

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/145 – 23 avril 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>L'Europe pique, les États-Unis s'affairent, l'Asie s'inquiète !</i>	2
☞ <i>La BCE en mode prudent</i>	3
☞ <i>France : l'écart s'accroît entre industrie et services sous l'effet du nouveau confinement</i>	4
☞ <i>Plan de relance européen : la Cour constitutionnelle allemande choisit le moindre mal</i>	5
☞ <i>Zone euro : révision à la hausse des prévisions de croissance du PIB au T1 2021 et accélération de la croissance de l'activité en avril</i>	5
☞ <i>Allemagne : renforcement de l'arsenal législatif pour mieux coordonner la lutte contre la pandémie</i>	6
☞ <i>Portugal : nouveaux éléments sur le plan de relance</i>	7
☞ <i>Royaume-Uni : l'inflation rebondit en mars, mais les prix de l'énergie restent son principal facteur haussier</i>	9
☞ <i>Asie : inflation, désinflation, déflation ?</i>	10
☞ <i>Bahreïn : la crise de 2020 a encore accentué les difficultés, le FMI alerte sur les déficits</i>	12
☞ <i>Chili : rapide survol pré-électoral</i>	13
☞ <i>Afrique sub-saharienne : contraintes fiscales, la difficile équation pour financer la reprise</i>	15
☞ <i>Le Japon : « Cool Japan » à l'offensive</i>	17
☞ <i>News géo-économiques</i>	19

L'Europe pique, les États-Unis s'affairent, l'Asie s'inquiète !

Peu de données macro-économiques étaient susceptibles de faire pencher les décisions d'investissement dans un sens ou dans l'autre cette semaine. C'est surtout sur les annonces des résultats trimestriels des grandes entreprises des deux côtés de l'Atlantique que s'est concentrée l'attention des investisseurs. L'évolution de la pandémie a cependant nourri les craintes d'un rythme de reprise économique plus modeste, mais tout aussi différencié selon les pays.

Si, aux États-Unis, la baisse des contaminations s'est poursuivie et l'accès à la vaccination étendu à l'ensemble de la population adulte, il n'en va pas de même dans toutes les régions du globe. En Europe, le retard pris sur la vaccination commence tout juste à être résorbé avec dorénavant plus d'un cinquième de la population ayant reçu au moins une première dose de vaccin, contre à peine un dixième à la fin du mois de mars. La validation sans restriction par l'Agence européenne du médicament du vaccin Johnson & Johnson devrait permettre d'accroître encore le rythme de vaccination. En Allemagne, le Parlement a adopté un « frein d'urgence » au niveau national pour lutter plus efficacement contre l'épidémie. Dans les faits, cela se traduira surtout par la mise en place d'un couvre-feu nocturne dans la quasi-totalité des *Länder*. En France, la situation épidémique semble se stabiliser sans pour autant enregistrer une décrue massive du nombre de personnes hospitalisées en soins intensifs. Le Portugal se prépare à sa troisième phase de déconfinement en autorisant la réouverture des centres commerciaux, des bars et des restaurants.

La situation en Asie est en revanche plus préoccupante. Au Japon, les gouverneurs de Tokyo et d'Osaka ont demandé au gouvernement central de déclarer l'état d'urgence pour une durée de trois semaines afin de faire face à la recrudescence de l'épidémie. En Inde, les contaminations repartent à la hausse de façon exponentielle contraignant la capitale, New Delhi, au confinement. Ces flambées épidémiques « résiduelles » soulignent la fragilité de cette sortie de crise épidémique et constituent une menace pour la reprise économique naissante. Du côté des annonces politiques, le tournant démocrate de la présidence Biden s'affirme un peu plus avec l'annonce d'une augmentation de l'imposition des Américains les plus riches, notamment avec la plus forte hausse jamais envisagée des prélèvements sur les gains en capital. L'adhésion à un objectif climatique ambitieux de réduction de moitié des émissions de gaz à effet de serre d'ici à 2030, comparativement à 2005, constitue également un jalon symbolique de ce changement. Les déclarations de politique monétaire de la Banque centrale européenne ont

confirmé le maintien des conditions financières très favorables et la poursuite du rythme actuel d'achats d'actifs dans le cadre du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) au moins jusqu'au mois de juin.

Sur le front des indicateurs conjoncturels, les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage aux États-Unis ont poursuivi leur décrue pour atteindre leur plus bas niveau depuis un an, confortant ainsi l'idée d'une nette accélération de l'activité, corroborée par le dynamisme de l'indicateur avancé américain du mois de mars. L'usage de l'épargne jusqu'ici accumulée devrait stimuler plus fortement la consommation et « booster » la croissance américaine. L'indice composite des directeurs d'achat en zone euro pour le mois d'avril suggère une accélération plus marquée que prévu de la croissance avec un indice atteignant 53,7 points, au plus haut depuis neuf mois.

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux ont enregistré un début de semaine plutôt baissier avant de prendre au milieu de la semaine une orientation plus optimiste au gré des bons résultats d'entreprises dévoilés sur les grandes places financières. Si, globalement, l'ensemble des secteurs semblent porter ce rebond, ce sont essentiellement les secteurs de la grande distribution et du luxe qui ont guidé les indices composites.

Cependant, ce sont les craintes d'une hausse de la fiscalité américaine en fin de semaine qui ont fini par dominer les comportements avec pour conséquence un recul de l'indice S&P500 de 1,2%, tandis que l'indice Eurostoxx 50 ne réussit pas à se relever et termine sur une baisse de 0,5%. Sur les marchés obligataires, le rendement du Bund allemand à dix ans est resté quasiment stable (+0,1 point de base), tandis que celui des obligations du Trésor américain de même maturité s'est replié de 5 points de base. Les primes de risque sur obligations d'État italiennes et espagnoles sont globalement restées stables, bénéficiant du rejet de la Cour constitutionnelle allemande du recours déposé contre le plan de relance européen. Sur le marché des changes, la devise européenne s'est légèrement appréciée (de 0,4%) face au dollar et plus modestement face à la livre sterling (+0,2%). Enfin, le prix du baril de pétrole brut en mer du Nord a perdu 1,4% cette semaine, en raison des inquiétudes pesant sur une demande mondiale plus faible qu'anticipé du fait d'une maîtrise de la pandémie jugée encore trop précaire dans un bon nombre de pays.

Editorial

La BCE en mode prudent

Des trois thèmes qui ont caractérisé la communication des membres du Conseil des gouverneurs au cours du dernier mois, à savoir les perspectives de croissance, les mesures de politique monétaire et la révision de la stratégie, seul ce dernier n'a pas fait l'objet d'une clarification lors du dernier conseil.

Concernant les perspectives de croissance, certains membres du Conseil avaient évoqué des risques haussiers pesant sur le dernier scénario de mars de la BCE justifiés par le déploiement de la campagne vaccinale en Europe et par l'impact (pourtant limité) du Plan de relance américain sur la croissance (+0,1 point en 2021 et +0,2 point en 2022) et l'inflation (entre 0,05% et 0,1% selon les estimations de la BCE) de la zone euro. D'autres, en revanche, évoquaient la persistance de risques baissiers liés à la faiblesse de la demande et aux excès de capacités sur le marché du travail, qui exercent une pression à la baisse sur l'inflation.

La BCE a finalement indiqué que « si la reprise de la demande mondiale et l'importante relance budgétaire soutiennent l'activité internationale et dans la zone euro, les perspectives économiques à court terme restent obscurcies par l'incertitude ». En attendant la mise à jour de ses dernières prévisions de mars, prévue au mois de juin, la BCE consulte les acteurs économiques et tâte le terrain.

De sa dernière enquête auprès des entreprises (datant de janvier 2021), elle retient que si la demande est encore largement contrainte dans le secteur des services, dans le secteur manufacturier, l'offre parvient de moins en moins à suivre la demande en raison de pénuries d'intrants. Ces contraintes d'approvisionnement devraient s'aggraver au cours du deuxième trimestre de 2021 avant de s'atténuer progressivement au cours du second semestre. En réponse à la hausse des coûts des intrants dans une grande partie du secteur manufacturier, les prix de vente ont certes augmenté. Les clients des entreprises productrices se sont concentrés davantage sur la sécurisation de l'approvisionnement que sur la négociation des prix, ce qui a facilité dans une certaine mesure la répercussion de la hausse. Toutefois, cette hausse devrait être transitoire et pourrait être atténuée par les détaillants qui s'efforcent d'obtenir des remises plus importantes que celles dont ils ont bénéficié l'année dernière. De plus, les prix de vente dans une grande partie du secteur des services sont restés stables et, dans les services destinés aux consommateurs, ils sont faibles et soumis à des pressions à la baisse. Ainsi, par rapport au trimestre précédent, le nombre d'entreprises n'anticipant aucun changement dans leurs perspectives d'inflation est en hausse et le nombre de celles qui anticipent une remontée significative de l'inflation est en baisse.

L'enquête auprès des professionnels de la prévision (SPF) au deuxième trimestre 2021 ne signale pas non plus une révision à la hausse des anticipations d'inflation. Si sur l'année en cours les prévisions de l'inflation

sous-jacente sont révisées à la hausse (de 0,8% à 1,1%), à plus long terme, la remontée des prévisions est marginale (de 1,5% à 1,6% pour 2025). Il en va de même pour les perspectives de croissance et d'inflation, inchangées à long terme.

Quant aux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) d'avril 2021 (sur les changements observés au cours du premier trimestre de 2021 et les attentes pour le deuxième trimestre de 2021), ils indiquent un resserrement modéré des critères d'octroi de crédits aux entreprises au premier trimestre de 2021. Ce resserrement est plus faible que prévu dans l'enquête précédente et fait suite à un resserrement plus important au cours des deux trimestres précédents. Il s'explique par un durcissement de la perception du risque et de la tolérance des banques à l'égard du risque, quoique moins marqué qu'au cours des deux trimestres précédents. Le moindre resserrement peut être lié à la prolongation des mesures de soutien budgétaire, au soutien continu de la politique monétaire et des mesures de supervision, et à l'amélioration plus générale de la confiance. Au deuxième trimestre 2021, le pourcentage de banques anticipant la poursuite du durcissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises est inchangé. Par ailleurs, les banques signalent que la demande émanant des sociétés non financières a été moins importante, en raison d'un moindre besoin d'investissement, mais qu'elles l'anticipent en hausse au deuxième trimestre.

L'évaluation de ces informations, des différents indicateurs des conditions de financement ainsi que des perspectives d'inflation a donc convaincu le Conseil des gouverneurs de poursuivre les achats au titre du PEPP au cours du deuxième trimestre à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année, en ligne avec sa décision du mois de mars.

La BCE s'aligne donc sur la vision avancée par certains des membres du Conseil qui avaient souligné plus opportun de « faire plus » plutôt que moins, et ce pour plus longtemps. Elle ne confirme donc pas (du moins pour l'instant) les propos d'autres membres qui avaient assuré que la fin du programme PEPP se ferait à la date prévue, en mars 2022, ou ceux d'autres membres encore qui avaient évoqué une baisse du montant mensuel des achats dès l'été.

Ainsi la décision de la BCE permet d'ancrer les anticipations à très court terme, mais laisse peu de visibilité au-delà de l'horizon de sa prochaine réunion de juin. Sauf en ce qui concerne sa volonté de maintenir le nécessaire décalage avec les politiques monétaires d'autres juridictions (États-Unis, Canada, Royaume-Uni), décalage justifié par le retard de la reprise européenne et la différence de taille des plans de relance. Quant aux questions sur la révision de sa stratégie, la BCE renvoie à l'automne la communication de ses conclusions.

Zone euro

France : l'écart s'accroît entre industrie et services sous l'effet du nouveau confinement

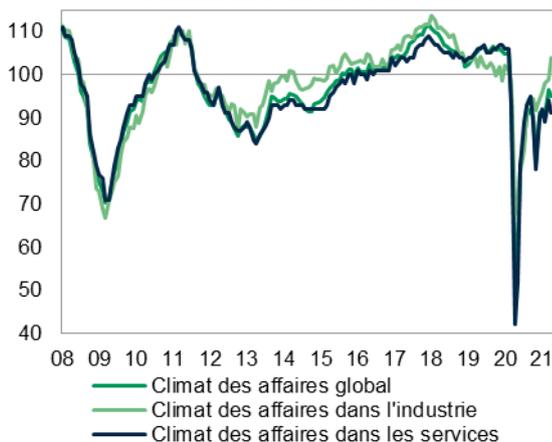
En avril, le climat des affaires perd 2 points à 95. L'effet du nouveau confinement se fait ressentir dans les services avec une baisse de 3 points à 91. Il touche particulièrement le commerce et le transport de personnes, suite à la nouvelle fermeture des commerces non-essentiels et à l'interdiction des déplacements interrégionaux. Le climat des affaires chute fortement dans l'hôtellerie-restauration, après une amélioration en février, les perspectives d'activité reculent à nouveau. L'incertitude reste forte pour les acteurs du secteur et le gouvernement n'envisage pas de réouverture des restaurants et bars avant la seconde moitié du mois de mai. À partir de mi-mai, une réouverture progressive des terrasses est à l'étude, mais reste incertaine.

