

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/201 – 4 juin 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ <i>Tourner la page des frustrations sans basculer dans les excès !</i>	2
☞ <i>Italie : légère hausse du PIB au premier trimestre</i>	3
☞ <i>Espagne : prolongation des ERTE</i>	4
☞ <i>Asie : les retards de la vaccination inquiètent</i>	5
☞ <i>Brésil et Mexique : que perçoivent et que disent les banques centrales ?</i>	6
☞ <i>L'Égypte attire les capitaux volatils mais moins les investisseurs de long terme</i>	8
☞ <i>Échanges commerciaux : le monde de demain sera-t-il favorable aux vieux effets de gravité ?</i>	9

👉 Tourner la page des frustrations sans basculer dans les excès !

La question des pressions inflationnistes et d'une prochaine intervention des banques centrales pour y remédier a de nouveau capté toute l'attention des investisseurs cette semaine. L'avalanche de bons indicateurs macroéconomiques de chaque côté de l'Atlantique et une meilleure maîtrise épidémique ont fini par « objectiver » un rebond de l'activité plus fort qu'attendu, conduisant à s'interroger sur la nécessité d'un changement de cap de la politique monétaire.

Le raffermissement anticipé de la croissance semble en revanche insuffisant pour dédire les récents messages des banquiers centraux, du moins, côté européen. Si l'économie américaine semble en pleine ébullition, ce n'est pas le cas des pays du vieux continent qui affichent un décalage plus marqué de l'activité. Aux États-Unis, une inflation proche de 5% sur un an en mai est attendue. Le risque de devoir acter d'un moindre soutien monétaire d'ici la fin de l'année se pose ainsi surtout du côté de la Fed qui évitera néanmoins toute intervention hâtive.

Aux États-Unis, l'indice ISM manufacturier s'est encore renforcé au mois de mai, atteignant 61,2 points après 60,7 points en avril. Les entreprises déclarent faire face à une demande singulièrement robuste tandis que l'offre peine à suivre en raison de problèmes d'approvisionnement qui perdurent, des hausses des prix des matières premières et des capacités productives toujours limitées. La lecture du « beige book » confirme en effet une activité américaine en plein essor, guidée par la très forte hausse des dépenses de consommation notamment dans les voyages de loisirs, la restauration, mais aussi les ventes de véhicules. Le très attendu rapport sur l'emploi (le *Non-Farm Payrolls*), susceptible d'instiller davantage de pression sur la Réserve fédérale en vue d'un prochain « tapering », a révélé que les emplois créés au mois de mai avaient été conséquents (559 000 contre 278 000 en avril) mais que les destructions d'emplois laissées par la crise étaient encore loin de se résorber.

En Europe, la ratification effective par l'ensemble des États membres du mécanisme dit de ressources propres permet à la Commission européenne d'emprunter sur les marchés obligataires jusqu'à 750 Mds € afin de financer des prêts destinés aux investissements publics et les réformes présentées dans les différents plans de relance nationaux. Cet élément décisif dans le soutien apporté à la relance économique de l'Union européenne a été particulièrement bien accueilli par

les marchés. Sur le plan sanitaire, l'Europe s'installe peu à peu dans un processus de normalisation grâce à l'intensité des campagnes vaccinales qui permet la levée de bon nombre de restrictions. La mise en place du « passeport vert », permettant aux personnes pleinement vaccinées de pouvoir se déplacer dans l'Union sans obligation de test ou de quarantaine, permet d'envisager le redémarrage des activités touristiques et hôtelières. Parallèlement, l'indice composite d'activité en zone euro a bondi à 57,1 points en mai, son plus haut niveau depuis février 2018. Une performance qui est guidée à la fois par l'accélération de l'activité industrielle mais aussi par le sursaut des activités de services. L'inflation annuelle est remontée à 2% au mois de mai après 1,6% en avril, essentiellement sous l'effet d'une contribution des prix de l'énergie toujours plus élevés tandis que l'indice sous-jacent, hors prix de l'énergie et de l'alimentation, demeure sensiblement identique à ce qu'il était le mois précédent. Toutefois, l'inflation dépasse 2% dans onze pays de la zone euro, suscitant là aussi, des craintes (encore contenues) d'ajustement de la politique monétaire de la BCE.

