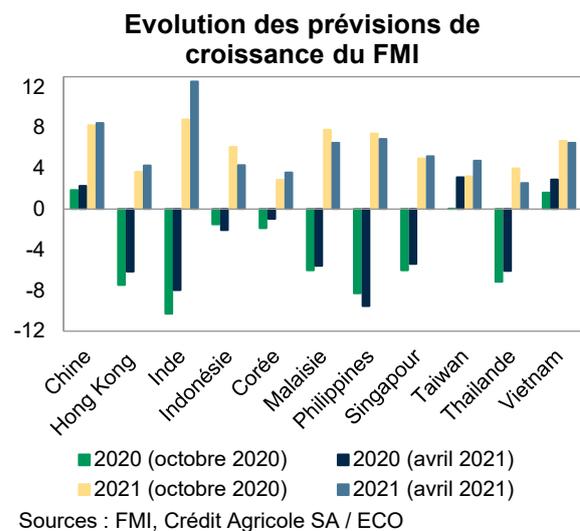
Une nouvelle fois, c'est le cas des Philippines qui inquiète le plus : récession plus profonde qu'anticipé et reprise moins vigoureuse, ce pays est définitivement un de ceux qu'il faudra suivre de près.

L'Indonésie est aussi à surveiller : la récession y a été modérée (-2%) en comparaison des pays voisins, mais le rebond l'est aussi. Ces 4% de croissance (au lieu de 6% prévus en octobre) sont de surcroît avec la trajectoire pré-Covid du pays qui oscillait autour de 5% ces dernières années. Alors que la plupart des autres pays vont connaître une année 2021 largement supérieure à leurs performances récentes, en raison bien sûr d'effets de base puissants, le contre-exemple indonésien n'en est que plus frappant.

Le cas de l'Inde est également particulier. D'abord parce les prévisions correspondent à l'année fiscale (qui commence en avril et se termine en mars). Si ce décalage ne joue habituellement pas, la donne change cette année puisque l'année fiscale indienne 2020 n'inclut pas le seul trimestre pré-crise pour les

autres économies, et prend au contraire en compte le premier trimestre 2021, qui risque de ne pas être très bon. Cette méthode est donc, pour ces deux années particulières, de nature à amplifier la récession en 2020 et la reprise en 2021.

L'Inde demeure ensuite le pays le plus incertain, et celui sur lequel le consensus a le plus de mal à s'accorder : les décalages de prévisions y sont importants, les révisions plus fréquentes et de plus grande amplitude que pour les autres pays. Cela s'explique notamment par la grande place occupée par l'économie informelle, qui brouille les signaux de reprise, mais aussi par le sous-développement du système de statistiques (pas d'indice consolidé de ventes au détail alors que la consommation est le premier poste de contribution de la croissance indienne). La résurgence de l'épidémie, qui s'est encore accélérée depuis notre article de la semaine dernière, complique également le travail de prévision.



☑ Notre opinion – L'exercice de prévisions en période de crise est toujours périlleux. Les économistes du FMI, comme ceux des autres institutions, avancent ainsi en explorateurs : on l'a dit, cette crise est historique dans sa profondeur, sa dimension, son hétérogénéité, si bien qu'il n'existe pas vraiment de point de comparaison ou d'événement passé auxquels se rattacher.

Le travail sur les pays émergents est d'autant plus délicat que ces derniers ne bénéficient pas du même cadre statistique que les pays développés : pas de données à haute fréquence permettant de « prendre le pouls » avant le résultat des examens (la parution des chiffres trimestriels, voire annuels pour certains indicateurs). Si l'on ajoute à cela le haut taux d'informalité, notamment sur les marchés du travail, le faible taux de bancarisation de certains pays – qui empêche de connaître le réel matelas d'épargne des ménages du bas de la classe moyenne –, et l'incertitude encadrant le déploiement des campagnes de vaccination nationales – qui progressent lentement en Asie –, on comprend mieux les revirements sur les prévisions de croissance des pays.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Moyen-Orient - Afrique du Nord : FMI et Banque mondiale confiants dans le redressement économique mais alertent sur l'endettement

Le FMI vient de mettre à jour ses prévisions macro-économiques mondiales pour les années 2021 et 2022. De son côté, la Banque mondiale publie une étude approfondie sur les défis auxquels sont confrontés les pays du Moyen-Orient, dans un environnement « post-Covid » toujours menaçant. Pour les deux institutions multilatérales, le redressement de l'activité est bien enclenché et la région est en train de sortir de la récession, ce qui va se confirmer au second trimestre 2021 par un spectaculaire effet de base compte tenu de la contraction du PIB au T2 2020.

Toutefois, la croissance ne devrait pas dépasser 2,4% selon la Banque mondiale, un chiffre un peu inférieur à celui du FMI mais qui illustre un redressement encore médiocre de l'activité en 2021. Le redressement des prix du pétrole et l'assouplissement probable des plafonnements de production dans le cadre de l'OPEP+ devraient aider les pays pétroliers à retrouver le chemin des équilibres externes.

Alors que la croissance du PIB devrait être relativement identique en 2021 entre les pays pétroliers et les pays non producteurs (2,3%), la différence macro-économique majeure se situera sur la question des soldes courants. À l'exception de l'Algérie, d'Oman et de l'Irak, les pays exportateurs de pétrole vont retrouver le chemin des excédents courants et ceci va permettre la progression des

réserves en devises et la poursuite de la capitalisation des fonds souverains. Les pays non pétroliers de la région devront toujours faire face à des déficits parfois très élevés (8% à 10% du PIB) qui pèseront sur les dettes externes.

La Banque mondiale alerte surtout, dans son étude, sur les dérives de l'endettement public en prenant acte que les années 2021 et 2022 seront encore sans doute des années de soutien public aux économies affectées par la crise, notamment dans les pays touristiques. Selon elle, le niveau de dette publique devrait progresser de 8 points de PIB à 54% pour l'ensemble des pays du Moyen-Orient et atteindre en moyenne 93% du PIB des pays non pétroliers fin 2021. La charge des intérêts de la dette atteindrait dès lors, pour ces pays, 10% de leur PIB et 30% de leurs dépenses budgétaires, des ratios beaucoup trop élevés pour des économies émergentes et menaçants pour la solvabilité de la région. L'organisme multilatéral plaide pour un retour rapide à la croissance et préconise des réformes institutionnelles orientées vers la transparence des institutions et des améliorations rapides de la gouvernance. La Banque mondiale, et c'est assez nouveau sur la région du Moyen-Orient, commence aussi à évoquer des restructurations de dettes souveraines, à organiser, selon elle, avant des défauts souverains afin d'en réduire l'impact négatif sur les acteurs.