À l'inverse, le climat des affaires progresse à nouveau dans l'industrie. L'indicateur gagne 4 points et atteint 104, au-dessus de sa moyenne de long terme pour la première fois depuis février 2020. La hausse est généralisée dans toutes les branches industrielles. Les perspectives de production s'améliorent,

tandis que les carnets de commande continuent à se remplir.

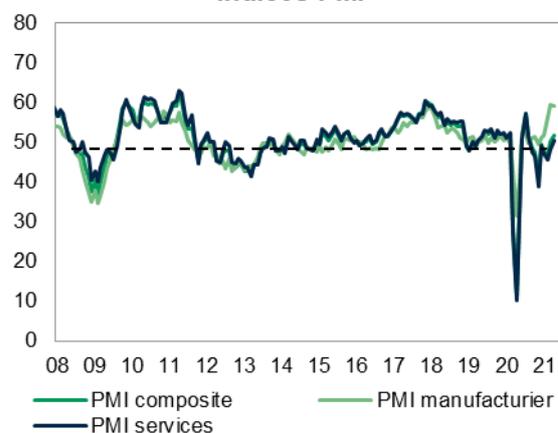
Les enquêtes PMI indiquent également un écart important entre croissance de l'activité dans le secteur manufacturier et les services. L'enquête auprès des directeurs d'achats du secteur manufacturier est quasi-stable en avril à 59,2, un niveau élevé en zone d'expansion de l'activité économique. En revanche, contrairement à l'enquête de l'Insee, dans l'enquête PMI le climat des affaires dans les services remonte et atteint 50,4 en avril, après 48,2 en mars. L'amélioration du climat des affaires dans les services est portée en particulier par l'activité future. Les chefs d'entreprises semblent ainsi envisager un net redémarrage de la demande à la réouverture des établissements fermés ou subissant d'importantes contraintes (couvre-feu, vente à emporter uniquement dans le cas des restaurants...) depuis octobre.

Climat des affaires INSEE



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

Indices PMI



Sources : IHS, Markit, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – Les enquêtes du climat des affaires confirment la résilience du secteur industriel malgré le confinement du mois d'avril. La demande reste dynamique et les carnets de commande continuent à se remplir. L'activité ne semble pas perturbée par la fermeture des écoles qui aurait pu entraîner une baisse de l'offre de travail par les travailleurs contraints à garder leurs enfants. L'enquête PMI souligne également les tensions sur les prix de production liées aux difficultés d'approvisionnement dans certaines matières premières.

Dans les services, les enquêtes de l'Insee et d'IHS Markit fournissent des enseignements légèrement différents. Le climat des affaires Insee souligne l'incertitude provoquée par le nouveau confinement avec une baisse des perspectives d'activité dans les trois mois à venir, tandis que l'activité future progresse dans l'enquête PMI qui a une vision à plus long terme. Selon les enquêtes PMI, la reprise de la demande, tant dans le secteur manufacturier que dans les services sera robuste une fois les restrictions sanitaires levées et l'épidémie maîtrisée.

 **Plan de relance européen : la Cour constitutionnelle allemande choisit le moindre mal**

La Cour constitutionnelle fédérale allemande (CCA) a rejeté le recours d'urgence contre l'exécution de la loi de ratification des ressources propres de l'UE, servant de base au financement du NGEU. Elle permet donc sa ratification formelle par le président de la République.

La plainte constitutionnelle déposée contre la ratification n'a pas été considérée ni irrecevable d'emblée ni non fondée par la Cour constitutionnelle allemande. Toutefois, celle-ci, sur la base d'un examen sommaire, ne juge pas très probable la violation de l'autonomie budgétaire allemande. Par conséquent, elle pondère les conséquences de sa décision : si l'interdiction provisoire demandée n'était pas délivrée, mais que l'acte d'approbation était ultérieurement jugé inconstitutionnel, les conséquences seraient moins graves que si l'interdiction provisoire était prononcée, mais que la plainte se révélait non fondée.

La CCA choisit donc de ne pas faire obstacle à la mise en œuvre d'une décision politique européenne majeure dans le contexte d'une pandémie dont les conséquences économiques et sociopolitiques causent de graves dommages dans les États membres de l'UE et peuvent constituer une menace existentielle pour l'UE. Le NGEU n'est pas un acte arbitraire politique, mais une réaction forcée par la pandémie, validé par la large majorité du Bundestag, par les Parlements européens et contre lequel aucune autre Cour constitutionnelle s'est levée.

Les conséquences du blocage d'une telle décision seraient en effet délétères pour la capacité de reprise de l'économie européenne et pour l'image envoyée au reste du monde.

En revanche, il paraît très peu probable que la responsabilité budgétaire du Bundestag soit altérée. Néanmoins, la CCA affirme son intention de traiter la question de manière plus approfondie dans le cadre d'une procédure pluriannuelle avec la possibilité de saisir la CJCE.

Toutefois, lorsqu'une décision sera prise, les fonds auront été empruntés sur les marchés par la Commission européenne et transmis aux États membres. Il ne sera donc pas possible de revenir sur la ratification. Si une telle décision a un effet en vertu du droit national, elle n'éliminerait pas l'acte de ratification de la République fédérale d'Allemagne et la validité de la décision sur les ressources propres au regard du droit communautaire ne serait pas remise en cause.

Cette décision pourrait, en revanche, peser sur les extensions et les développements futurs des pouvoirs de l'UE, impliquant que des ressources financières de la taille du NGEU seraient à l'avenir gérées de manière globale par le Parlement européen dans le cadre du budget de l'UE.

 **Zone euro : révision à la hausse des prévisions de croissance du PIB au T1 2021 et accélération de la croissance de l'activité en avril**

La croissance de la zone euro a accéléré en avril, affichant son rythme le plus élevé depuis juillet. C'est ce qui indique l'indice PMI flash composite pour la zone euro qui s'est redressé à 53,7 points (après 53,2 en mars).

Cette accélération est portée par la première hausse de l'activité depuis août 2020 dans le secteur des services et par l'augmentation de la production manufacturière. Dans l'industrie, la production a augmenté au plus fort rythme depuis plus de vingt ans. L'activité des fabricants allemands a enregistré sa deuxième plus forte hausse historique. En France également, la croissance a affiché son deuxième plus haut niveau depuis trois ans. Dans le reste de la région, la production manufacturière a enregistré, en moyenne, sa plus forte hausse historique. Toujours en retrait par rapport à l'industrie, le secteur des services a néanmoins enregistré une très légère augmentation de son activité, la première depuis août 2020. Si le durcissement des mesures de restriction en Allemagne a entraîné une quasi-stagnation de l'activité, cette dernière a en revanche augmenté pour la première fois depuis l'été 2020 en France, ainsi que dans le reste de la zone euro.

Ces évolutions confirment la tendance déjà observée en fin du premier trimestre qui nous a conduit à relever notre prévision de croissance du T1 2021 pour la zone euro de -0,6% à -0,5%.

On a, en revanche, révisé à la baisse la prévision de croissance pour le T1 2021 à +0,3% (contre +0,4% précédemment). En effet, l'activité en janvier aurait finalement été légèrement moins dynamique qu'initialement estimé par l'Insee avec un niveau d'activité 5% inférieur à la normale, un niveau stable par rapport au mois de décembre 2020 qui a connu une nette reprise de la consommation, suite à la réouverture des commerces. L'activité a été stable en février et se serait établie à -4% par rapport à la normale en mars malgré le confinement sur la deuxième moitié du mois, selon les estimations de la Banque de France. L'activité est en légère amélioration en mars du fait notamment du rebond de la production industrielle qui a connu un creux passager en février. L'activité dans les services a été stable tout au long du trimestre. Les restrictions réglementaires sur les services ont assez peu évolué (couvre-feu en vigueur sur l'intégralité du trimestre et restaurants, bars, salles de cinéma, de sport... toujours fermés). De plus, le nouveau

confinement devrait principalement toucher la consommation de biens, mais ne change pas grand-chose à l'activité dans les secteurs de services (hors commerce). La baisse de la consommation de biens sur la deuxième quinzaine du mois de mars dans les départements confinés pourrait ainsi être accompagnée d'une accumulation de stocks.

En revanche, nous avons révisé à la hausse la prévision de croissance du PIB italien de -1,3% à -0,9% pour le T1 2021. Les données conjoncturelles disponibles pour le premier trimestre indiquent une résilience de l'activité, en dépit des mesures de confinement renforcées au cours du mois de mars. La production industrielle selon les estimations de la Confindustria devrait progresser de 1% sur le premier trimestre et ce malgré la légère baisse enregistrée par l'indice en mars. L'indice de production dans la construction s'est également montré dynamique sur les deux premiers mois de l'année avec +4,5% en janvier, suivi de +1,4% en février. L'acquis dans la construction pour le premier trimestre s'élève à +3,8%. De même, les données concernant le commerce extérieur sont plutôt positives avec une hausse des exportations, mais également des importations sur les deux premiers mois de l'année, avec un acquis de respectivement 1,3% et 2,4% pour le T1. À noter que la hausse des importations sur le trimestre qui fait suite à une forte croissance des achats en provenance de l'étranger au quatrième trimestre 2020 (+4,5%) reste imputable d'une part à la progression de la demande en énergie, mais également aux biens intermédiaires et d'investissement qui y contribue à hauteur de 0,6% et 0,4%, ce qui est signe positif pour l'investissement productif.

En dépit de signes avant-coureurs très positifs sur le redressement anticipé de l'économie allemande, comme des commandes industrielles dynamiques et une demande étrangère en hausse, la croissance allemande attendue au premier trimestre devrait néanmoins afficher une contraction. Nous estimons que les mesures restrictives mises en place pour endiguer l'épidémie et qui ont perduré sur

l'ensemble du trimestre pourraient, en effet, provoquer un repli de 1% de la croissance en variation trimestrielle au T1 2021. Cette dégradation de l'activité résulte essentiellement d'une chute attendue de la consommation à hauteur de -2,7%, après -3,6% au T4 en raison de la fermeture prolongée des commerces non essentiels qui bride les dépenses des ménages au profit d'une épargne de précaution. L'investissement global devrait lui aussi reculer sous l'effet d'un investissement productif en berne, faute de visibilité sur le redressement des marges et du tassement de l'investissement dans la construction qui a déjà bien entamé son processus de rattrapage au trimestre précédent. Les exportations nettes devraient contribuer encore positivement à la croissance de ce trimestre, même si celle-ci devrait être plus faible qu'au T4 sous l'action d'un récent et léger ralentissement des échanges commerciaux.

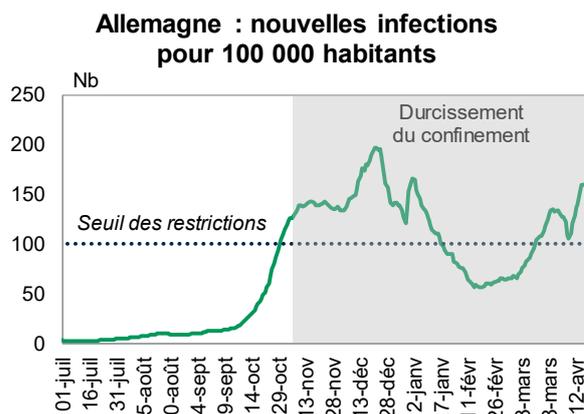
L'aggravation de la crise sanitaire au début de 2021 a affaibli l'activité en Espagne provoquant une légère baisse du PIB au T1 2021 que nous confirmons à -0,8%. Au début de l'année en cours, les mesures pour contenir la pandémie se sont durcies afin de freiner la troisième vague d'infections, ce qui a affaibli l'activité. Pourtant, la situation s'est améliorée à partir de la mi-février, ce qui aurait permis de contenir le recul de l'activité au premier trimestre. Les indicateurs avancés confirment cette dynamique. Les indices PMI de mars font part de la divergence toujours présente dans les secteurs des services et manufacturier. Ce dernier s'est fortement redressé en février et mars (56,9), après un léger recul en janvier, tandis que les appréciations des directeurs d'achats du secteur des services ont chuté en janvier et en février et se maintiennent à des niveaux très bas. Les indices de la production industrielle affichent un léger recul en janvier (-0,7% en janvier sur un mois, -2,2% sur un an) et sont restés stables en février. Quant à l'indicateur de l'activité du secteur des services, il a rebondi de 4,4% par rapport à janvier.