Dans ce contexte, l'Eurostoxx 50 a bénéficié des annonces optimistes sur l'activité de la zone en engrangeant une modeste hausse de +0,2% tandis que le S&P500, pénalisé par une baisse des valeurs technologiques, termine la semaine sur un repli de 0,3% en dépit de l'annonce d'un éventuel renoncement des hausses d'impôts sur les sociétés américaines. Sur les marchés obligataires, le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans (à 1,63%) a gagné 5 points de base (pb) en réaction aux bons chiffres d'activité et donc au risque haussier d'un changement de politique monétaire plus prégnant tandis que le rendement du Bund allemand de même maturité s'est stabilisé (-0,18%), suggérant davantage de confiance en un *statu quo* de la BCE lors de sa prochaine réunion de politique monétaire. Les *spreads* italiens (108 pb) et espagnols (63 pb) par rapport au rendement allemand à 10 ans, en baisse respective de 2 points et 3 points de base, semblent profiter du coup d'envoi des émissions de dette européenne. Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié de 0,4% face au dollar sous l'influence des indicateurs dynamiques de l'activité américaine mais s'est apprécié face à la livre sterling (+0,1%). Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a poursuivi son ascension, enregistrant une hausse de 1,9% sur la semaine, tiré par les perspectives de croissance mondiale haussières.

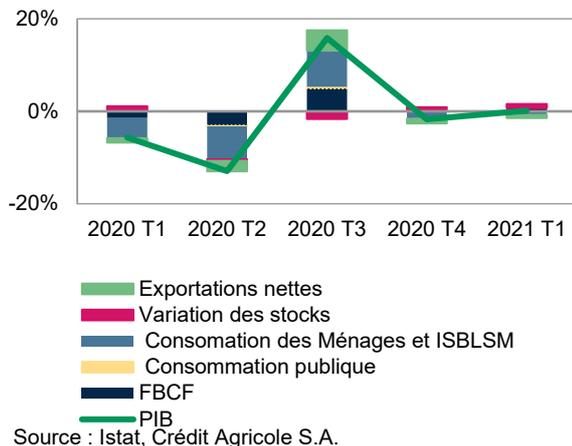
Zone euro

Italie : légère hausse du PIB au premier trimestre

Le PIB italien a été révisé à la hausse au premier trimestre 2021. En dépit du confinement de mars, l'activité a progressé de 0,1% au premier trimestre contre une baisse de -0,4% publiée lors de l'estimation initiale.

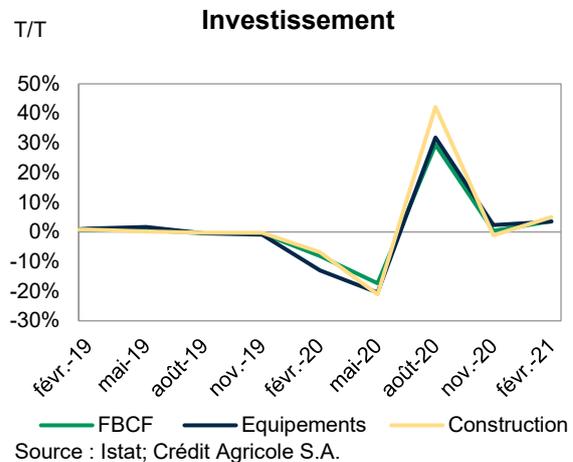
La contribution de la demande domestique est restée négative à hauteur de 0,1 point de pourcentage, pénalisée par une baisse de la consommation, tandis que l'investissement a de nouveau augmenté pour le deuxième trimestre consécutif. La contribution de la demande étrangère nette est restée négative amputant la croissance de 0,6 point de pourcentage tandis que la variation des stocks a apporté une contribution positive de 0,8 point de pourcentage. La variation acquise pour 2021 est de +2,6%.