✓ Notre opinion – *La question du retour de la croissance du PIB est tout à fait centrale et prioritaire dans la stabilité et, à terme, la diminution des niveaux d'endettement du Moyen-Orient. Une prévision un peu supérieure à 2% reste modeste compte tenu des défis d'endettement de la région. L'exemple le plus emblématique est celui de l'Égypte qui a réussi, après la crise de 2017 et la dévaluation de la livre, à retrouver un niveau de croissance élevé de plus de 5% par an et ainsi à faire diminuer son niveau d'endettement. Les prévisions de croissance des institutions restent toujours incertaines car elles vont dépendre de l'efficacité des vaccinations des populations et du retour du tourisme. Un temps allongé avant un retour à la normale pourrait compromettre les redressements économiques et exacerber les difficultés financières des pays déjà identifiés comme fragiles avant la crise de la Covid-19.*

Maroc : perte du dernier rating « investment grade »

Standard & Poor's était la dernière agence de rating à donner un rating « investment grade » au Maroc mais assorti toutefois d'une perspective négative. Après la perte de ce niveau d'investissement par Moody's et Fitch les trimestres passés, la probabilité était très forte de voir ce rating tomber à BB+ compte tenu de l'impact très fort de la crise du Coronavirus

sur les équilibres du Maroc. Dans un pays très fortement dépendant de la demande européenne et dont l'un des piliers est l'industrie du tourisme, l'arrêt de nombreuses activités a entraîné une récession de 7% en 2020. Un redressement de la croissance du PIB de 3,9% en 2021 est envisagé. Une prévision qui va toutefois dépendre du retour du tourisme.

✓ Notre opinion – *Cette nouvelle était largement attendue par les marchés financiers. Elle a eu un effet très modeste sur le prix de la prime de risques (CDS 5 ans) qui est passée de 132 à 136 points de base. Si ce n'est pas préoccupant en termes macro-économiques, ceci devrait entraîner un léger renchérissement des coûts d'emprunts pour le souverain et les entreprises. Par ailleurs, les tensions dans le Sahara occidental rajoutent une dimension géopolitique à la crise sanitaire.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Serbie : en plein changement

La récente révision des prévisions de croissance du Fonds monétaire international (FMI) a confirmé les projections de croissance du PIB serbe pour l'année 2021 à 5% et celle de 2022 autour de 4,5%. En revanche, la récession du PIB de l'année 2020 devrait être légèrement moins prononcée qu'anticipé par le FMI : -1% contre -1,5%.

Il faut rappeler qu'avant la pandémie, la Serbie était sur un cycle économique assez dynamique avec des taux de croissance du PIB autour de 4,5% en 2018 et 2019. Ceci explique en partie sa capacité de résistance puisqu'elle partait de relativement haut. D'autre part, la stratégie du gouvernement d'accompagner le confinement du début de crise par une enveloppe budgétaire de 7% du PIB et de limiter de plus les mesures restrictives de circulation a contribué à limiter les effets sur les variables économiques notamment celle de la consommation privée qui ne recule que de 2,5% sur l'ensemble de l'année 2020.

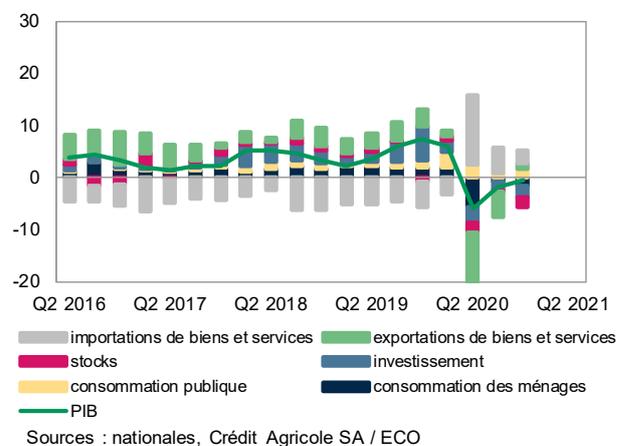
Ce sont les dépenses publiques qui ont évité la dégringolade du PIB avec une hausse de 5,6%. Le gouvernement investit largement dans des projets d'infrastructures et c'est également ce qui devrait tirer la croissance du PIB dans les deux prochaines années. Le gouvernement annonce des hausses du taux d'investissement à deux chiffres pour les trois ans à venir.

Derrière ces chiffres très encourageants, il y a surtout les investissements chinois dans le cadre de la nouvelle route de la soie ou la Serbie est une des principales destinations de l'implantation chinoise dans les Balkans. Des projets de chemins de fer (une ligne reliant Belgrade à Budapest) ou des autoroutes reliant les pays voisins sont en cours de construction. Une centrale d'épuration des eaux usées, le métro de Belgrade en sont également d'autres exemples. Ces projets d'envergure devraient se poursuivre au rythme de la stratégie chinoise dans la région et des enjeux géostratégiques chinois. Les financements sont généralement sous forme de prêt bilatéraux négociés de façon plus ou moins transparente. À côté

de cette effervescence des investissements publics, les investissements privés encaissent les effets de la crise sanitaire sur la consommation des ménages, la baisse des « remittances », la forte baisse des exportations, et ils ne devraient pas être aussi dynamiques que le secteur public.

La vigueur de la reprise économique des principaux partenaires commerciaux de la Serbie (Italie et UE globalement) sera déterminante pour les exportations serbes qui ont été fortement impactées par la crise. En 2020, le solde courant était déficitaire de 4,2% du PIB et ceci dans un cadre de forte diminution des importations, mais la reprise de ces dernières en lien avec les projets d'investissement risque de creuser encore plus le déficit si la relance des exportations n'est pas au rendez-vous en 2021. Enfin le bilan de la crise en termes de finances publiques se solde par une augmentation de l'endettement à 58% du PIB. Le pays avait fait des efforts considérables de réduction des ratios avant la crise qui certes s'effacent mais permettent également de limiter les dégâts. Cette augmentation devrait encore se poursuivre en 2021 avant de fléchir à partir de 2022-23.

Serbie : contribution à la croissance



✓ Notre opinion – Si les variables macroéconomiques devraient s'améliorer à l'avenir et sous condition que l'environnement global aille dans le même sens, la situation géopolitique serbe devient de plus en plus complexe et les dépendances s'entremêlent. Le pays se trouve littéralement à la croisée des actuels chemins stratégiques des grandes puissances (Chine, Russie, UE). Son processus d'adhésion à l'UE est en cours ainsi que son attachement fort et déterminé à la Russie qui s'oppose à toute intégration de ce pays à l'OTAN. A cela s'ajoute les intérêts et l'influence chinoise qui opèrent aussi bien dans la sphère économique, que militaire, énergétique et sociétale. A ce stade, la Serbie arrive à tirer profit de tous ces interlocuteurs et garde la maîtrise du discours politique servie à sa population mais gare à l'implosion du jeu géostratégique mondial !

Ukraine : à l'heure du bilan

Le bilan macroéconomique de l'année 2020 nous montre que l'Ukraine a largement mieux résisté à cette crise qu'à celle des années 2014-2015. Les efforts de solidification des structures et indicateurs économiques ont porté leurs fruits et les effets de la crise de la Covid-19 ont été assez maîtrisés toujours en termes économiques.