Allemagne : renforcement de l'arsenal législatif pour mieux coordonner la lutte contre la pandémie

Pour éviter une application différenciée selon les *Länder* des mesures de restrictions visant à endiguer l'épidémie qui perdure dans le pays, le gouvernement allemand a proposé de renforcer les pouvoirs de l'État fédéral dans la gestion de la crise sanitaire. L'amendement sur la protection des infections vise, en effet, à instaurer un seuil à partir duquel les circonscriptions et/ou régions doivent appliquer les mêmes restrictions pour parvenir à contenir plus efficacement la propagation du virus. Après discussion au Bundestag, il a été convenu qu'au-delà d'une incidence de 100 pour 100 000 habitants sur sept jours, un couvre-feu serait automatiquement mis en place entre 22 heures et 5 heures. Si la valeur de l'incidence

atteint 165, alors la fermeture des écoles deviendrait également inéluctable. Les commerces de détail ne seraient pas obligés de fermer contrairement au souhait initial du gouvernement, mais ils seraient en revanche soumis à davantage de restrictions (réservations de créneaux horaires et test au coronavirus négatif à présenter). En outre, les rassemblements privés ne seront autorisés qu'entre un ménage et une autre personne uniquement. Cette harmonisation des règles au niveau national s'effectue au détriment des *Länder* qui disposaient jusqu'ici de marges de manœuvre sur les compétences sanitaires. Celles-ci sont donc temporairement réduites pour circonscrire l'épidémie qui demeure jusqu'ici hors de contrôle

depuis l'arrivée des nouveaux variants. À ce stade, une grande majorité des districts et des villes indépendantes seraient concernées par ces mesures plus contraignantes : 87% des circonscriptions ont en effet une incidence supérieure à 100 au 20 avril et 11% ont une incidence comprise entre 50 et 100.



Sources : RKI, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le nouveau dispositif législatif concrétise l'adoption du frein d'urgence au niveau national. Il réduit temporairement les marges de manœuvre laissées aux Länder dans l'application des mesures afin de contenir plus efficacement la propagation du virus. La validation de cette loi a fait l'objet d'un passage au Bundesrat et d'une approbation du président de la République avant d'être adoptée définitivement, elle entrera en vigueur dès samedi. La mise en place d'un couvre-feu et de mesures plus contraignantes pour l'ouverture des magasins risquent de provoquer un verrouillage du pays qui s'étalerait jusqu'à la fin du mois de mai, pénalisant ainsi plus durablement la croissance qu'initialement escompté.

Portugal : nouveaux éléments sur le plan de relance

Le gouvernement portugais a envoyé hier à la Commission européenne le texte de son plan de relance. D'un montant total de 16 644 milliards d'euros, le plan portugais comprend trente-six réformes et soixante-dix-sept investissements dans les domaines de la résilience (11,125 milliards d'euros), de la transition climatique (3,059 milliards d'euros) et de la transition numérique (2,46 milliards d'euros). Sur les 13,9 milliards de subventions prévues, 37% sont destinés à la transition verte (47% alloués aux objectifs de transition climatique).

Le gouvernement portugais vise les résultats suivants à l'horizon 2030. En termes de résilience : la création de 34 nouvelles unités mobiles pour les soins de santé primaires dans les régions à faible densité ; de 5 500 nouveaux lits pour les hôpitaux ; le soutien de 26 000 ménages avec un logement décent ; un volume des exportations de 50% du PIB d'ici 2027 et 53% du PIB d'ici 2030 ; la création de 15 000 emplois qualifiés et l'augmentation des dépenses d'investissement en R&D à au moins 2% du PIB d'ici 2025. En matière de transition climatique : contribuer à la réduction des émissions de CO₂ de 55% d'ici 2030, soutenir la création d'un Hub avec un réseau de sept pôles de bio-économie bleue ; soutenir de manière intensive la rénovation des bâtiments résidentiels, publics et de services et soutenir l'acquisition de flottes de transports publics propres. Finalement, le volet sur la transition numérique permettra de former 800 000 personnes aux compétences numériques avec des plans de formation individuels et accès à la formation en

ligne ; de favoriser la transition numérique des entreprises en requalifiant 36 000 salariés et en accompagnant 30 000 PME ; d'acquérir 600 000 ordinateurs à usage individuel dans les écoles et de promouvoir la numérisation de l'administration publique.

Résilience	11,1	67%
Service National de Santé	1,4	8%
Logement	2,7	16%
Réponses sociales	0,8	5%
Culture	0,2	1%
Capitalisation et innovation des entreprises	2,9	17%
Qualification et compétences	1,3	8%
Infrastructures	0,7	4%
Forêts	0,6	4%
Gestion hydrique	0,4	2%
Transition Climatique	3,1	19%
Mer	0,2	1%
Décarbonisation de l'industrie	0,7	4%
Bioéconomie sustentable	0,1	1%
Efficiency énergétique de l'habitat	0,6	4%
Hydrogène et énergies renouvelables	0,4	2%
Mobilité sustentable	1	6%
Transition digitale	2,5	15%
Entreprise 4.0	0,7	4%
Qualité des Finances Publiques	0,4	2%
Justice économique et Climat des affaires	0,3	2%
Efficiency de l'administration publique	0,6	4%
École digitale	0,6	4%
Total	16,6	100%

☑ **Notre opinion** –Lisbonne pourrait également emprunter 2,7 milliards d'euros dans le cadre de Next Generation EU pour le logement, la capitalisation des entreprises et les transports. L'exécutif européen dispose désormais de deux mois pour valider le plan portugais. Il sera ensuite soumis au Conseil européen, via le Conseil des affaires économiques et financières, qui réunit les ministres de l'Économie et des finances de tous les États membres.

Le document envoyé à la Commission fournit un exercice de quantification de l'impact du plan. Il se traduirait par une augmentation du taux de croissance du PIB moyen annuel de 0,7% supplémentaire. Selon ce scénario de modélisation, le PIB en 2025 se situerait 3,5% au-dessus, par rapport à un scénario sans plan. Au cours de ces cinq années, chaque euro investi se traduirait par 1,4 euro d'impact dans le PIB (multiplicateur à court terme). En termes de marché du travail, en 2025, le taux de chômage serait de 1,6% en dessous du scénario sans plan.

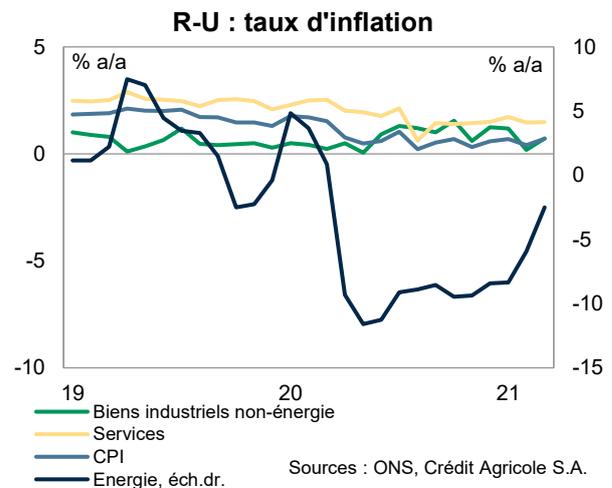
Royaume-Uni

Royaume-Uni : l'inflation rebondit en mars, mais les prix de l'énergie restent son principal facteur haussier

Le taux d'inflation des prix à la consommation CPI a accéléré au mois de mars, retrouvant son rythme observé au mois de janvier à 0,7%, après une baisse à 0,4% au mois de février. En variation mensuelle, l'indice CPI a progressé de 0,3%, après avoir été quasi-stable en février. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, boissons et tabac a également rebondi atteignant 1,1%, après 0,9% en février. Son rythme reste toutefois inférieur à celui observé au mois de janvier (1,4%).

L'accélération du taux d'inflation est due principalement à la poursuite de l'accélération des prix de transport (à 3,7%, soit un plus haut depuis avril 2019) en lien avec des effets de base, notamment dans les prix de l'énergie, et à un rebond des prix des produits vestimentaires et des chaussures (de 1,6% sur le mois). Ces deux composantes contribuent respectivement pour 0,18 point de pourcentage et 0,14 point de pourcentage à la variation (0,3 point) du taux d'inflation sur le mois. Une contribution positive mais de moindre ampleur est observée dans prix de l'ameublement et des équipements ménagers (0,05 point de pourcentage), dont le taux d'inflation (1,5%) atteint un plus haut depuis décembre 2019. À l'inverse, les prix alimentaires ont pesé légèrement sur le taux d'inflation, y contribuant pour -0,09 point de pourcentage.

L'inflation des prix de l'énergie a continué d'accélérer pour le cinquième mois consécutif à -2,5% en mars, après un plus bas à -9,5% en octobre. En lien avec le rebond des prix vestimentaires, l'inflation des biens industriels hors énergie a rebondi à 0,7 %, après un bref plongeon à 0,2% en février. En revanche, l'inflation des services reste stable à 1,5%, tirée à la baisse par les prix dans la communication dont le taux d'inflation atteint 1,6% en mars, un plus bas depuis septembre 2018.



✓ Notre opinion – L'inflation des prix à la consommation reste contenue et les signes d'une accélération des pressions inflationnistes sous-jacentes se font plutôt rares. À 0,6% en moyenne trimestrielle, l'inflation CPI est même très en-deçà des prévisions de la BoE pour le premier trimestre (0,8%) présentées lors du rapport de politique monétaire de février, et égale à sa moyenne des douze derniers mois. Si les prix de l'énergie accélèrent, bénéficiant d'effets de base liés aux fortes baisses des prix du pétrole de l'année dernière, l'inflation des prix des biens industriels hors énergie affichent une nette modération sur le trimestre à 0,7% en moyenne, contre 1,2% au cours du second semestre 2020. Par ailleurs, l'inflation des prix dans les services affiche une quasi-stabilité sur la même période.

Les indices PPI montrent une nette accélération des coûts dans la production. Le taux d'inflation des biens manufacturés sortant des usines (PPI des outputs) a atteint 1,9% en mars après 0,9% en février, en territoire positif pour le troisième mois consécutif. Toutefois, cela est exclusivement le résultat de la hausse des prix des produits pétroliers (13% sur un an) qui contribuent pour la quasi-totalité de la variation du taux d'inflation sur le mois. Le taux d'inflation des prix des inputs quant à lui progresse à 2,6% en mars, après 1,4% en février, avec encore une fois une forte contribution à cette variation provenant des cours du pétrole, suivis par les prix des métaux.

Nous anticipons toujours une hausse de l'inflation CPI dans les prochains mois avec une accélération vers 1,5% à la mi-année, grâce aux effets de base dans l'énergie, et à 2% en fin d'année suite au relèvement décalé de la TVA dans la restauration et le tourisme. Celui-ci devait être rétabli à 20% en avril depuis 5% actuellement, mais le gouvernement a décidé dans le budget de mars que ce taux favorable serait maintenu jusqu'à fin septembre et que son relèvement serait plus graduel qu'envisagé précédemment, avec une hausse à 12,5% en octobre et à 20% seulement en avril 2022. Le taux d'inflation sous-jacent connaîtrait une progression plus lente à 1,7% en fin d'année, avant un raffermissement vers 2% au cours de 2022.

Pays émergents

Asie

Asie : inflation, désinflation, déflation ?

C'est la question qui agite les marchés financiers depuis la présentation du plan de relance américain : 2021 sera-t-elle l'année du retour de l'inflation ? Certains économistes craignent en effet que le plan de relance déclenche une spirale inflationniste en ramenant le chômage à un taux trop bas, pariant ainsi sur le retour de la courbe de Phillips aux États-Unis.

Si ce scénario se matérialisait, reste encore à savoir si l'on assisterait alors à des phénomènes de contagion et au retour d'une inflation structurellement plus élevée dans les économies émergentes, notamment asiatiques.

Il faut dire que, pour l'instant, les dynamiques de hausse des prix en Asie sont à l'image de la situation macro-économique globale de la zone : hétérogènes. Pour compliquer l'analyse, elles ne reflètent pas nécessairement les trajectoires de reprise, mais semblent parfois liées à des facteurs structurels plus profonds (équilibre des changes, part de la consommation dans la croissance, taux d'ouverture).

Un point de départ commun...

Comme dans la plupart des économies émergentes, la crise a dans un premier temps provoqué un fort ralentissement de l'inflation dans les pays d'Asie, en raison d'une part de la chute du prix des matières premières – notamment énergétiques, pétrole en tête – et de la baisse de la consommation liée aux différentes mesures sanitaires (allant de la fermeture des frontières au confinement général).

Les pays d'Asie se caractérisaient déjà par un niveau d'inflation relativement bien maîtrisé, reflet des politiques monétaires plutôt orthodoxes – généralement assorties de cibles d'inflation – menées par les différentes Banques centrales, et des régimes de change flottants introduits à la suite des crises asiatiques. Ces dernières années, seules les Philippines et l'Inde avaient connu de légères poussées inflationnistes, en raison de chocs sur les denrées alimentaires pour l'Inde, et de tensions sur le change du côté des Philippines.