T/T Contribution à la croissance du PIB



Pénalisée par le confinement du mois de mars, la consommation a enregistré un nouveau recul de 1,2% au premier trimestre. À l'exception des dépenses de consommation en biens non durables, l'ensemble des postes a enregistré un repli avec des baisses plus prononcées dans les dépenses de consommation en services (-4,2%) et les achats de biens semi-durables (-3,6%). Une tendance que l'on retrouve dans les chiffres de valeur ajoutée qui font état d'un nouveau recul dans les branches liées à l'hébergement et la restauration de 2,7% compensé en partie par les bonnes performances des services aux entreprises qui ont progressé de 4,3%. Les

heures travaillées dans les services ont également enregistré un recul de 1,4% sur la même période.



La baisse des dépenses des ménages a été compensée par la dynamique positive dans la sphère productive largement mise en lumière depuis le début de l'année par les données conjoncturelles. L'investissement a crû de 3,7%. L'augmentation a touché toutes les composantes de l'investissement avec une hausse de 3,5% dans l'investissement productif (dont une hausse de 4,4% pour la sous-composante du matériel de transport), et 5% dans la construction avec 4,8% pour le segment logements et 5,2% pour celui des bâtiments non résidentiels.

Une dynamique qui semble avoir nourri l'augmentation des importations de 2,3% alimentée notamment par la hausse des achats en biens intermédiaires et d'équipement. Les exportations ont quant à elles diminué de 0,1% sur le trimestre.

En ce qui concerne la valeur ajoutée pour les branches de l'industrie et de la construction, elle a augmenté de 1% et 5%. Cette dynamique s'est également traduite par une hausse des heures travaillées dans les deux branches de 0,9% pour l'industrie au sens strict et 7,7% pour la construction. Rompant avec le recul du quatrième trimestre 2020, la production agricole a crû au premier trimestre 2021 marquant une augmentation de 3,8% qui s'est accompagnée d'une hausse des heures travaillées de 2,8%.

Notre opinion – La deuxième estimation du PIB apporte un souffle d'optimisme en ce début d'année toujours marqué par la crise sanitaire. La croissance bien que minime du PIB au premier trimestre permet d'augmenter l'acquis de croissance pour 2021 à 2,6% et devrait confirmer les récentes révisions à la hausse des prévisions de croissance italienne publiées ces derniers jours. La crainte que la dynamique positive des indicateurs de conjoncture ne se traduise pas dans les comptes nationaux semble donc se dissiper mais elle confirme des comportements de stockage déjà mis en lumière par les enquêtes de conjoncture.

Espagne : prolongation des ERTE

Le dispositif de chômage partiel ERTE¹ est prolongé jusqu'au 30 septembre avec des conditions quasiment inchangées. Il en existe encore quatre types : les ERTE de force majeure et ceux d'ordre technique, économique, organisationnel et de production, qui bénéficient d'exonérations de cotisations de la Sécurité sociale seulement s'ils appartiennent à des secteurs particulièrement touchés ; ceux par empêchement (les mesures sanitaires empêchent totalement l'exercice de l'activité) et par limitation (les mesures limitent une partie de l'activité).

Les travailleurs qui sont sous un ERTE consomment leurs droits au chômage (à partir du mois d'octobre dernier) s'ils dépassent les 6 mois, mais il est possible de continuer à percevoir la prestation en cas d'ERTE même dans le cas où les travailleurs n'ont pas suffisamment de droits cumulés.