La situation sanitaire, comme partout ailleurs, totalise un bilan bien plus douloureux dont les deuxième et troisième vagues sont beaucoup plus intenses, et les patients font face à une presque saturation des capacités hospitalières et au manque de vaccins, voire même des tests de dépistage. Les mesures de restrictions devraient se poursuivre jusqu'à la fin du mois d'avril.

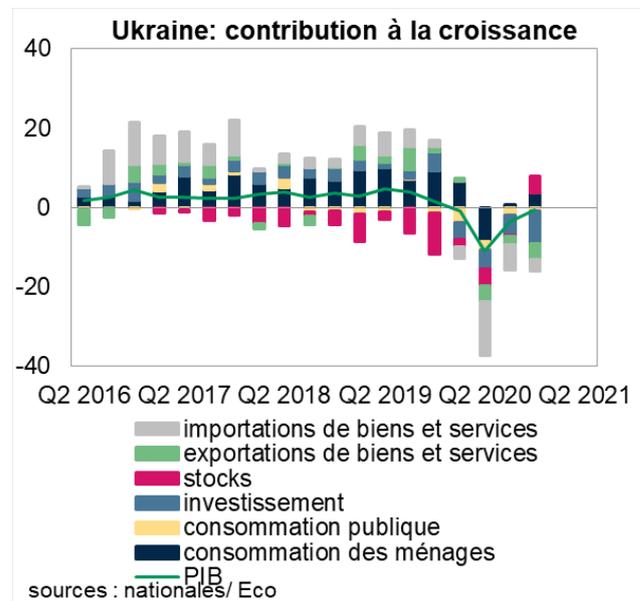
L'année 2020 s'est soldée par une récession du PIB de 4,2%, une augmentation de la dette publique à 63% du PIB, pendant que le déficit budgétaire oscille autour de 6% du PIB. Mais cette période de restrictions et de diminution des volumes des échanges exerce une pression à la hausse sur les prix alimentaires qui avec la hausse des prix de l'énergie (gaz) ont contribué à l'augmentation du taux d'inflation passant de 4% en 2019 à 6,5% en mars 2021. Néanmoins, l'Ukraine a su tirer profit des besoins mondiaux en matières premières agricoles assurant ainsi d'importants volumes d'exportations dans un contexte de baisse quasi drastique des importations. Le pays a enregistré ainsi des soldes commerciaux et courants positifs de 4,4% du PIB, alors qu'il est structurellement déficitaire.

Les perspectives de 2021 restent encourageantes par rapport à 2020. La croissance du PIB devrait être positive d'environ 4%, le solde courant devrait se creuser mais rester autour de l'équilibre. Malgré une importante fuite de capitaux en début de crise de la Covid-19, le pays devrait progressivement attirer des investisseurs et donc des IDE. Les réserves de change, qui avaient été sensiblement renflouées en 2019 s'établissent à 4,5 mois d'importations

assurant quelque peu les marchés sur la situation de liquidité du pays qui demeure néanmoins un des points de fragilité.

Toutefois, beaucoup de zones de risques demeurent notamment liées à la vitesse de la vaccination de la population mais également quant à l'issue des négociations avec le FMI. En début d'année, la mission a refusé le déblocage de la tranche de 700 millions de dollars pour insuffisance de réformes institutionnelles notamment celles liées à la lutte anticorruption. L'introduction des plafonds dans les prix de distribution du gaz a également constitué un point de blocage.

Les négociations devraient se poursuivre pour éventuellement aboutir à un déblocage au deuxième semestre ; or, l'Ukraine a d'importantes échéances de remboursement cette année (16 milliards de dollars) et cette aide est quasiment vitale.



Notre opinion – Du point de vue géopolitique, la situation reste sous tensions entre la Russie et les États-Unis avec l'implication de l'OTAN. Le conflit dans le Donbass se ravive régulièrement et une issue est encore difficilement envisageable.

Amérique latine

Amérique latine – Le douloureux bilan social de la Covid-19

Alors que l'Amérique latine est secouée par une vague de revendications économiques et sociales depuis 2019, les conséquences de la crise sanitaire risquent d'être décisives au moment même où le calendrier électoral est chargé¹. Les coûts économiques et humains sont lourds : un terreau propice au mécontentement social, à la demande de revirement des politiques économiques et, *in fine*, à l'émergence de dirigeants populistes. Avec une chute du PIB de 7%² en 2020 (contre un recul de 3,3% et 2,2% pour, respectivement, le PIB mondial et celui des pays émergents et en développement) et endeuillée par les 806 000 morts du coronavirus (pour 25 574 000 cas)³, la région Amérique latine et Caraïbes (ALC) est la plus sévèrement frappée par la pandémie. La pandémie de la Covid-19 a mis en lumière des fragilités enracinées et endémiques du sous-continent ayant trait aux systèmes de santé, à la protection sociale, à la capacité redistributive des États et à l'informalité.

D'après l'OIT⁴, l'ALC est la zone qui a enregistré la plus importante perte en termes d'heures travaillées et de revenus du travail en 2020. Les heures travaillées ont baissé de 16,2% (contre -8,8% au niveau mondial), soit une destruction de près de 39 millions d'emplois à temps complet (48 heures/semaine). La perte de revenus du travail au sein de la région durant les trois premiers trimestres 2020 est estimée à 19,3% (contre -10,7% au niveau mondial). L'augmentation pourtant rapide du taux de chômage (2,3 points de pourcentage, p.p., pour s'établir à 10,3%, contre 8% en 2019) ne rend compte que partiellement de la destruction d'emplois, elle-même masquée par la baisse inédite du taux d'activité (de 62,6% à 57,2%). Près de 23 millions de personnes découragées auraient quitté la population active. Le taux d'emploi a diminué de 57,8% à 51,5%.

La destruction d'emplois a tout particulièrement affecté les catégories professionnelles pour lesquelles les taux d'informalité sont les plus élevés. Exclue du système de protection sociale et particulièrement pénalisée par la pandémie, la crise a évidemment mis en évidence la vulnérabilité des

travailleurs informels. Comme le souligne un rapport conjoint de l'OIT et de la CEPAL⁵, compte tenu de la structure du marché du travail dans laquelle l'emploi salarié reste en moyenne prépondérant, la destruction d'emplois se concentre précisément sur l'emploi salarié (45% des destructions totales d'emplois au deuxième trimestre 2020) puis sur le travail indépendant (31%), les employés de maison (10%), le travail familial non rémunéré (7%) et, enfin, les employeurs eux-mêmes (7%). Les variations (sur un an) font, en revanche, apparaître l'extrême vulnérabilité des « non-salariés en entreprises » : l'emploi salarié recule de 15% (seulement...) alors que, par exemple, les employés de maison voient leur nombre se contracter de 34%. Un retour progressif aux activités productives et une stabilisation de l'emploi étaient néanmoins déjà observables au troisième trimestre 2020 (OIT, janvier 2021).