La crise sanitaire a accentué ce phénomène de ralentissement des prix. Chine, Corée, Hong-Kong, Malaisie, Singapour, Taïwan, Thaïlande : toutes ces économies ont connu au moins un mois de déflation durant l'année 2020. Les Philippines et l'Indonésie, qui partaient de niveaux plus élevés sont uniquement rentrés en désinflation, tandis que l'Inde a été le seul pays à connaître une hausse de l'inflation, une fois de plus liée à des problèmes de pénuries alimentaires.

... Mais des trajectoires divergentes depuis deux semestres

Peu ou prou, toutes les économies ont connu un creux dans leur trajectoire d'inflation au cours du deuxième trimestre 2020, qui correspond au choc de croissance lié à la crise sanitaire. Le décalage des courbes chinoises et hongkongaises s'explique par la persistance de tensions sur le prix du porc, qui se sont progressivement calmées, mais l'inflation sous-jacente (c'est-à-dire l'inflation ne prenant pas en compte les composantes les plus volatiles comme les biens alimentaires et énergétiques) avait déjà commencé à décroître au premier trimestre par rapport au deuxième.

La divergence est apparue à partir du quatrième trimestre 2020, c'est-à-dire en sortie de crise sanitaire, entre les pays qui réussissaient à s'extraire de la déflation/désinflation et ceux qui n'y parvenaient pas.

Bien sûr, on peut globalement dire que les économies dans lesquelles l'inflation repart sont celles qui ont le mieux résisté à la crise (Corée, Taïwan et dans une moindre mesure Singapour), tandis que celles dans lesquelles la reprise est plus poussive (Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Thaïlande) restent avec des niveaux de prix plus bas.

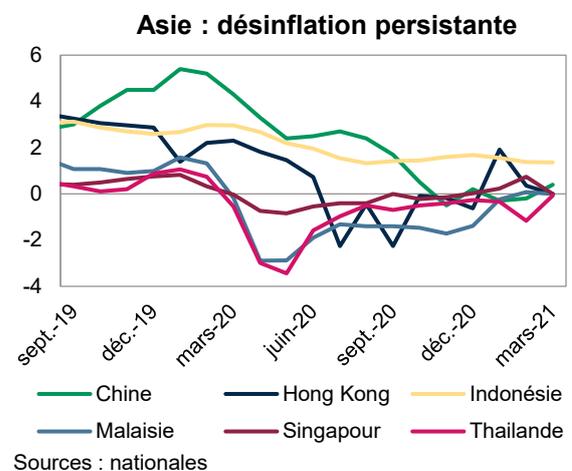
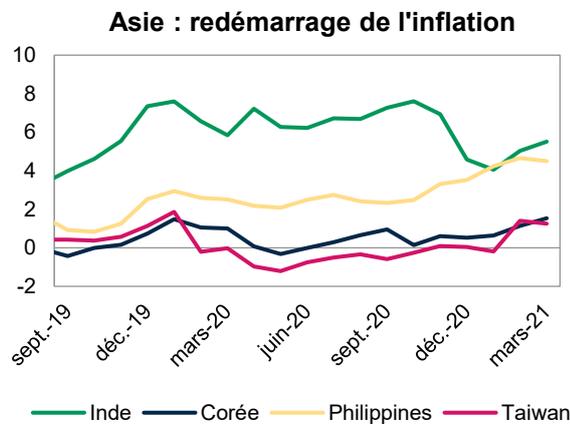
Des cas particuliers existent cependant et reflètent des problèmes plus profonds et des dommages irréversibles de la crise sur les modèles de croissance.

D'abord, les Philippines, où l'inflation a nettement accéléré, sans que la reprise ne se matérialise réellement pour l'instant, faisant craindre un risque de « stagflation » (c'est-à-dire d'inflation sans croissance). Si la Banque centrale se veut rassurante, en attribuant cette accélération des prix à des tensions du côté de l'offre (hausse du prix de la viande en raison d'une nouvelle épidémie de peste porcine africaine), il s'agit tout de même d'une mauvaise nouvelle supplémentaire pour ce pays. Récession de 9,5% cette année, effondrement du taux d'investissement, maîtrise très difficile de l'épidémie (nouveau confinement décidé fin mars), campagne de vaccination très lente : les problèmes sont déjà nombreux.

Autre cas particulier, celui de la Chine. Le pays a affiché une croissance historique au premier trimestre (+18,4% en glissement annuel !). Mais sa courbe d'inflation tranche avec la rapidité de la reprise. L'inflation sous-jacente n'a pas dépassé les 1% depuis janvier 2020, et le pays a même connu plusieurs épisodes déflationnistes au cours de

l'année. En cause, la lente reprise de la consommation privée, le ralentissement de la hausse des salaires et la constitution d'une épargne de précaution par les ménages chinois. Et si la croissance

semble se rééquilibrer depuis un mois, le retour d'une inflation sous-jacente plus élevée (autour de 2%, comme entre 2017 et 2020) n'est pas prévu pour tout de suite.



 **Pourquoi la déflation fait-elle si peur ?**

Au premier abord, la déflation semble être un phénomène positif, puisqu'elle permet de faire baisser les prix et donc d'accroître le pouvoir d'achat des consommateurs. Elle serait alors, dans un scénario optimiste, à l'origine de la stimulation de la consommation, de la relance de la demande et des perspectives d'embauche et donc de la sortie de la crise.

Mais le problème est que la déflation alourdit aussi le poids des dettes, notamment des entreprises (les salaires des ménages étant généralement protégés de la déflation à court terme). Ces dernières voient ainsi leurs charges se maintenir, mais leurs recettes diminuer du fait de la baisse des prix. Sur les marchés, les acteurs financiers endettés doivent vendre toujours plus d'actifs pour payer leurs dettes, ce qui active un cercle vicieux de baisse des prix (tout le monde vend, donc les prix baissent et on est obligé de vendre encore plus, c'est la théorie de la « déflation par la dette » développée par Irving Fisher).

À moyen terme, elle conduit donc au ralentissement du crédit, et donc de l'investissement et à la baisse de la croissance potentielle.

L'autre problème de la déflation est qu'il s'agit d'un phénomène difficile à inverser. Car si la forte hausse des taux est généralement suffisante pour faire ralentir l'inflation, la forte baisse des taux, de manière à décourager l'épargne pour soutenir le crédit et la consommation, n'est pas aussi efficace. Ce sont les situations bien connues de « trappe à liquidités », dont on sait qu'il est difficile de sortir.

Un retour de l'inflation en Asie est-il possible ?

On l'a vu, la déflation est dangereuse lorsqu'elle provoque des spirales de désendettement et de contraction du crédit. Ce risque est encore plus problématique dans les pays émergents, où la part de l'investissement dans le PIB est en moyenne plus élevée que dans les pays développés.

Les prévisions du FMI pour l'année 2021 font état d'une sortie de la zone de déflation, sans accélération manifeste de l'inflation. Cette dernière devrait ainsi rester sous la barre des 2%-3%, cible souvent privilégiée par les Banques centrales. C'est le scénario qui semble le plus probable, même en cas d'accélération de l'inflation américaine, qui justifierait également une remontée plus rapide des taux.

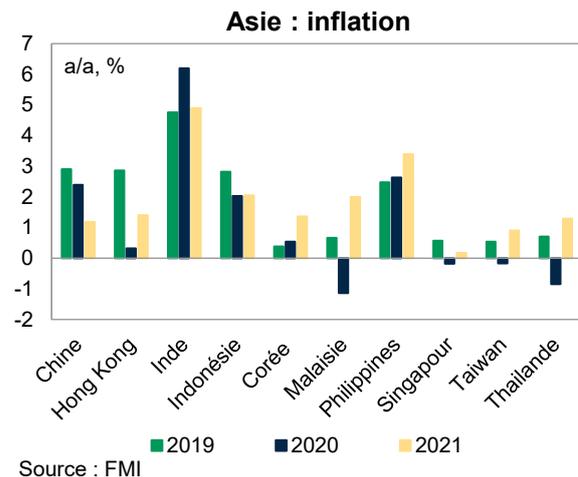
Depuis les crises asiatiques, les Banques centrales ont en effet renforcé leurs outils d'intervention et leurs politiques macro-prudentielles, si bien que les pays de la zone semblent relativement plus épargnés par les phénomènes de contagion.

Cela se manifeste par plusieurs canaux :

- 1 - Par le biais des taux de change :** ceux des pays de l'Asean (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande) n'ont pas pu éviter le choc sur leur devise au début de la crise, mais ont par la suite réussi à le résorber, si bien qu'aucune de ces devises ne s'est dépréciée de plus de 5% par rapport à début 2020 – on est loin des cas turc ou brésilien ;

2 - Par la conduite de la politique monétaire : les baisses de taux directeurs ont parfois été plus fortes dans ces pays qu'aux États-Unis, si bien que les *spreads* sur les taux directeurs sont plus bas qu'avant la crise – même si on a du mal à imaginer un monde dans lequel les taux directeurs de Banques centrales émergentes soient plus bas que ceux de la Fed.

3 - Par la dynamique actuelle de l'inflation : le taux d'inflation américain est passé de 0.1% en glissement annuel en mai 2020 à 2,6% en mars 2021, sans qu'une accélération équivalente ne se manifeste dans les économies asiatiques.



☑ Notre opinion – *Le chemin idéal entre inflation, déflation et désinflation est souvent étroit. Avant la crise, ce sujet n'en était pas vraiment un en Asie – Inde et Philippines exclus – tant les pays de la zone semblaient gérer le sujet. À court terme, c'est plutôt la déflation qui inquiète : en Malaisie et en Thaïlande notamment, deux économies où la reprise de l'activité est encore loin d'être consolidée.*

À ce jour, rien n'indique en tous cas que cette zone pourrait connaître une brusque accélération de l'inflation. Les phénomènes de contagion, notamment sur le change, y sont pour le moment bien contenus, l'inflation importée d'autant plus faible que ces pays dégagent généralement de confortables excédents courants. De tous les risques, et de toutes les incertitudes qui pèsent sur l'année 2021, celui de l'inflation nous apparaît donc comme plutôt modéré.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

 **Bahreïn : la crise de 2020 a encore accentué les difficultés, le FMI alerte sur les déficits**

Avec 164 000 contaminés pour une population de 1,5 million d'habitants, c'est 11% de la population du royaume de Bahreïn qui a été atteinte par la pandémie de coronavirus, virus qui continue de toucher plus de 7 000 personnes par semaine, un chiffre en hausse constante et régulière depuis janvier dernier.

En 2021, le pays compte sur la vaccination pour contenir l'épidémie, mais le premier trimestre 2021 sera médiocre, compte tenu de la situation sanitaire détériorée.

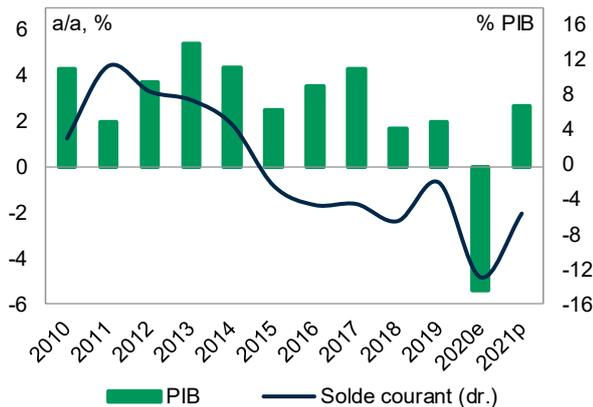
L'année 2020 a été particulièrement douloureuse pour le pays qui a vu se dégrader significativement son économie, doublement touché par l'arrêt des activités de tourisme et par la chute des prix du pétrole à 42 dollars le baril. La récession a atteint 5,4%, entraînée par une contraction du PIB non pétrolier de plus de 7%, et ce malgré un plan de soutien massif du gouvernement dont les investissements ont progressé de plus de 6%. Le PIB va donc chuter à 33 milliards de dollars fin 2020, pour 39 milliards en 2019.

Mais l'évolution macro-économique la plus défavorable est celle des déficits budgétaire et courant. Les déficits budgétaires se sont accumulés depuis 2009 et les déficits courants depuis 2015, en s'accroissant pour atteindre plus de 12% du PIB pour le solde courant et plus de 9% du PIB pour le budget en 2020. Après ces années de dérives préoccupantes, la hausse de la dette va atteindre des sommets difficilement soutenables en 2020, de 2,7 fois le PIB pour la dette externe et de 127% du PIB pour la dette publique. Compte tenu de déficits encore prévus les prochaines années, le ratio de dette publique devrait rester bien au-delà du seuil de 100% du PIB à moyen terme.

Fin 2020, les réserves en devises se sont établies à 2 milliards de dollars, soit moins de trois mois d'importations.