Dans le cas de l'ERTE d'empêchement, les exonérations des cotisations de Sécurité sociale des travailleurs affectés seront de 100% dans les

entreprises de moins de 50 salariés. Pour les grandes entreprises, la réduction sera de 90%. Dans le cas des ERTE par limitation, les exonérations ont changé, elles sont un peu plus faibles et se réduiront au fil des mois, passant de 85% en juin et juillet à 75% en août et septembre, pour les petites entreprises, et 75% et 65% pour les grandes entreprises.

En ce qui concerne les ERTE de force majeure et pour causes organisationnelles, économiques, techniques et de production, seules les entreprises de certains secteurs bénéficieront d'exonérations de cotisations de Sécurité sociale, comme c'est le cas à partir du 1^{er} octobre 2020. Il s'agit principalement de secteurs liés au tourisme, au commerce, à la culture et aux loisirs. Le dernier décret-loi supprime certaines activités, comme les magasins d'informatique, et en ajoute de nouvelles, comme les activités de photographie.

✓ Notre opinion – La Sécurité sociale a enregistré 542 142 personnes concernées par un ERTE au 31 mai, selon les données provisoires recueillies par l'agence. Sur un total de cent activités, seulement l'hôtellerie et la restauration concentrent 45% des travailleurs bénéficiant d'un ERTE. Les agences de voyage et les tour-opérateurs continuent à avoir 58% des affiliés du secteur bénéficiant de cet instrument de protection, le transport aérien 40%, et les services d'hébergement 39%. Le nombre de travailleurs en ERTE directement liés à la Covid-19 est donc au niveau le plus bas depuis le début de la pandémie. Ces instruments, conçus pour aider les entreprises et protéger l'emploi, avaient enregistré 3,6 millions de travailleurs au pic de la crise en mai 2020.

¹ ERTE : Expediente de Regulación Temporal de Empleo

Pays émergents

Asie

Asie : les retards de la vaccination inquiètent

Un temps admirée pour sa gestion de la pandémie, l'Asie inquiète maintenant par le retard pris dans sa campagne de vaccination. Loin des économies avancées qui allègent progressivement leurs mesures sanitaires, certains pays ont même dû se résoudre à intensifier les restrictions.

Le mouvement est global : Cambodge, Laos, Malaisie, Thaïlande et même Vietnam, tous ces pays ont dû prendre des nouvelles mesures allant du couvre-feu au confinement strict (dans la plupart des capitales et dans tout le pays en Malaisie). Bien sûr, les niveaux de contamination et de décès sont encore très loin de ceux qui ont pu être connus ailleurs, à commencer par l'Amérique latine, les États-Unis ou l'Europe. Il n'empêche que l'accélération du nombre de cas est prise très au sérieux par les autorités dans chaque pays, qui redoutent de laisser la situation leur échapper.