Les pertes d'emploi et de revenus ont donc tout d'abord pénalisé les segments les plus précaires, aggravant les taux de pauvreté et les inégalités. En effet, d'après une étude de mars 2021 menée par la CEPAL⁶, le taux de pauvreté⁷ devrait augmenter de 30,5% à 33,7% et affecter 209 millions de personnes (soit 22 millions de personnes supplémentaires). Le taux d'extrême pauvreté devrait passer de 11,3% à 12,5% pour atteindre 78 millions de personnes (soit 8 millions de personnes supplémentaires). Pour trouver des taux de pauvreté et d'extrême pauvreté similaires, il faut remonter à, respectivement, 2008 (33,5%) et 2000 (12,4%) : un douloureux retour en arrière. Sans les aides d'urgence et les programmes de transfert, les taux auraient été plus élevés : le taux d'extrême pauvreté aurait atteint 15,8% et le taux de pauvreté 37,2%.

La contraction de l'activité économique consécutive à la pandémie est donc un facteur de « mobilité sociale descendante ». En effet, la CEPAL suggère qu'entre 2019 et 2020, la population vulnérable vivant avec des revenus jusqu'à trois fois le seuil de pauvreté a augmenté de 3,3 p.p. ; la population à revenus faibles aurait connu une augmentation de 4,5 p.p. et la population à revenus

¹ Calendrier (principales élections) : Chili (élections constituintes, gouverneurs, régionales et municipales, présidentielles, législatives), Pérou (élections générales), Mexique (élections fédérales et locales), Argentine (élections législatives), élections également en Equateur, au Nicaragua, au Paraguay, au Honduras.

² FMI, *World Economic Outlook Update*, avril 2021.

³ Reuters Covid-19 Tracker, 8 avril 2021.

⁴ Voir notamment : Bureau régional de l'OIT pour l'Amérique latine et les Caraïbes – "Panorama Laboral en tiempos de COVID-19: Impactos en el mercado de trabajo y los ingresos en América Latina y el Caribe, Segunda edición" (30 septembre 2020) - "Observatorio de la OIT: La COVID-19 y el mundo del trabajo. Séptima edición" (25 janvier 2021).

⁵ CEPAL / OIT – "Coyuntura Laboral en América Latina y el Caribe. La dinámica laboral en una crisis de características inéditas: desafíos de política" - novembre 2020

⁶ CEPAL, ONU – "Panorama Social de América latina 2020" – mars 2021

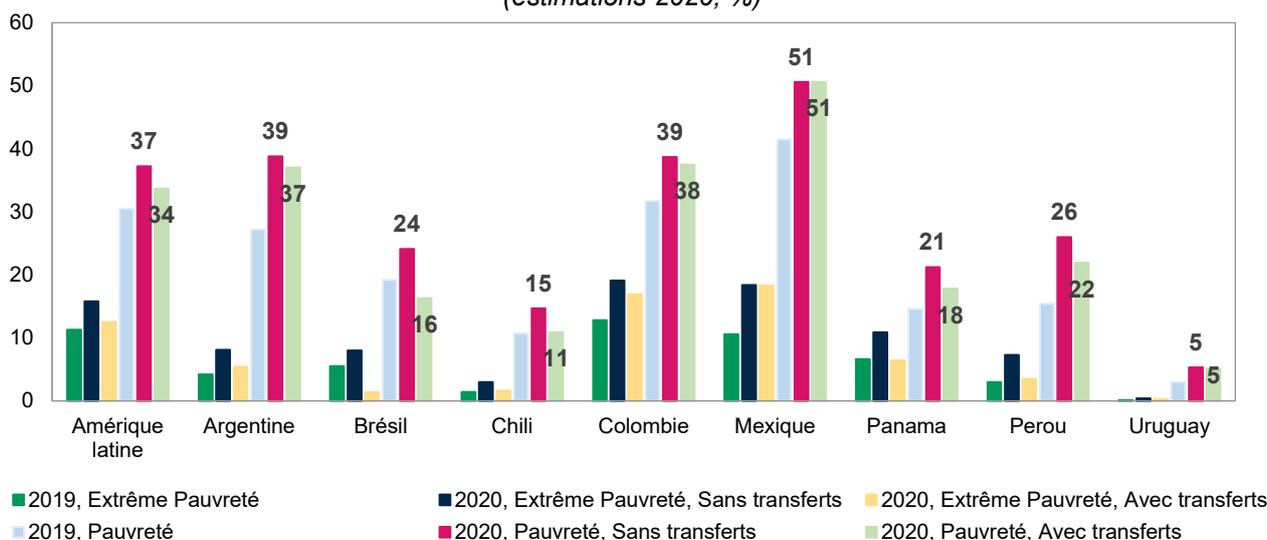
⁷ Afin de procéder à des comparaisons internationales, pour chaque pays de la région, la CEPAL mesure les taux de pauvreté en calculant un seuil de pauvreté absolu, obtenu par la méthode des besoins fondamentaux, tout en employant une approche par les revenus. D'une part, le seuil de pauvreté extrême est défini comme le niveau de revenu minimum nécessaire pour couvrir le coût d'un panier de biens alimentaires. D'autre part, le seuil de pauvreté correspond au niveau de revenu minimum nécessaire pour couvrir le coût d'un panier de biens alimentaires et non-alimentaires de base.

moyens aurait diminué dans des proportions similaires (-4,1 p.p.). Ainsi, parmi les 59 millions d'individus appartenant à la couche de revenus moyens en 2019, 31 millions d'entre eux auraient basculé dans la population à revenus faibles et 3 millions seraient tombés dans la pauvreté ou l'extrême pauvreté en 2020. En conséquence, déjà considérée comme la région la plus inégale en termes de revenus⁸, l'Amérique latine serait encore victime d'une hausse prononcée des inégalités en 2020. Cette hausse se traduirait par une augmentation de 5,6% de l'indice de Gini moyen régional

égal à 0,46 (ou bien de 2,9% en prenant en compte les programmes de transferts).

L'année 2020 laisse donc derrière elle des sociétés toujours plus fragmentées et vulnérables, complexifiant encore (s'il en était besoin) l'élaboration (et les arbitrages) des politiques économiques (consolidation budgétaire, réformes fiscales, politiques du marché du travail, infrastructures et État de droit).

Amérique latine (17 pays) : taux de pauvreté et d'extrême pauvreté
(estimations 2020, %)



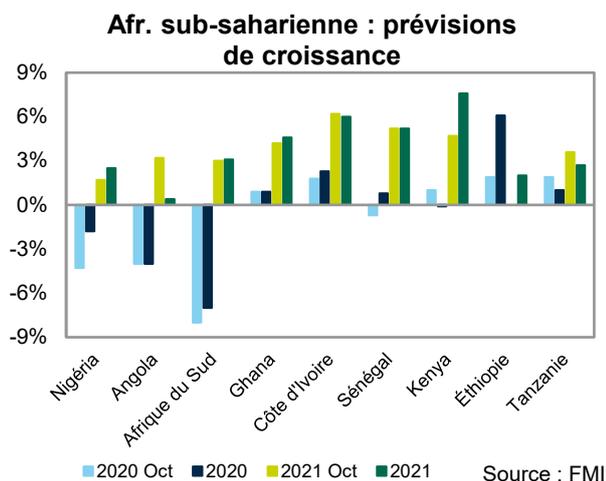
Sources : CEPAL, Crédit Agricole SA/ECO

⁸ Les 10% les plus riches de la région concentrent 22 fois plus de richesses que les 10% les plus pauvres et les 1% les plus riches possèdent 21% du revenu total (BID, septembre 2020).