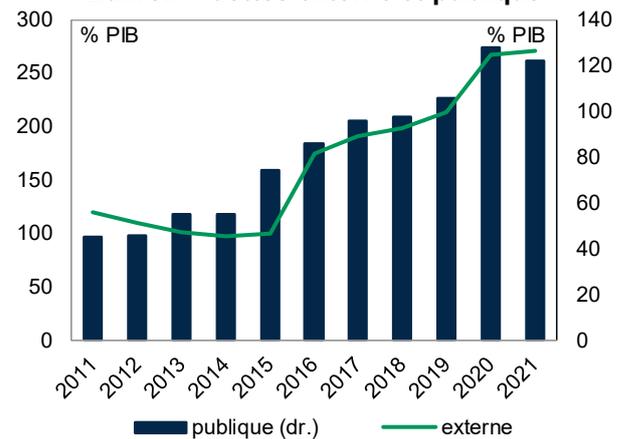
Cette année, le redressement de la croissance pourrait atteindre 3,7% selon les dernières estimations du FMI, une activité tirée par le redressement des prix du pétrole et la réouverture des lignes aériennes. Le Fonds alerte sur l'ampleur des déficits et sur la soutenabilité des dettes.

Bahreïn : PIB et solde courant



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Bahreïn : dettes externe et publique



Sources : Banque centrale, EIU, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Le modèle économique de Bahreïn est celui d'un paradis fiscal dont les seules ressources sont des taxes pétrolières, alors même que cette activité ne représente plus que 20% du PIB. Ce modèle, financièrement insoutenable après la chute des prix du pétrole, a entraîné des déficits jumeaux colossaux, une explosion de l'endettement externe et public et l'effondrement du rating à des niveaux très bas.

Les autorités sont restées inactives pour combattre ces déséquilibres et une crise de liquidité majeure a été évitée en 2018, grâce à l'aide financière massive des pays du Golfe pour 10 milliards de dollars (soit 27% du PIB), jouant ainsi le rôle de substitut du FMI. Le risque de défaut souverain et de sortie du peg restent donc contenus à ce stade. Mais les nouvelles difficultés économiques du pays et sa réticence à significativement augmenter sa fiscalité rendent la soutenabilité de la dette très précaire. Cette situation devrait donc nécessiter une accélération des déboursements des aides passées, mais peut-être également des nouvelles aides financières des pays « amis » que sont les Émirats et l'Arabie, appeler à jouer une nouvelle fois le rôle de prêteurs en dernier ressort, s'ils le souhaitent.

Amérique latine

Chili : rapide survol pré-électoral

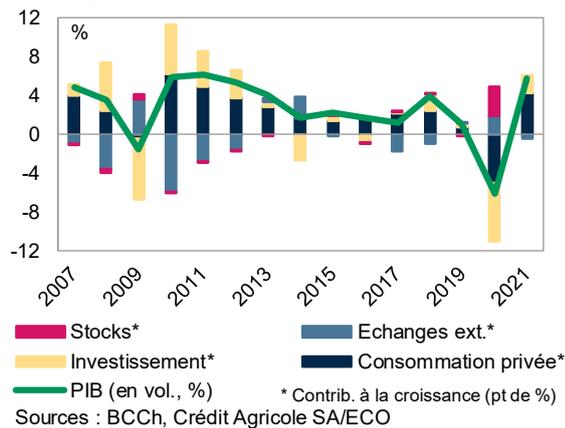
La première étape historique du calendrier politique (dense avec la désignation des maires, conseillers municipaux et gouverneurs, puis les élections générales prévues le 21 novembre) a lieu les 15 et 16 mai. Il s'agit d'élire les 115 membres de l'Assemblée constituante chargée de rédiger la future Constitution. Cette élection fait suite au référendum d'octobre 2020, à l'issue duquel les Chiliens se sont prononcés à 79% pour réviser la Constitution héritée de la dictature d'Augusto Pinochet. Ce projet de « réécriture » est lui-même consécutif aux revendications sociales et politiques de fin 2019.

Face à la pandémie, le Chili s'est révélé audacieux et résistant : il avait des marges de manœuvre et les a utilisées. La Banque centrale (BCCh.) a entrepris un assouplissement monétaire substantiel (taux directeur abaissé à 0,5%, large éventail de mesures non conventionnelles, telles que facilités de financement, programme d'achat d'actifs, élargissement des garanties). Les ressources budgétaires ont été

mobilisées (à hauteur d'environ 9% du PIB) autour de deux axes : protection des emplois et des revenus (notamment des plus démunis) et promotion de projets d'investissement privés (programme de relance 2020-2021 « *Paso a Paso, Chile Se Recupera* »). Le gouvernement a également autorisé les cotisants au système de pension privé à effectuer deux retraits sur leur compte épargne-retraite (juin puis décembre). Après une chute du PIB massive au deuxième trimestre (-14% sur un an), la reprise s'est amorcée fin juin pour connaître cinq mois d'amélioration. À la fin du troisième trimestre, la moitié de la baisse de l'activité et un tiers des emplois perdus au cours des mois de mars à mai avaient été récupérés. Grâce (en partie) à une contribution externe positive (2 points de pourcentage), la récession a été « limitée » à 6% et le taux de chômage est passé de 7% à 10,3% en 2020. Les transferts auraient permis de faire reculer le taux de pauvreté de 15% à 11%¹.

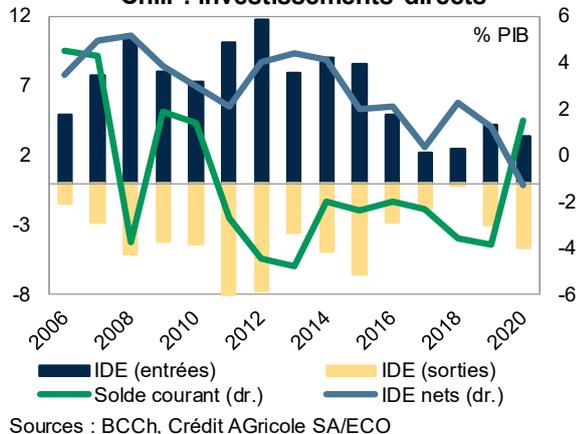
¹ CEPAL, ONU – « *Panorama Social de América latina 2020* » – mars 2021.

Chili : croissance et contributions



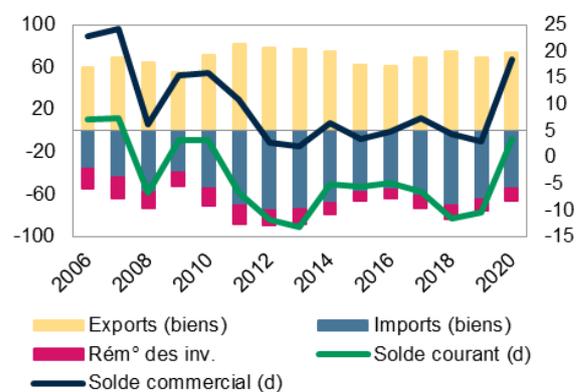
Malgré la détérioration du solde budgétaire (à -7,3%, contre -2,9% en 2019), l'endettement public reste modéré (environ 32% du PIB). Selon la BCCh.², en 2020, si les transactions courantes font apparaître un excédent (qui reflète intégralement l'amélioration du solde commercial et permet d'absorber largement la rémunération nette des actifs étrangers), le compte financier se solde par des sorties nettes de capitaux (1 milliard de dollars). Fait inédit, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes (3,2 Mds USD) résultant d'investissements des résidents à l'étranger (11,7 Mds USD) excédant largement les flux entrants (8,5 Mds USD : apports en capital et réinvestissement des bénéficiaires, principalement dans le secteur des entreprises). Également inédit en période de crise, les investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes (12,3 Mds USD) : les résidents (gouvernement et fonds de pension) ont réduit leurs actifs (5,4 Mds USD) et augmenté leurs passifs (6,9 Mds USD ; émissions obligataires des entreprises et du gouvernement). Les réserves de change ont diminué de 2,9 Mds USD (retrait de dépôts en devises détenus par les banques commerciales auprès de la BCCh.) pour atteindre 39,2 Mds USD.

Chili : investissements directs



La situation épidémiologique se dégrade au Chili, obligeant à de nouvelles mesures de quarantaine. La reprise reste conditionnée par deux facteurs essentiels : d'une part, le contrôle de l'épidémie et l'ampleur de la campagne de vaccination et, d'autre part, l'activisme principalement fiscal. Si le premier semestre manque de vigueur, le second pourrait être marqué par une nette embellie. En décembre 2020, le Chili a en effet lancé une campagne vaccinale ambitieuse (près de 41% de la population a reçu une première dose de vaccin) et vise l'immunité collective en juin (80% de la population vaccinée). Par ailleurs, couplées à une politique monétaire qui restera expansionniste, les mesures fiscales continueront de soutenir l'activité (6 Mds USD soit environ 2,4% du PIB) : prolongation des transferts monétaires destinés aux ménages jusqu'en juin et des prestations liées à la protection de l'emploi jusqu'en décembre 2021, création du programme *Fogape-reactiva* qui étend les prêts garantis par l'État aux PME. Enfin, un troisième projet de loi sur le retrait des fonds de pension est en discussion au Parlement. Portés par la hausse des prix des matières premières et la reprise chinoise³, l'investissement⁴ et la demande externe contribueront à la soutenir la reprise. Les prévisions ont été revues à la hausse et une croissance proche de 6% n'est pas hors d'atteinte.

Chili : transactions courantes



² "Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa, Resultados al cierre del 2020".

³ Entre les premiers trimestres 2020 et 2021, les exportations chiliennes (21,7 Mds USD) ont augmenté de 26%, ce qui représente la plus forte croissance depuis 2011 (Banque Centrale du Chili, avril 2021). Cette augmentation est

principalement due à la hausse du cours des métaux et des exportations de cuivre (+45%), qui représentent 51% des exportations totales.

⁴ Dont le début du projet de construction d'un pipeline (investissement de 66 Mds USD prévu pour 2020-2029).

Afrique sub-saharienne

Afrique sub-saharienne : contraintes fiscales, la difficile équation pour financer la reprise

Le FMI a récemment publié ses nouveaux chiffres sur la croissance mondiale en 2021, rehaussant légèrement ses prévisions de reprise pour l'Afrique sub-saharienne. La réouverture des économies fin 2020 aura permis d'amoinrir le choc et donc d'espérer un dynamisme plus important en 2021. Pourtant, si plusieurs économies ont fait preuve de dynamisme à la réouverture (Nigéria, Afrique du Sud), il est difficile de vanter la reprise qui s'annonce et qui sera d'ailleurs plus molle en Afrique qu'ailleurs.

Gérer crise et reprise simultanément

Pour commencer, à court terme les États doivent se préoccuper d'affronter de probables deuxième ou troisième vagues avec des capacités fiscales de soutien aux économies déjà épuisées. L'année 2020 a ajouté 6 points de pourcentage aux dettes publiques de la région (% PIB) et un 17^e pays a rejoint la liste des souverains sub-sahariens en détresse sur leur dette ou avec un risque élevé de l'être. Les revenus des gouvernements se sont également contractés bien au-delà des contractions de leur PIB et peineront à se redresser en 2021. Le FMI souligne donc que les mesures de confinement de la première vague ne seront pas viables en 2021 dans ces pays, mais que les alternatives représenteront malgré tout des coûts supplémentaires pour les États. Ces dépenses s'ajoutent à celles liées à la vaccination, avec là aussi des contraintes fiscales qui pèsent sur l'efficacité de la réponse : la région vaccine encore peu et selon le FMI, la campagne pourrait ne pas fournir de véritable couverture épidémique avant fin 2023. Cette lenteur signifie qu'à moyen terme, des États contraints fiscalement devront orchestrer simultanément la reprise de leur économie et la lutte contre de nouvelles vagues épidémiques.

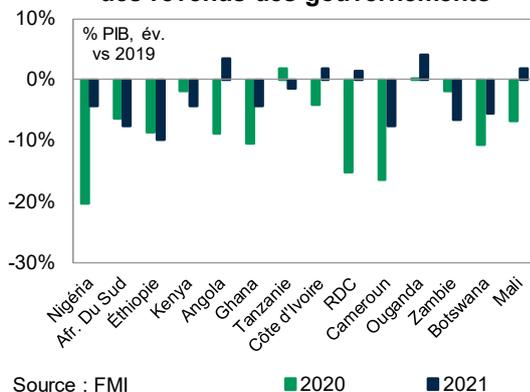
Le risque d'un « Covid long » pour les finances externes

L'écart qui commence à se creuser entre une incertitude sanitaire qui pourrait durer jusqu'en 2023 en Afrique et les anticipations d'inflation dans les pays développés sur fond de reprise économique constitue un frein au retour pérenne des investissements de portefeuilles et des IDE. En dehors des secteurs extractifs, il sera difficile de stabiliser ces flux pourtant cruciaux pour le financement de la reprise. Plus qu'ailleurs, celle-ci dépend de la capacité des États à attirer des capitaux privés pour financer les importants besoins d'infrastructures. Le FMI estime ainsi que la zone fera face à un besoin de financement extérieur additionnel de 425 milliards de dollars d'ici 2025 pour récupérer des conséquences économiques de la crise. Une telle divergence contraint donc également les politiques monétaires de la région, alors même que des problématiques d'inflation imposent déjà des arbitrages difficiles.