Les retards de la vaccination : plusieurs causes pour un même effet

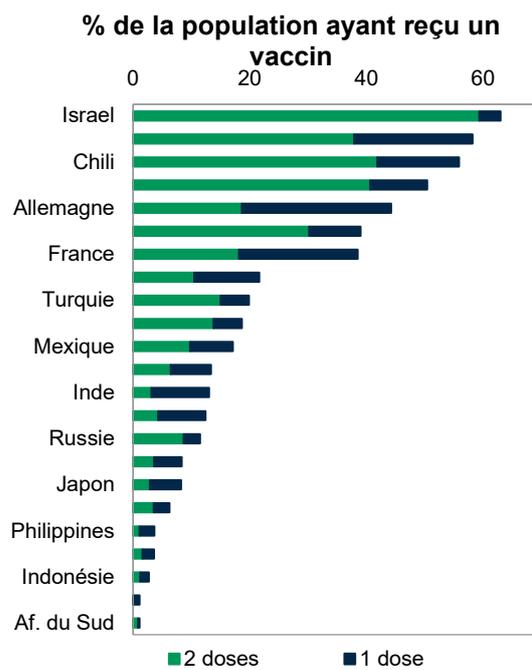
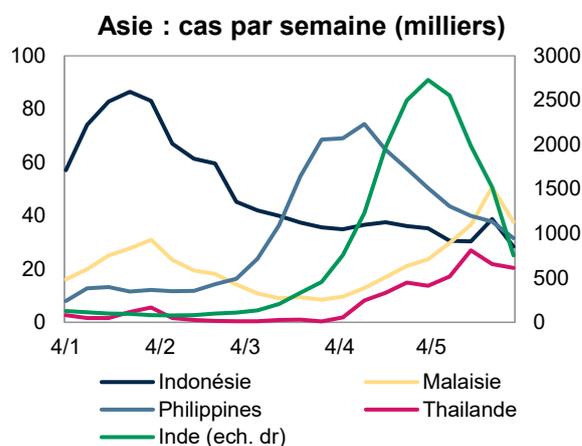
Derrière la dégradation de la situation sanitaire, un trait commun à toute la zone Asie-Pacifique : le retard pris dans la campagne de vaccination. À niveau de développement équivalent, la différence entre les pays asiatiques et le reste du monde est flagrante. À peine 6% de la population japonaise a reçu sa première dose, alors que plus de 40% de la population américaine est entièrement vaccinée. L'Australie, la Corée du Sud, Hong Kong, Taiwan : toutes les économies les plus avancées de la zone affichent aussi un retard conséquent. Sans même parler des pays les plus pauvres de l'Asean (Indonésie, Philippines, Thaïlande, Vietnam) où les campagnes ont à peine démarré.

Plusieurs causes expliquent ce retard : problèmes d'approvisionnement pour les pays les plus pauvres dépendant du mécanisme Covax, réticences de la population là où l'épidémie a fait peu de morts (Corée du Sud, Taiwan), lourdeurs administratives ralentissant l'approbation des vaccins (Japon, Corée du Sud), mauvais choix de vaccins (l'Australie et la Thaïlande avaient misé sur l'AstraZeneca, dont l'utilisation est restreinte pour les populations jeunes).

Une situation économique préoccupante

Pourtant, cette partie du monde aurait également bien besoin de retrouver le chemin de la normalisation, synonyme de redémarrage de la croissance. Il ne faut pas oublier en effet que l'Asie du Sud et du Sud-Est a déjà payé un lourd tribut

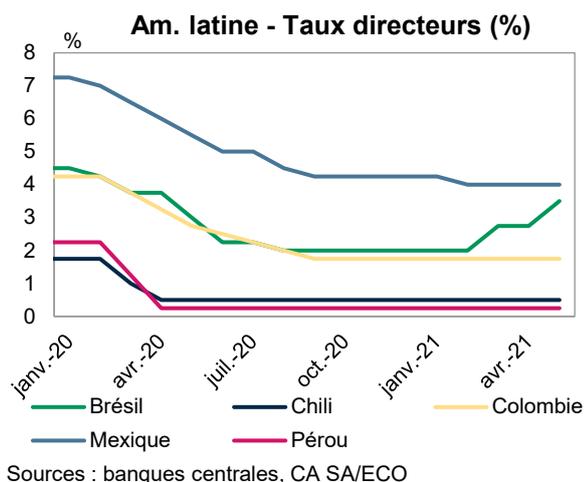
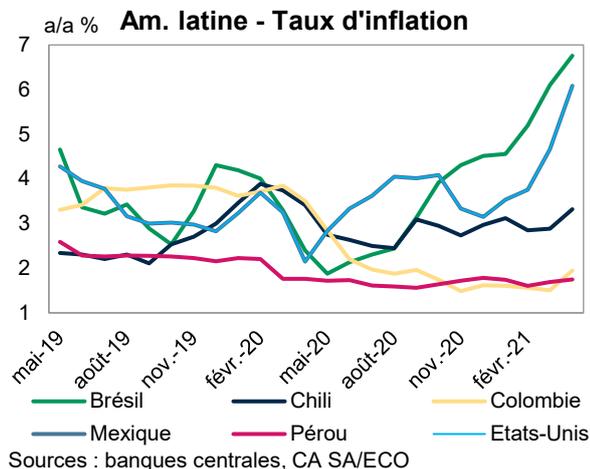
économique à la crise, avec des récessions très profondes dans certains pays (6% en Malaisie ou en Thaïlande, 9% aux Philippines), surtout par rapport à leur trajectoire de croissance pré-crise. La sortie de récession est particulièrement lente dans ces trois pays, qui ont de surcroît épuisé leurs marges de manœuvre budgétaires et monétaires. Une situation qui tranche avec celle de l'Asie du Nord (Chine, Corée, Taiwan), qui affiche une santé insolente, portée entre autres par l'accélération de la demande en biens électroniques. Un scénario de reprise en V auquel le reste du continent ne pourra prétendre tant que la question sanitaire demeurera en suspens.