Afrique sub-saharienne

Afrique – Banque mondiale et FMI : ce que nous apprennent les dernières prévisions

Banque Mondiale et FMI viennent de publier leurs dernières prévisions pour l'Afrique sub-saharienne. Si les pays développés sont les principaux bénéficiaires du plan de relance américain, les deux institutions font également preuve d'un peu plus d'optimisme pour l'Afrique sub-saharienne. En 2020, le PIB de la zone ne devrait se contracter que de 2%, contre une récession attendue à -3% en octobre dernier par le FMI. Par rapport aux prévisions de janvier 2020, ce seront donc 5,5 points de croissance qui auront été perdus. Si l'Afrique sub-saharienne s'en tire mieux que d'autres régions, la pression démographique veut que cette chute de 2% de l'activité corresponde à un recul de 5% du PIB par tête. Une reprise plus vigoureuse que prévue au 3^e et 4^e trimestre 2020 aura permis d'éviter le pire. La bonne performance du Nigéria, la première économie de la zone qui a su se sortir de la récession dès le 4^e trimestre a notamment participé à ce rebond.



Cette reprise de l'activité tient à deux choses : premièrement, une situation sanitaire moins grave que prévu une fois les premiers confinements passés, permettant de lever la plupart des restrictions au second semestre 2020. Autre raison, la résilience du prix des matières premières (hors pétrole) a soutenu l'activité dans les pays miniers et agricoles durement affectés aux premières heures de la pandémie par les difficultés logistiques. Le prix des denrées alimentaires a connu une hausse tout au long de la pandémie, tandis que le prix des métaux a rebondi vigoureusement après un court passage à vide au plus fort de la pandémie. Seul le pétrole peine à retrouver son niveau de prix pré-pandémie mais les premiers mois de 2021 ont permis au cours de rattraper l'essentiel de son retard. Indépendamment des prix, les chiffres de la Banque mondiale confirment la contribution positive des secteurs agricoles à la croissance en 2020.

Des divergences qui se creusent en 2021

Pour ce qui est de 2021, les prévisions ont également été revues à la hausse de 0,2 point, soit une croissance attendue entre 2,3% et 3,4% pour l'ensemble de la zone selon la Banque mondiale (le FMI prévoit désormais une croissance de 3,4% contre 3,1% en octobre). Pourtant, selon le FMI, les trois premières économies de la région, le Nigéria, l'Afrique du Sud et l'Angola, devraient être à la peine. Seul le Nigéria retrouvera son niveau d'activité d'avant-crise en 2021 tandis que l'Afrique du Sud et l'Angola ne devraient toujours pas l'avoir retrouvé fin 2022. Dans l'ensemble, les économies les plus dynamiques en 2021 devraient être celles qui ont le mieux résistées en 2020. On retrouve donc dans cette liste les économies diversifiées d'Afrique de l'Ouest. Pour ce qui est des pays pétroliers, la remontée des cours du pétrole ne leur profitera que modérément en raison des limites de production imposées par l'OPEP+ et pour certains d'entre eux, en raison de la maturité de leurs champs pétroliers. Paradoxalement, ce sont également ces pays qui selon la Banque mondiale devraient en 2021 être le moins éloignés de la trajectoire de croissance qui leur était prédit avant la crise, ce en raison de perspectives de croissance alors déjà faibles.

En revanche, cette hausse des prix du pétrole devrait avoir un impact sur les comptes courants de la région au profit des pétroliers et au détriment des autres pays. La dégradation des comptes courants devrait être particulièrement marquée dans les pays miniers où les projets d'investissement, et donc les importations de biens d'équipements, devraient reprendre sur fond de hausse du cours des matières premières.

Les divergences pourraient également apparaître sur le front sanitaire avec la diffusion du variant sud-africain. Celui-ci a déjà coûté à l'Afrique du Sud son dynamisme au mois de janvier quand le pays a dû prendre des mesures responsables de la fermeture d'environ 20% de son économie. L'effet de cette seconde vague est d'ailleurs toujours perceptible dans la confiance des ménages et des entreprises, qui a connu un léger recul en ce début d'année malgré la reprise progressive de l'activité. Aujourd'hui, c'est l'Éthiopie qui fait face à une seconde vague. L'incertitude laissée par la lenteur de la campagne vaccinale pèsera donc tout au long de l'année 2021, et sans doute encore en 2022, sur l'investissement privé dans les secteurs les plus affectés par les restrictions sanitaires, tourisme en tête.

 **Notre opinion** – Ces nouvelles prévisions ne changent pas fondamentalement les perspectives pour la région mais confirment la hiérarchie entre les pays pour la reprise. Si la situation sanitaire concentre les

principales incertitudes, l'accès au financement devrait également déterminer la capacité des États à orchestrer leur reprise. Les problématiques de besoins de financement restent aiguës. À ce titre, le prolongement par le G20 de l'Initiative sur la Suspension du Service de la Dette à l'ensemble de l'année sera un des outils à la disposition des États. Un certain nombre d'États sub-sahariens semblent également conserver un appétit pour l'émission de nouveaux Eurobonds. Sans surprise, les premières émissions depuis la crise ont été réalisées par des pays d'Afrique de l'Ouest, à savoir la Côte d'Ivoire et plus récemment le Ghana. Les investisseurs semblent eux aussi avoir conservé un appétit pour ce type de dette, en témoignent les conditions de financement obtenues par le Ghana en dépit d'une charge de la dette déjà très élevée. Cela pourraient inciter des pays tels que le Cameroun, le Bénin ou le Nigéria à revenir dès 2021 sur ce marché des capitaux.