Une faible marge de manœuvre monétaire sur fond d'inflation

En effet, le financement des économies par l'assouplissement des conditions monétaires atteint des limites en raison des nombreux facteurs d'inflation qui frappent la zone. Certains de ces facteurs sont directement liés à la crise comme la faiblesse de nombreuses monnaies de la zone ou encore les problèmes logistiques entraînés par les fermetures de frontières. D'autres facteurs d'inflation sont liés à la reprise qui a surtout lieu ailleurs et qui supporte la hausse des prix des denrées alimentaires et des matières premières, y compris énergétiques. Ces tendances haussières viennent se mêler à des déterminants locaux multiples. D'anciens problèmes de tarification de l'énergie dans la zone sont, par exemple, sources d'inflation énergétique. Cela passe principalement par la baisse de subventions sur l'essence et la hausse des prix de l'eau et de l'électricité. Ces mesures sont prises pour préserver les réserves en devises (Nigéria), les bilans des entreprises publiques durement touchées (Afrique du Sud) ou encore sur demande des prêteurs multilatéraux (Nigéria, Soudan). Les catastrophes climatiques (Soudan, Soudan du Sud, Nigéria, Bénin...) et les conflits armés (Tigré, Nigéria, Cameroun...) sont également de puissants vecteurs d'inflation, principalement sur la nourriture, allant parfois jusqu'à l'insécurité alimentaire. Dernier exemple, dans un contexte de baisse du commerce international, les structures oligopolistiques de certains marchés ont parfois provoqué de vives tensions inflationnistes freinant la reprise (ex : secteur du ciment au Nigéria).

Afrique sub-saharienne : attrition des revenus des gouvernements



☑ Notre opinion – Avec moins à leur disposition, les gouvernements africains devront faire plus et surtout gérer en même temps crise et reprise. Les contraintes fiscales fournissent la première explication de cette divergence avec le reste du monde. Or, plus la divergence de temporalité dans la reprise grandit, plus la zone fera face à des difficultés pour satisfaire ce besoin de financement additionnel, peu importe la réalité de la situation sanitaire et vaccinale.

La reprise des pays développés et de la Chine est certes positive au travers de la demande pour les matières premières africaines, mais elle pourrait entraîner d'importantes frictions pour certaines économies. Le FMI met donc en garde contre les risques qu'une reprise inégale à l'échelle mondiale ferait peser sur la pérennisation du retour des capitaux privés dans la zone. L'institution pointe un risque de cercle vicieux entre accroissement de la contrainte fiscale, étouffant la croissance, et difficulté de financement pour les souverains.

Géo-économie

Le Japon : « Cool Japan » à l'offensive

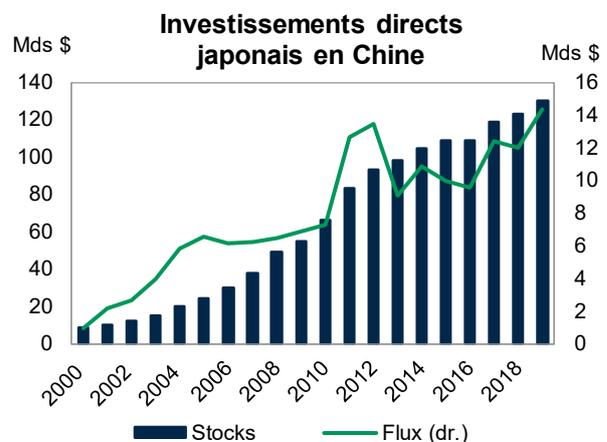
Le Premier ministre Japonais Suga Yoshihide a été le premier chef d'État à se rendre à Washington pour rencontrer le président américain Joe Biden depuis l'investiture de celui-ci en janvier. Cette visite s'apparente à un rituel remontant à l'après-guerre, aux premières années de l'alliance entre les deux pays. **Pourtant celle-ci fut exceptionnelle**, selon Matthew Goodman, spécialiste du Japon au *think-tank* américain CSIS : « *C'est la première fois (en quarante ans) qu'il y a eu un sommet où le commerce n'était pas en tête de l'ordre du jour* ».

Tokyo et Pékin : le commerce sans histoire ?

La raison est simple : la montée en puissance de la Chine. Les relations entre les deux pays sont historiquement tendues, **Les griefs nourris par l'invasion et l'occupation du pays entre 1932 et 1945 par le Japon impérial n'ont cessé d'empoisonner les échanges**, réapparaissant sporadiquement avec les élans nationalistes des deux pays. Les tensions ont encore crû au XXI^e siècle, alors que la Chine se renforce et que la faction nationaliste et néoconservatrice du Parti Libéral Démocrate (LDP) japonais est au pouvoir depuis le début des années 2000. Abe Shinzo, prédécesseur et mentor de l'actuel Premier ministre Suga Yoshihide, et surtout petit-fils [d'un gouverneur de la Mandchourie](#) (région chinoise occupée par le Japon entre 1932 et 1945), avait ainsi provoqué une grave crise diplomatique en se rendant sur l'autel du sanctuaire de Yasukuni en 2013, lieu de culte à la mémoire des soldats et officiers japonais que la Chine (et le monde) considère comme des criminels de guerre. Un autre point de dispute est la propriété des îles Senkaku, (ou Diaoyu en mandarin), revendiquée par les deux pays. **Ces disputes se reflètent dans l'opinion populaire** : en 2010, 72% des Japonais avaient une opinion défavorable de la Chine, contre presque 90% en 2020. En comparaison, ce chiffre n'est « que » de 66% aux États-Unis en 2020.

Les relations économiques ont cependant toujours été préservées : *business is business*. Dès le début des années 1980, la Chine a constitué le premier récipiendaire de l'aide au développement japonaise. L'ouverture et l'industrialisation du pays furent « gagnants-gagnants » : le Japon était une source de savoir-faire et de capitaux, la Chine disposait d'une main-d'œuvre peu coûteuse et bientôt d'un marché démesuré. Entre 1996 et 2019, le Japon a accumulé un stock d'investissements directs de 122 milliards de dollars en Chine, sa quatrième destination en termes de stocks en 2019. La Chine occupe la même place en termes de flux, après les États-Unis, la Suisse et Singapour, avec 14,4 milliards de dollars investis en 2019. Enfin, les consommateurs chinois représentaient 19,1% des exportations japonaises avant la crise, juste derrière

les États-Unis, après une augmentation annuelle de 7% en moyenne depuis 2015. La dépendance au marché chinois se retrouve notamment dans l'attitude des compagnies japonaises, qui se sont retirées du Myanmar, mais qui refusent catégoriquement de participer au débat sur le Xinjiang : l'enseigne de magasins japonais Muji a même fait [un argument de vente](#) de la qualité du coton qu'il se procure dans la région de Xinjiang. La participation des deux pays à l'accord commercial asiatique « RCEP » signé le 15 novembre 2020 ajoute un facteur d'intégration économique.



Sources : Japanese External Trade Office, CA S.A.

C'est en se basant sur ces liens, et confronté à la perspective d'un retrait des États-Unis lors de la présidence Trump, qu'Abe Shinzo, avant tout pragmatique, avait **entamé un rapprochement avec son voisin**. Xi Jinping y fut réceptif, voyant ainsi un moyen d'empêcher un front uni entre Tokyo et Washington. Une rencontre à Pékin en décembre 2019 fut un succès et la crise sanitaire donna l'occasion de l'entériner ; les députés du LDP sacrifiant 5 000 yens (44 dollars) de leur salaire de mars en donation à la Chine pour faire face à la crise, en plus d'équipements médicaux généreusement offerts par le gouvernement. Une visite du dirigeant chinois à Tokyo au printemps 2020 aurait dû venir consacrer ces efforts. Repoussée par la crise, puis par la démission d'Abe en août 2020 pour raisons de santé, elle n'eut finalement jamais lieu.

Tokyo et Washington : les enseignements de la sagesse japonaise

Allié historique de Washington, le Japon trouve une place de choix dans la nouvelle stratégie américaine pour l'Indo-Pacifique. Tokyo s'est investi activement au sommet du « Quad » (Australie, Inde, États-Unis, Japon) le 18 mars. **Le Japon dépassa aussi le cadre américain**, organisant une réunion « 2+2 » (Défense + Affaires étrangères) avec Taïwan, ou encore finançant un projet de centrale électrique

dans les îles Andaman en Inde, situées stratégiquement à la sortie du détroit de Malacca. La visite du 16 avril est l'aboutissement de ces actes, et comme en témoignent les sujets abordés. La protection de Taïwan (mentionnée pour la première fois depuis 1969), la diversification des chaînes de valeur technologiques, et la défense d'un Indo-Pacifique « libre et ouvert » sont trois des principaux dossiers de collaboration identifiés par les deux dirigeants, à l'encontre direct des intérêts chinois.

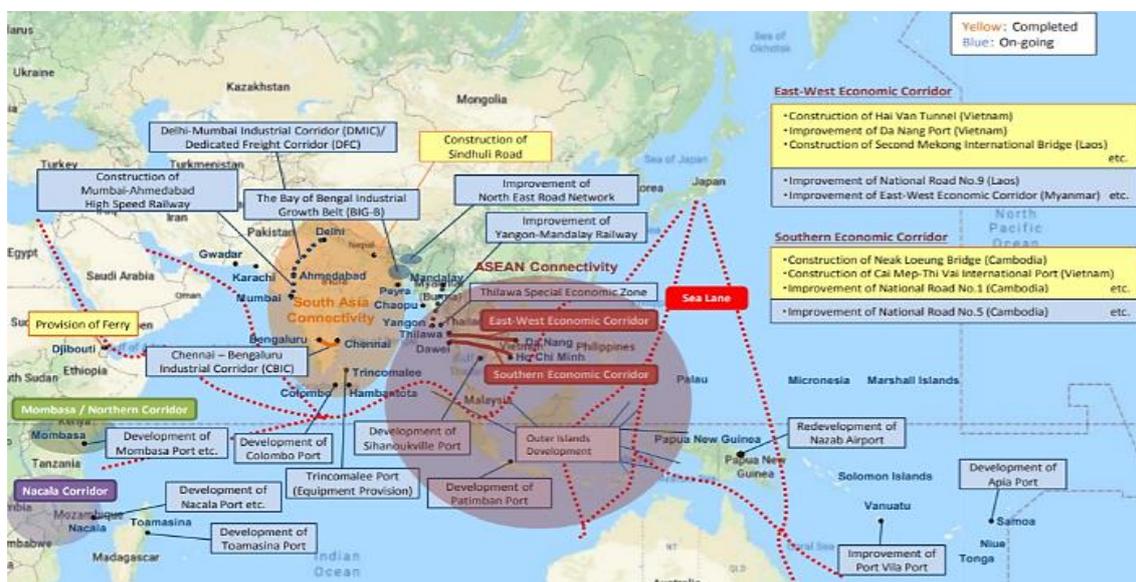
On pourrait croire à un retournement de veste, les Japonais cédant aux avances américaines. C'est tout l'inverse : Washington s'inspire de la stratégie japonaise pour servir ses propres intérêts. Deux exemples l'illustrent.

Un Indo-Pacifique « libre et ouvert » (FOIP - Free and Open *Indo-Pacific*) est un [concept introduit par Abe Shinzo](#) dès 2007 en Inde, et qui s'est traduit par un plan de développement des infrastructures de la région, fondé sur des « valeurs communes » telles que l'État de droit ou la sécurité maritime. Ainsi, dans l'ombre des projets très médiatiques chinois, **le Japon reste en 2019 le premier investisseur dans l'ASEAN**. Une étude de Fitch estimait que 367 milliards de dollars d'investissements japonais étaient prévus dans six pays de la région, contre 255 milliards pour la Chine. L'attention portée à des standards précis et exigeants fait que Tokyo en tire également davantage de revenus politiques. En 2020, 61,2% de répondants à une enquête d'opinion dans la région disaient faire « confiance » au Japon, qui se classe ainsi premier, alors que la Chine arrive dernière avec 16,1%. La « qualité » des infrastructures japonaises, est ainsi un véritable slogan central de la politique extérieure (un peu sur le ton de la « *deutsche Qualität* » allemande) et l'un des thèmes principaux de son année de présidence du G20 en 2019. Ce projet sert aujourd'hui de base à un vaste plan bilatéral annoncé début avril d'investissements dans des infrastructures 5G et d'énergies propres en Asie du Sud-Est mené par les

États-Unis et le Japon, et visant explicitement à contrer les projets chinois.