Amérique latine

Brésil et Mexique : que perçoivent et que disent les banques centrales ?

Alors que la reprise se dessine mais que les marges de manœuvre budgétaires sont réduites voire épuisées (Brésil) ou sous-utilisées (Mexique), face à l'accélération de l'inflation déjà avérée au Brésil et au Mexique, que redoutent et disent les banques centrales ?



Au **Mexique**, l'inflation (6,1% sur un an en avril) a excédé les anticipations et la cible (3%) en raison de la forte accélération de l'inflation « non core » (12,3%) liée aux pressions sur les prix de matières premières. L'inflation sous-jacente (4,1%) se redresse timidement ; puisque 30% des biens et services inclus dans l'indice de prix ont progressé de moins de 2%, l'inflation est considérée « contenue ». Son augmentation serait transitoire. La balance des risques entourant la trajectoire d'inflation est néanmoins plutôt orientée à la hausse (accélération

de l'inflation importée, réaffectation des dépenses, augmentation des coûts de transports, problèmes logistiques, pressions sur les coûts des *inputs*).

Après avoir respectivement progressé de 12,4% et de 3,3% aux 3^e et 4^e trimestres 2020, la reprise s'est infléchie au début de 2021 (réimposition des mesures de restriction à la mobilité) et s'est révélée hétérogène tant entre secteurs que régions. Les anticipations de croissance 2021 sont revues à la hausse² grâce à la vigueur de la demande extérieure, aux progrès du processus de vaccination, à la réouverture progressive des activités et à des performances finalement meilleures qu'anticipé (au 1^{er} trimestre, la croissance trimestrielle du PIB s'est finalement établie à 0,8% contre 0,4% préalablement estimé). La balance des risques entourant la croissance est désormais plus équilibrée mais les capacités de production resteront sous-utilisées³. L'interprétation de nombreux indicateurs clés mais non (ou difficilement) observables (tels que « output gap », taux de chômage non accélérateur d'inflation, taux d'intérêt neutre) est néanmoins complexe⁴ : il est nécessaire de démêler les distorsions d'information afin d'agir avec plus de certitude. Enfin, l'environnement et l'évolution des marchés financiers demeurent très incertains : un défi majeur pour la politique monétaire.

Si l'on tente de hiérarchiser les multiples facteurs motivant le maintien du taux directeur à 4% mi-mai (en dépit d'une récupération lente et d'une inflation haussière mais supposée passagère), il semble qu'il faille surpondérer les conditions financières plus difficiles et plus incertaines : forte sensibilité des actifs mexicains aux conditions financières américaines, diminution des avoirs en obligations d'État de la part des non-résidents qui a affecté les conditions des marchés locaux, intérêt plus prononcé des investisseurs en faveur des marchés asiatiques.