Géo-économie

News géo-économiques

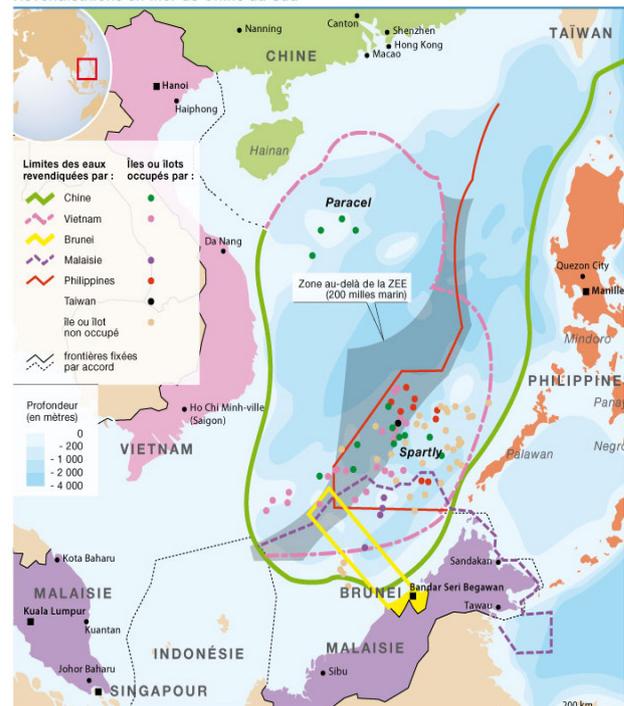
La diplomatie chinoise à l'épreuve des crises asiatiques – Le ministre des Affaires chinoises a reçu à partir du 31 mars dans la province du Fujian ses homologues de quatre pays de l'ASEAN : Singapour, Malaisie, Indonésie et Philippines. Ni le lieu, ni le calendrier ne furent laissés au hasard. Le Fujian est la base historique du peuple Hakka, une diaspora très présente et influente à travers l'Asie du Sud-Est. Lee Hsien Loong, le Premier ministre singapourien, est d'ascendance Hakka par exemple. Quant au calendrier, le sommet se place quelques semaines après l'offensive diplomatique américaine dans la région au début du mois de mars, dont il constitue clairement la réponse. La présence de la Corée du Sud au même moment, pour la première fois depuis trois ans, renforce le signal envoyé. **Pékin essaie de resserrer ses liens avec ses voisins proches, et de rappeler que la Chine possède encore un poids diplomatique déterminant dans la région.**

Les relations sont en effet troublées, et le niveau d'influence que conserve la Chine est ambigu. **Wang Yi promis sa coopération à la Corée du Sud pour la dénucléarisation**, un engagement important si l'on considère les relations de Pékin avec la Corée du Nord. En même temps, le ministre de la Défense sud-coréen se trouvait à Washington pour parler de la Corée du Nord et des chaînes de valeurs stratégiques avec ses homologues japonais et américains.

Pour l'ASEAN, le sujet principal fut le Myanmar, où la position de la Chine est claire : pas d'intervention extérieure, et surtout pas au nom des droits de l'Homme ou la démocratie. Le lundi 5 avril, le Brunei, possédant la présidence tournante de l'ASEAN, annonçait qu'une réunion des ministres de l'Organisation serait organisée pour discuter des voies de sortie possibles de la crise.

Enfin, la relation de la Chine en Mer du Sud est à nouveau tendue avec certains membres de l'ASEAN comme l'Indonésie, les Philippines, la Malaisie, ou le Vietnam, qui possèdent tous des griefs territoriaux vis-à-vis de Pékin. La position des États-Unis et de ses alliés, défendant un Indo-Pacifique « libre et ouvert » est plus facilement en ligne avec les revendications de ces pays. Le ministre des Affaires étrangères malais a d'ailleurs appelé le secrétaire d'État américain, A. Blinken, le soir-même de son départ en Chine.

Revendications en Mer de Chine du Sud



Sources : CERl, Sciences Po Paris.

L'Iran et les États-Unis retournent à la table des négociations – Après des mois de jeu diplomatique entre les deux pays, l'Iran et les États-Unis ont conclu mardi 6 avril la première étape d'un retour à la négociation sur l'accord sur le nucléaire civil en Iran. **Les deux partis ont considéré les discussions comme « constructives », et deux groupes de travail ont été formés** : le premier doit travailler sur la marge de réformes encore acceptables pour l'Iran, et le second sur les conditions de levée des sanctions américaines.

Mais des obstacles demeurent. **L'Iran est déterminée à ne pas faire des concessions inutiles une seconde fois.** M. J. Zarif, le ministre des Affaires étrangères iranien, avait [écrit](#) dans la revue américaine *Foreign Affairs* : « *Les compromis – et même les sacrifices – auxquels [l'Iran] a consentis pour obtenir l'accord ne peuvent être effacés, ni maintenant, ni jamais. Il ne peut pas y avoir de renégociations* ». **L'opposition domestique américaine est également forte.** Les républicains du Congrès américain pourraient refuser par principe n'importe quelle proposition d'accord, enterrant jusqu'à nouvel ordre un nouveau processus de contrôle des activités nucléaires civiles en Iran afin d'éviter une dérive vers le militaire.

Barrage sur le Nil : l'Éthiopie, l'Égypte et le Soudan toujours dans l'impasse – Sans grande surprise, les négociations entre l'Éthiopie, l'Égypte

et le Soudan concernant la mise en eau du barrage sur le Nil en Ethiopie ont échoué, malgré les efforts de médiation du pays hôte, la République démocratique du Congo.

Le Soudan a refusé des propositions de médiation internationale, et une semaine auparavant, l’Egypte avait tenu un discours menaçant, décrivant les eaux du Nil comme « intouchables » et mettant en garde contre des actions pouvant provoquer une « instabilité profonde ».

Les trois pays sont donc toujours dans l’impasse après des années de discussions. **Des conflits internes au Soudan (Darfour) et en Ethiopie (Tigray) risquent également d’aggraver la tenue des négociations**, ou même d’inciter l’Egypte (3^e importateur d’armes entre 2016 et 2020), à profiter de la déstabilisation de ses voisins.

L’OTAN resserre les rangs autour de l’Ukraine –

La réémergence de combats dans la région du Donbass en Ukraine, après un fragile cessez-le-feu, a été perçu comme **un test envoyé par Poutine pour évaluer le niveau d’engagement occidental dans le pays**. La réponse fut sans appel. Après un appel téléphonique de A. Blinken au président ukrainien Volodymyr Zelensky, le 31 mars, ce fut au tour du président J. Biden en personne d’assurer le soutien des États-Unis à Zelensky deux jours plus tard. Le président ukrainien a également déclaré avoir reçu un appel du Premier ministre britannique B. Johnson ce même 2 avril. Des piliers de l’OTAN, comme la France et l’Allemagne, ont communiqué le 4 avril qu’ils surveillaient les événements de près et « réaffirmaient leur soutien à la souveraineté et à l’intégrité territoriale de l’Ukraine dans ses frontières reconnues internationalement ». D’autres pays se considérant menacés par Moscou, comme la [Géorgie](#), ont affiché leur solidarité avec Kiev. Zelensky a profité du moment pour demander une adhésion accélérée à l’OTAN. La tenue d’exercices militaires cet été étant déjà compris comme une provocation par la Russie, faire de l’Ukraine un membre à part entière de l’Organisation serait un geste géopolitique extrêmement agressif, et risqué pour les États-Unis comme pour l’Europe.