De même, l'interruption par la Chine des exportations des minerais de terres rares indispensables à l'industrie de pointe japonaise en 2010 **avait alerté les Japonais de leur dépendance longtemps avant les États-Unis**. Des politiques de diversification des chaînes de valeur, à base de subventions pour les entreprises souhaitant s'implanter ailleurs dans le monde (et surtout en Asie du Sud-Est) ont été mises en place dès le début des années 2010. Elles furent renforcées l'année dernière : ce sont ainsi presque 4,5 milliards de dollars qui ont été promis dans les douze derniers mois par le gouvernement pour inciter au rapatriement de la production ou à sa diversification. Dans cette optique fut également signé le 31 mars avec l'Indonésie un accord commercial et de défense. Le succès à long terme reste à prouver, mais un début de résultat peut être trouvé dans les chiffres d'importations de ces fameuses terres rares. En 2010, 86% venaient de la Chine, contre 58% en 2019, avec un objectif à moins de 50% en 2025.

En somme, les Japonais partagent depuis longtemps les inquiétudes des États-Unis vis-à-vis de la Chine, et ont développé **une stratégie géo-économique de compétition sans exclusion riche d'enseignements pour Washington**. Tokyo a acquis une expertise de ces dossiers, ainsi qu'un capital sympathie en Asie du Sud-Est, que la Maison-Blanche recherche encore activement. Le Japon y trouve son compte, le protecteur américain étant de retour dans la zone, et sur des termes éminemment favorables pour le pays, qui se permet même de prendre l'initiative d'organiser le prochain sommet du « Quad » en juin, à l'ombre du G7. Si la Chine a remplacé le commerce en tête de l'ordre du jour des rencontres, c'est parce qu'elle figure désormais tout en haut des préoccupations des gouvernements japonais et américain.



La carte en 2019 des projets de « l'agenda de connectivité », la traduction du FOIP. Source : Ministère des Affaires étrangères japonais

 News géo-économiques

Monde

Washington accueille un sommet pour le climat – L'événement se tient les 22 et 23 avril et constitue l'aboutissement de la première étape de la diplomatie « verte » américaine. 40 chefs d'État participent, donc Xi Jinping. La présence du dirigeant chinois est restée incertaine jusqu'au bout, malgré la visite de l'envoyé spécial américain pour le climat John Kerry et la sortie d'un communiqué joint de collaboration pour la lutte contre le réchauffement climatique en amont. Outre des plans de coopération entre les pays, **le sommet fut l'occasion pour les États-Unis d'annoncer leur nouvel objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre**, qui sera désormais une réduction de 50% à 52% des émissions en 2030 par rapport à leur niveau de 2005. Plusieurs pays avaient déjà pris l'initiative, en proposant généralement des objectifs ambitieux. Le 20 avril, le Royaume-Uni s'est fixé 78% de réduction des émissions par rapport à son niveau de 1990 (contre 68% précédemment) en 2030, loin devant l'Union européenne qui vise une réduction de 55% sur la même période. Le 21 avril, Poutine a déclaré que la Russie avait pour objectif d'émettre moins que l'Union européenne en 2030. Enfin, le Japon a annoncé le 22 avril augmenter ses objectifs de réduction de 26% à 48% du niveau d'émission de 2013 d'ici 2030, ce qui permettrait d'atteindre le Net Zéro en 2050, gagnant ainsi la faveur de Washington dans ce qui restait un point négatif de la relation.

L'espace, à nouveau zone de compétition – Le vice Premier ministre russe, Yuri Borisov, a annoncé que **la Russie allait quitter la Station Spatiale Internationale en 2025**. De plus, le dirigeant de l'agence spatiale russe Roscosmos a partagé l'objectif de lancer une station spatiale russe d'ici 2030, ce qui constituerait une « avancée colossale ». Le plan doit encore être approuvé par Vladimir Poutine. Le 9 mars, la Chine et la Russie ont signé un accord de partenariat pour la mise en place d'une station de recherche sur la Lune, en parallèle (et concurrence ?) au projet similaire Artemis, piloté par les États-Unis et l'Europe. L'espace, nouvelle zone de division ?

Europe de l'Ouest et du Nord, Union européenne

Une stratégie européenne pour l'Indo-Pacifique – Le Conseil européen a publié le 19 avril un début de stratégie pour l'UE dans la zone Indo-Pacifique, qui sera détaillée par un autre document en septembre. Pour l'instant, il est intéressant de noter que la Chine est incluse dans la stratégie comme acteur avec qui collaborer. De même, l'Union renforce sa volonté d'une « diplomatie des valeurs », en soulignant l'importance des problèmes sociaux et environnementaux. De manière plus affirmée, on y trouve aussi l'intention de renforcer

son action de garantie de la sécurité maritime (i.e. des navires en patrouilles en mer de Chine). C'est une étape franchie pour l'Union ; elle **est le résultat de longs débats, et le premier document de ce type pour la région depuis dix ans**.

L'Inde et L'Europe collaborent pour concurrencer la Chine – Selon le *Financial Times*, **l'Inde et l'Union européenne seraient en discussions pour préparer un plan d'investissement dans des infrastructures** faisant concurrence au projet chinois des Nouvelles Routes de la Soie, ce que l'Union européenne a confirmé. Les détails du plan restent inconnus et devraient être révélés à un sommet virtuel en mai. Selon les sources du *Financial Times*, une attention particulière sera portée à la définition de critères précis, allant de la viabilité financière au respect de l'État de droit. De plus, la coopération dans le domaine de la recherche et de l'innovation sera renforcée.

La France, premier pays d'Europe à partager ses vaccins – Un conseiller d'E. Macron a annoncé que **la France allait donner 100 000 vaccins Astra-Zeneca ce mois-ci, dans le cadre du système COVAX**, chargé de distribuer des vaccins dans les pays pauvres. La France avait déjà insisté auprès de l'Union européenne pour davantage de partage des vaccins, soucieuse des progrès de la diplomatie des vaccins chinois et russe.

États-Unis

Les États-Unis entament leur diplomatie du vaccin – La Corée du Sud et les États-Unis travaillent sur un plan de coopération **où les États-Unis alloueraient une partie du surplus de vaccins acquis**, avant que la Corée ne les « rende » plus tard. Avec plus de 50% de leur population adulte déjà vaccinés et un stock de vaccins qui ne fait que croître, les États-Unis ont désormais choisi de passer à l'offensive, apparemment en privilégiant leurs alliés.

Le Pentagone développe sa présence en Norvège – La Norvège et les États-Unis ont signé un accord le 16 avril qui permet au **Pentagone d'agrandir ses centres militaires dans trois bases aériennes et une base navale norvégiennes**. Attention, ce ne seront pas pour autant des bases militaires américaines, car il faudrait pour cela que la Norvège ait cédé une partie de son territoire. Cet accord intervient dans le contexte de tensions accrues avec la Russie, pays frontalier de la Norvège, ainsi que du développement à travers le globe de l'attention stratégique portée à la zone arctique.

Asie

Un début de sommet de l'ASEAN sur le Myanmar – Le secrétariat général de l'ASEAN a confirmé la tenue d'un sommet exceptionnel à Jakarta le 24 avril entre les diplomates et dirigeants de l'organisation pour traiter la question du Myanmar. **Le niveau de participation reste flou cependant**, ni le Premier ministre thaïlandais, Prayuth Chan o-Cha, ni le président philippin, R. Duterte, n'envisageant d'être présents. À l'inverse, l'envoyée spéciale de l'ONU pour le Myanmar, Christine Schraner Burgener, sera à Jakarta pour des discussions en parallèle, avec le ministre des Affaires étrangères indonésien, ainsi qu'avec ses homologues de Singapour et du Brunei (qui tient actuellement la présidence tournante de l'ASEAN). En revanche, la présence du chef de la junte militaire birmane, Min Aung Hlaing, en personne a été confirmée.

Séoul et les victimes de guerre du Japon – Une Cour de justice de Séoul a rejeté la demande d'un versement de réparations par l'État japonais à un collectif de défense des « femmes de confort » coréennes, kidnappées durant la seconde guerre mondiale pour servir d'esclaves sexuelles aux officiers de l'armée impériale japonaise. Bien qu'elle ait jugé cette fois-ci **ne pas avoir la compétence nécessaire pour condamner l'État japonais**, la même cour avait auparavant demandé le versement de 90 000 dollars à chacune des plaignantes. Le sujet est au cœur des tensions entre les deux pays, et à l'origine de la guerre commerciale qui s'est déroulée l'année dernière. **La Corée du Sud considère que le Japon n'a jamais vraiment demandé pardon pour ses crimes commis pendant la guerre**, malgré la mise en place d'un fonds de réparations pour les victimes de 9,3 millions de dollars en 2015.

Violences au Pakistan – Le Pakistan est en proie aux émeutes et violences provoquées par la faction locale des Talibans, Tehreek-e-Taliban Pakistan (TTP). Les émeutes ont démarré en début de semaine dernière suite à l'arrestation du *leader* Saad Hussain Rizvi, avec pour prétexte l'expulsion de l'ambassadeur français, le TTP étant furieux des commentaires d'Emmanuel Macron sur l'assassinat de S. Paty en octobre et de sa défense du magazine Charlie Hebdo. Le ministère des Affaires étrangères a d'ailleurs recommandé aux Français de quitter temporairement le territoire le 15 avril. Rizvi a été relâché le 20 avril. Dans la foulée de ces émeutes qui se prolongent, une voiture remplie d'explosifs est allée attaquer le 21 avril l'hôtel *Serena* à Quetta, capitale du Baloutchistan, où logeait l'ambassadeur chinois. Celui-ci, absent des lieux au moment de l'attaque, est indemne mais l'attaque a fait quatre morts et onze blessés. Les griefs anti-Chine sont forts dans le pays et particulièrement dans la région, qui accueille le port de Gwadar, quasiment

entièrement construit grâce à des investissements chinois liés aux Nouvelles Routes de la Soie, dont il constitue un des projets phares.

L'Australie bloque des chantiers chinois – Le ministère des Affaires étrangères australien a **bloqué le 21 avril deux chantiers liés aux Nouvelles Routes de la Soie, sur des bases de sécurité nationale**. Une loi accordant un droit de veto à l'État australien sur les projets d'investissements sur le territoire a été signée l'année dernière.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Les négociations à Vienne progressent – Les négociations à Vienne concernant le programme nucléaire iranien avancent de jour en jour. Alors que les diplomates chinois s'étaient dits frustrés de la lenteur des progrès accomplis la semaine dernière, ils s'en sont dits satisfaits cette semaine. De plus, **le président iranien H. Rouhani a déclaré que la résolution d'un accord en est à « 60-70% »**, et un troisième groupe de travail, chargé des « questions pratiques », a été mis en place.

L'Arabie saoudite et l'Iran se seraient rencontrés à Bagdad – Le *Financial Times* et *Reuters* ont écrit que, selon leurs sources, **des diplomates d'Iran et d'Arabie saoudite se seraient rencontrés le 9 avril à Bagdad pour des discussions « positives »**. L'Iran a nié l'existence de cette rencontre, mais s'est dit « ouvert » à des échanges avec son rival régional saoudien.

Les négociations pour l'Afghanistan reportées – Après que les Talibans ont pratiqué la politique de la « chaise vide », le sommet de négociation d'un accord de paix en Afghanistan, censé se tenir le 25 avril en Turquie, **a été repoussé, et ne se tiendra qu'après le ramadan**.

Accord de défense entre la Grèce et Israël – Après une réunion le 16 avril à Chypre entre les Émirats Arabes Unis, Israël, et la Grèce, ces deux derniers pays ont annoncé **un contrat de 1,65 milliard de dollars** pour la création et l'exploitation d'un centre de formation pour l'armée de l'air hellénique par l'entreprise de défense israélienne *Elbit Systems* sur une période de vingt-deux ans. Un exercice militaire aérien organisé par la Grèce s'est également déroulé le 18 avril.

Idriss Déby est mort – Idriss Déby, au pouvoir au Tchad depuis 1990, est mort le 20 avril des suites d'une blessure reçue en visitant une scène d'affrontement avec les rebelles aux portes de la capitale Ndjamena. Des rumeurs de coup d'État circulent pourtant, puisque c'est son fils, militaire (général Mahamat Idriss Déby), qui lui succède dans la foulée, et qui s'est octroyé dès le lendemain les pleins pouvoirs. **I. Déby était un pilier crucial de la lutte contre le terrorisme islamique dans le**

Sahel, ce qui lui a valu un soutien indéfectible de Paris.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Tensions en Ukraine – Des négociations « format Normandie » (instituée au moment de la crise de Crimée 2014), se sont soldées sans résultats le 19 avril. **Les participants ont simplement réaffirmé leur engagement pour le cessez-le-feu** a dit le président ukrainien Zelensky, le lendemain. En revanche, les diplomates américains et russes semblent avoir plus de succès et continuent à communiquer presque quotidiennement, avec l'objectif d'organiser une rencontre entre J. Biden et Poutine.

E. Macron a déclaré au média américain CBS que **des « lignes rouges » devaient être tracées avec la Russie**, et des actes devaient suivre en cas de dépassement de ces lignes. Il a également ajouté que les Européens avaient été « naïfs » durant la résolution de la crise de Crimée. Le président français avait été jusqu'alors l'un des principaux défenseurs d'une politique d'engagement vis-à-vis de la Russie, dans l'optique de son « retour dans l'Europe ».

De son côté, lors son « discours annuel à la nation », le 21 avril, Poutine a réitéré son message des dernières semaines : la Russie est pleine de bonnes intentions, et considère que certains États ont choisi de la critiquer sans cesse (« une sorte de sport »). Bien qu'il ne souhaite pas aggraver les tensions, Poutine rappelle qu'il y a des lignes rouges à ne pas franchir, et **que confondre sa bonne volonté avec de la faiblesse appellerait à une réponse « rapide, sévère, et asymétrique »**. Le même jour, l'Ukrainien Zelensky a appelé Poutine à le rencontrer dans la région du Donbass, occupée depuis 2014 par des séparatistes russes.

Poutine a pourtant annoncé le 22 avril le retrait des quelques 100 000 troupes qui avaient été massées à la frontière ukrainienne, déclarant que les exercices militaires étaient terminés, et que les soldats devaient rejoindre leur base d'ici le 1^{er} mai. C'est un geste d'apaisement des tensions majeures, et un signe que Poutine serait prêt à rencontrer son homologue américain. Néanmoins, il resterait encore quelques dizaines de milliers de troupes proches de l'Ukraine, et cela ne signifie en aucun cas la résolution des problèmes liés à la présence russe en Ukraine.

Dispute diplomatique entre la Russie et la République tchèque

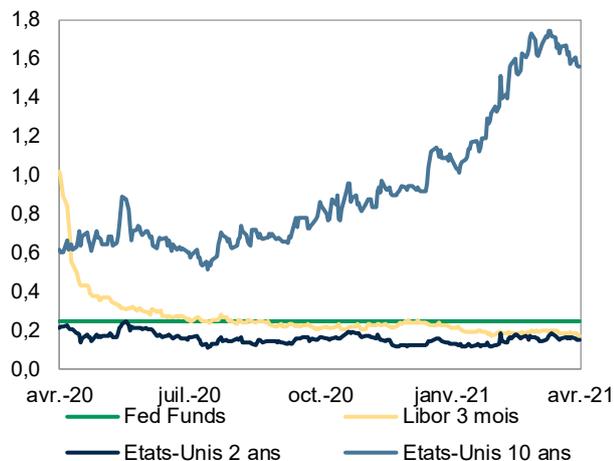
– La République tchèque a accusé la Russie d'avoir fait exploser un dépôt de munitions en 2014 et, en conséquence, a expulsé dix-huit diplomates russes. En réponse, Moscou a renvoyé vingt diplomates tchèques. Quelques jours plus tard, Prague a exigé l'autorisation du retour des diplomates à la Russie sous quinze jours, sous peine de sanctions supplémentaires.

Solution politique en Géorgie – Le parti au gouvernement et le parti d'opposition ont trouvé un accord pour mettre fin à la situation de blocage dans le pays provoqué par la contestation de la légitimité des élections législatives d'octobre, ainsi que la détention du *leader* de l'opposition N. Melia en mars. La solution inclut des gages de bonne conduite, ainsi que des projets de réformes électorales et institutionnelles. **C'est une victoire diplomatique pour l'Union européenne**, dont l'envoyé spécial avait pris en charge la médiation et la résolution de la dispute. Le président du Conseil européen, Charles Michel, a cependant rappelé que cela ne constituait pas « la ligne d'arrivée ».

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

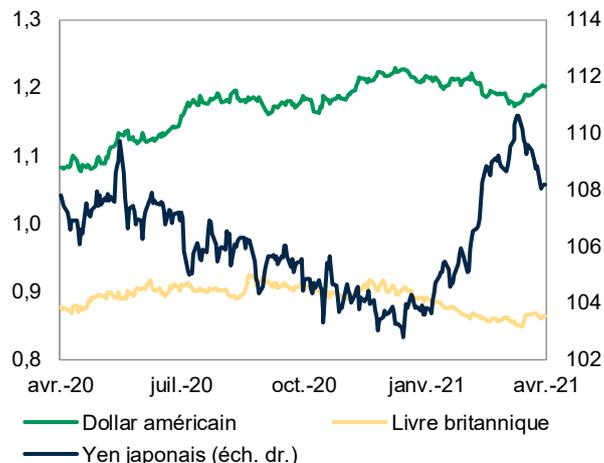
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

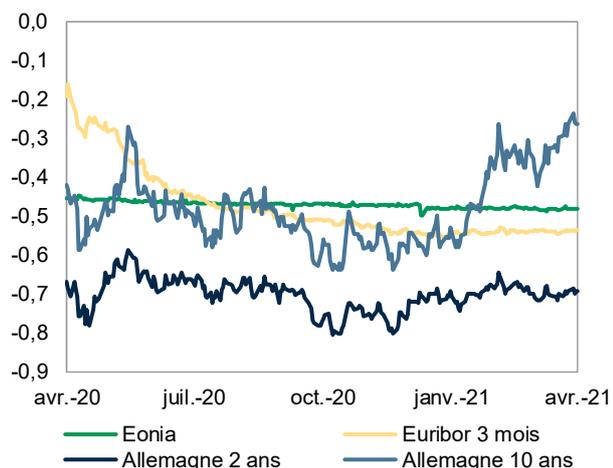
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

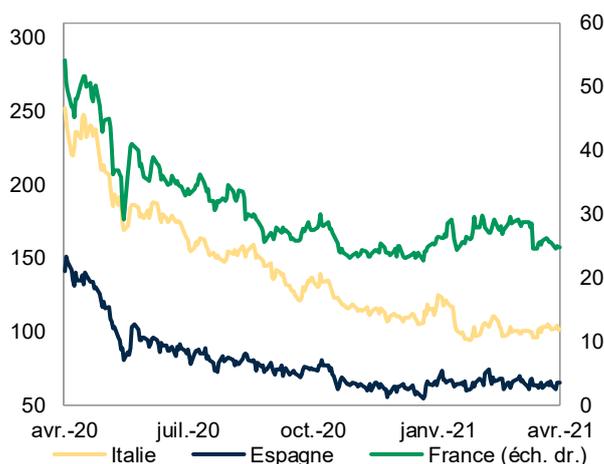
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

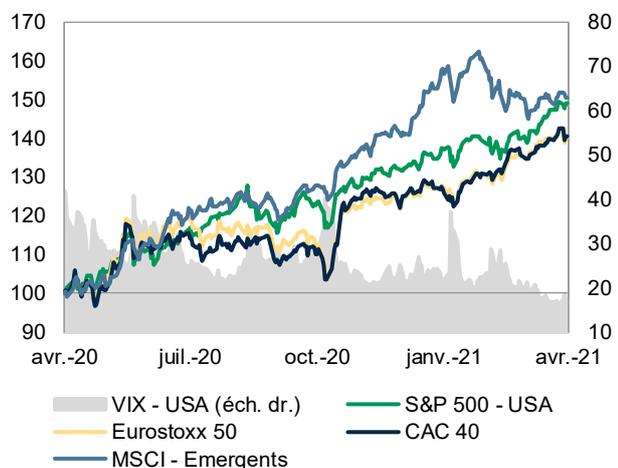
Pdb, dette en EUR à dix ans



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

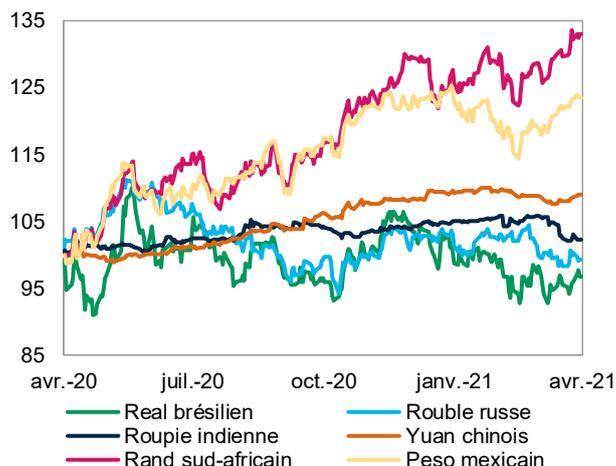
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

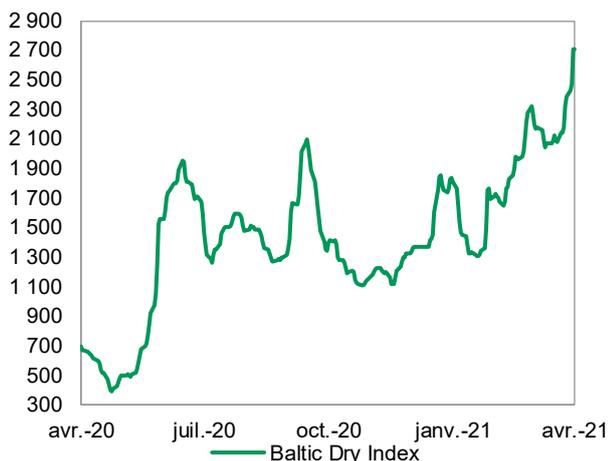
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

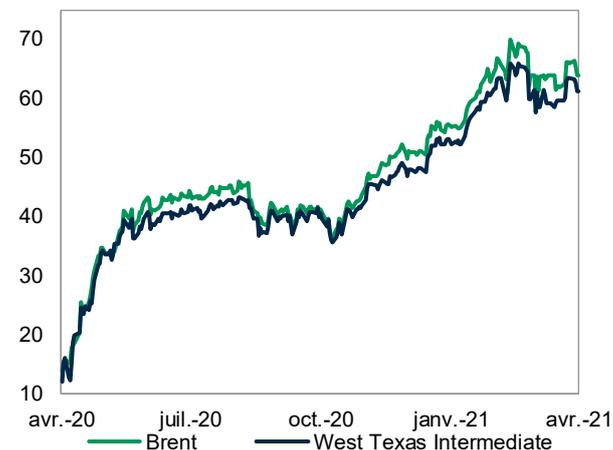
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

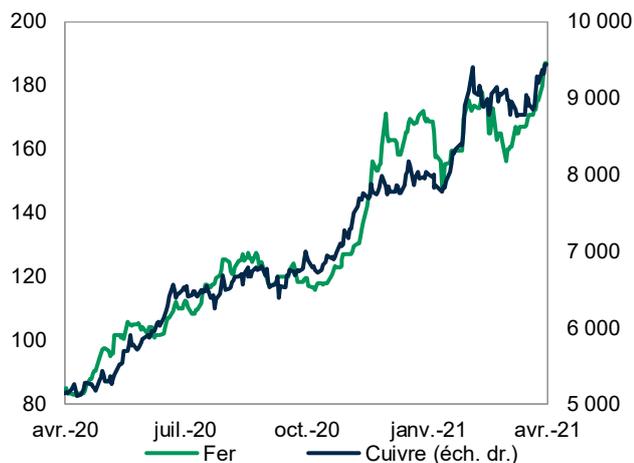
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

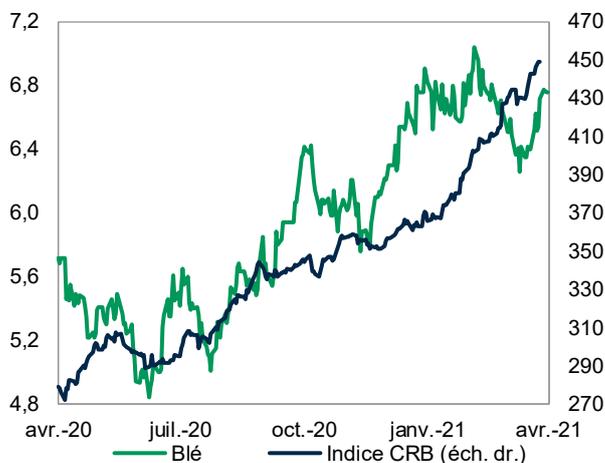
USD/tonne métrique



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
22/04/2021	<u>Pérou – Gauche radicale contre droite populiste</u>	Amérique latine
21/04/2021	<u>Chine – La croissance se rééquilibre : passe-passe statistique ou réalité économique ?</u>	Asie
20/04/2021	<u>Europe – Entreprises européennes : invasion de zombies ou résurrection de Lazare ?</u>	UE
20/04/2021	<u>Espagne – Scénario 2021-2022 : un début d'année encore perturbé</u>	Espagne
20/04/2021	<u>États-Unis – Une semaine riche en très bonnes nouvelles conjoncturelles</u>	Etats-Unis
20/04/2021	<u>Inflation et prix à la consommation</u>	Monde
19/04/2021	<u>Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer</u>	UE
19/04/2021	<u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance sur les starting-blocks mais toujours bridée par la crise sanitaire</u>	UE
19/04/2021	<u>Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer</u>	UE
16/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/04/2021	<u>France – Scénario 2021-2022 : comme une lueur au bout du tunnel</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 BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), Agustina GALLI VEGA

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLEC

Afrique sub-saharienne : Nathan QUENTRIC

Géo-économie : Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : 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.