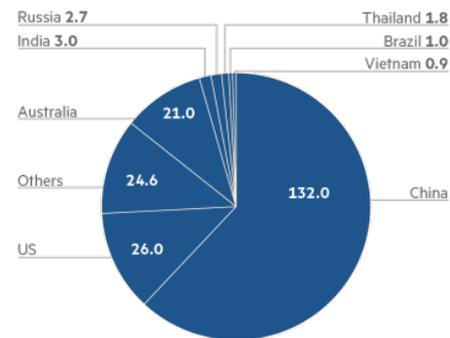
Si, les élections au Groenland sont importantes !

– Le parti d’opposition « Inuit Ataqatigiit » a gagné les élections législatives du 7 avril au Groenland, avec 37% des voix. Ils s’opposent à la construction d’une mine de terres rares à Kvanefjeld sur des bases environnementales, et comptent fermement mettre fin au projet. **Kvanefjeld aurait pourtant représenté la plus grosse source de terres rares en dehors de Chine**, qui contrôle actuellement la production mondiale de ces minéraux indispensables aux industries de défense ou à l’électronique. Preuve de leur aspect stratégique, les États Membres du Quad » (Inde, Japon, États-Unis, Australie) avaient annoncé la mise en place de

programmes de coopération pour diversifier les chaînes d’approvisionnements des ressources chinoises.

Selon le *think tank* MERICS spécialiste de la Chine, les attentes étaient pourtant surestimées. Les terres rares doivent être traitées après avoir été extraites, et c’est là que se situe le verrou chinois. Des mines de terres rares se trouvent un peu partout, dont aux États-Unis et en Australie, qui sont désormais les 2^e et 4^e extracteurs mondiaux. Il n’y a en revanche **qu’une seule usine de traitement en dehors de la Chine**, située en Malaisie et gérée par l’entreprise Australienne Lynas. MERICS suggère donc de privilégier la diversification des possibilités de traitement plutôt que d’extraction. Il n’empêche, Kvanefjeld et les terres rares auront réussi à donner une importance mondiale aux élections législatives du Groenland, signe des transformations actuelles.

Rare earths output by country
2019 ('000 tonnes)



Sources: United States Geological Survey; Ministry of Industry and Information Technology; TF Securities © FT

La production de terres rares par pays en 2019. Source ; [Financial Times](#).

La Chine lance sa monnaie digitale – La Banque centrale chinoise (PBOC) a annoncé le mardi 6 avril qu’elle commencerait à produire (« miner ») un « yuan digital ». **C’est l’aboutissement d’une stratégie de longue date de Pékin**, qui avait commencé par le support massif aux outils de paiements numériques comme Alipay, que l’on retrouve même chez les mendiants en Chine.

La deuxième étape serait l’internationalisation.

La PBOC a mis en place début février une [joint-venture](#) avec la société de paiement international SWIFT, un signe de sa volonté de développer des alternatives au système actuel. Pékin a également proposé le 25 mars à la Banque des Règlements internationaux un rapport détaillant des propositions de réglementations des monnaies digitales souveraines, se positionnant à l’avant-garde des standards mondiaux sur la question.

Ces velléités sont vues d’un mauvais œil à Washington, qui les perçoit comme **des tentatives de se soustraire à l’hégémonie du dollar** en

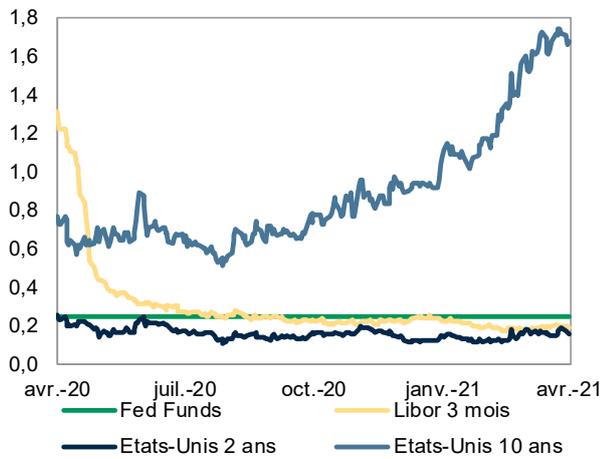
développant des canaux de paiements parallèles basés sur le Renminbi (RMB), internationalisant sa monnaie. L'enjeu est de taille, les États-Unis ayant déjà utilisé leur monnaie comme une arme de sanction, vis-à-vis de l'Iran ou de la Corée du Nord par exemple. Si la place du RMB dans les réserves

de changes ou dans les échanges reste minime, la menace à long terme est prise au sérieux. Selon Josh Lipsky, directeur du centre de géo-économie du *think-tank* de Washington *Atlantic Council* : « *Tout ce qui menace le dollar est un enjeu de sécurité nationale. Ceci menace le dollar* ».

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

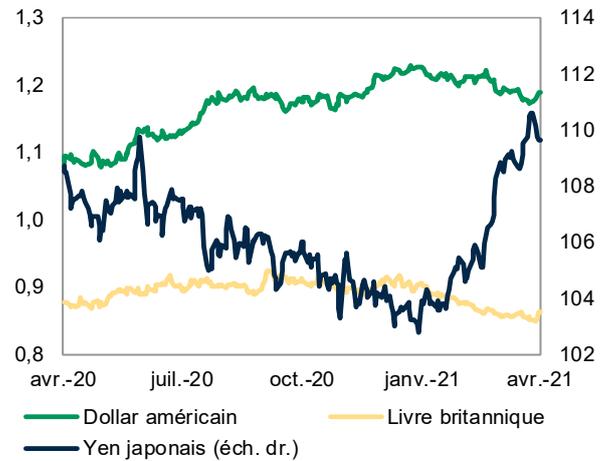
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

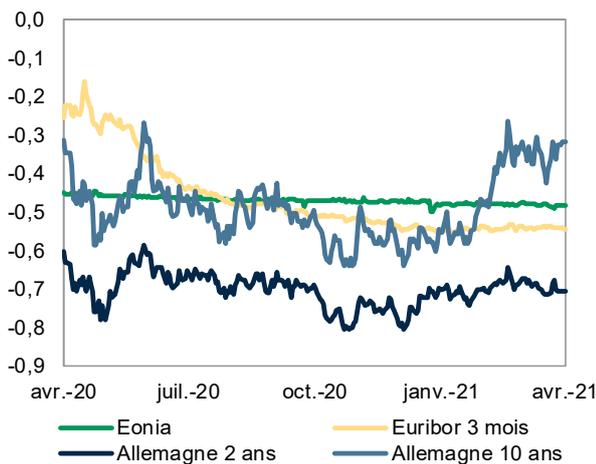
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

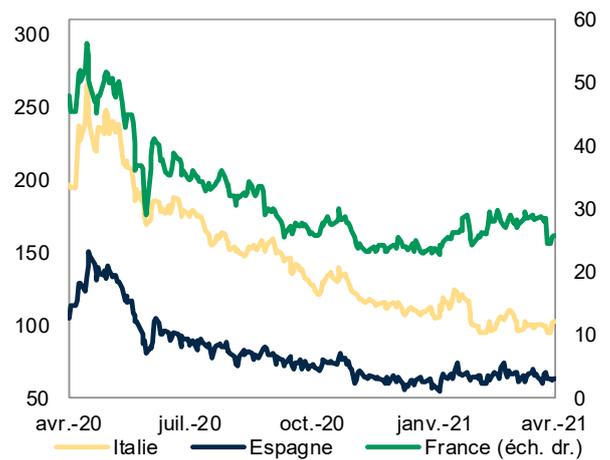
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

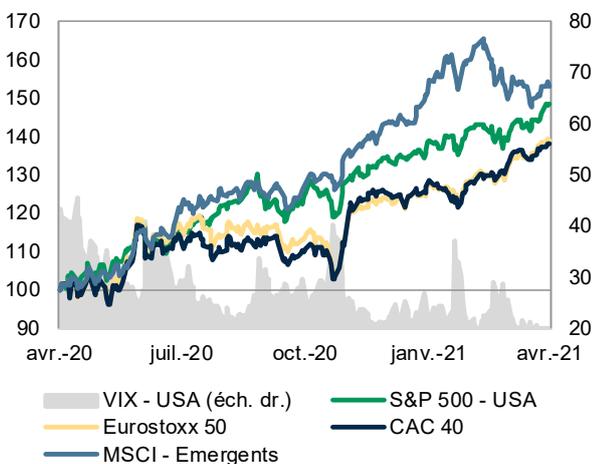
Pdb, dette en EUR à dix ans



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

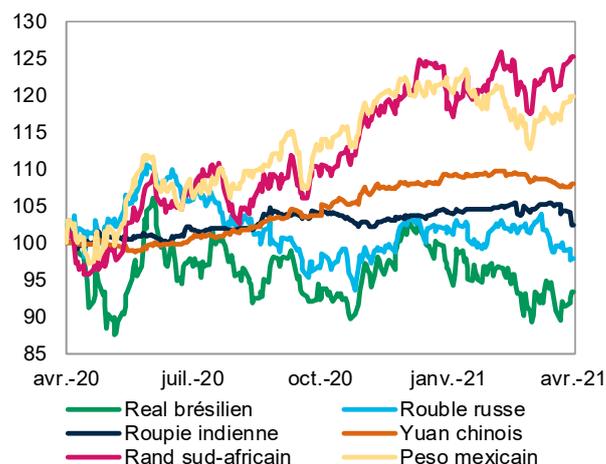
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

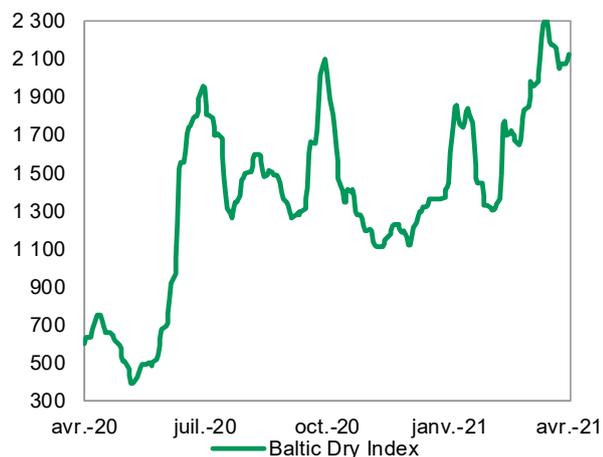
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

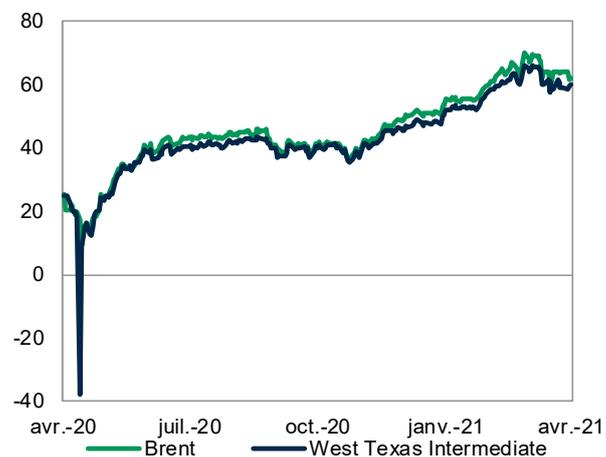
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

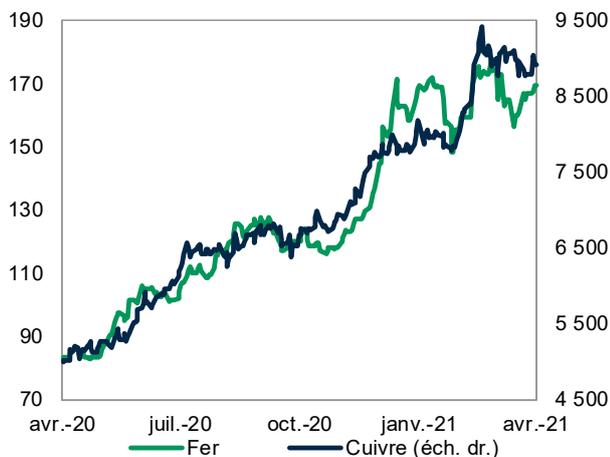
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

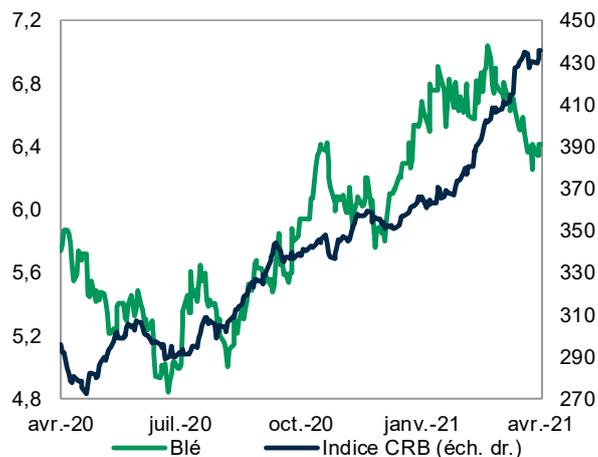
USD/tonne métrique



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
08/04/2021	<u>Inflation et métaux</u>	Sectoriel
08/04/2021	<u>Géopolitique, pandémie et "intelligence contextuelle" des États</u>	Géopolitique
06/04/2021	<u>Inflation et fret maritime</u>	Sectoriel
06/04/2021	<u>Brésil – Les histoires d'amour finissent mal (en général)</u>	Amérique latine
02/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/04/2021	<u>Italie – Un marché du travail gelé en 2020</u>	Italie
31/03/2021	<u>Inflation et semi-conducteurs</u>	Sectoriel
31/03/2021	<u>Asie : la grande fracture ?</u>	Asie du Sud-Est
30/03/2021	<u>L'inflation ou le réveil de la belle endormie</u>	Monde
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

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

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.