Au **Brésil**, l'accélération de l'inflation (6,8% sur un an en avril pour une cible à 3,75% +/- 1,5 point de pourcentage) a déjà conduit la banque centrale (BCB) à procéder à deux hausses de son taux directeur (de 75 points de base chacune à 3,5%). À l'exception du pétrole, les prix des matières premières ont continué à augmenter (avec un impact attendu non pas seulement sur les prix alimentaires ou le transport mais aussi sur l'inflation « core » *via* une hausse des prix des produits industriels). Avec

² À l'occasion de son rapport trimestriel publié en juin, Banxico vient de réviser à la hausse ses prévisions de croissance 2021 à 6% (contre 4,8% précédemment) et anticipe une croissance 2022 à 3%. La prévision de croissance de l'OCDE a également été revue à la hausse (5% contre 4,5% auparavant). Le Trésor mexicain anticipe une reprise de 6,5% (avancées de la vaccination et croissance plus soutenue au 1^{er} trimestre).

³ Il est notamment mentionné que l'investissement (inférieur de 7,4% à son niveau de début 2020 alors même que les

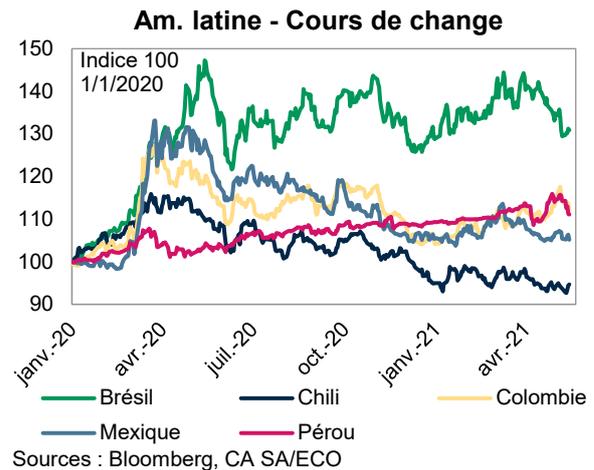
performances étaient médiocres depuis plusieurs années) tout comme le crédit au secteur privé restent faibles.

⁴ Il est indiqué que la faible réaction de l'inflation à la sous-utilisation des capacités productives peut être due à des distorsions dans l'estimation du PIB potentiel et de l'« output gap ». Malgré la récupération partielle du marché du travail, les capacités restent sous-utilisées (taux de chômage à 14% soit deux fois supérieur au niveau « normal ») et l'« output gap » est estimé à 6%.

une projection de relèvement des prix administrés de 8,4% pour 2021 (5% pour 2022), tout concourt au maintien de l'inflation à un niveau élevé : les prévisions d'inflation du comité de politique monétaire (Copom) de la BCB s'établissent à 5,1% pour 2021 (3,4% pour 2022). Parmi les risques baissiers figurent évidemment une récupération économique plus lente alors que de nouvelles mesures fiscales en réponse à la pandémie ou le manque de continuité des réformes susceptibles d'exercer une pression supplémentaire sur les primes de risque pourraient justifier une trajectoire d'inflation plus élevée.

En termes de croissance, bien que l'intensité de la deuxième vague ait été plus forte que prévu, la croissance a excédé les prévisions : en rythme trimestriel, elle atteint 1,2% au 1^{er} trimestre (après, respectivement, 7,8% et 3,4% aux 3^e et 4^e trimestres 2020). L'incertitude reste élevée et, même si le second semestre peut connaître une reprise robuste de l'activité grâce aux vaccinations, la BCB a revu très légèrement à la baisse ses prévisions de croissance 2021 (de 3,8% à 3,6% ; les prévisions du FMI et de l'OCDE sont à 3,7%). Le Copom souligne en outre que la continuité dans les réformes est essentielle pour une reprise durable et que des changements permanents dans le processus d'ajustement des comptes publics peuvent augmenter le taux d'intérêt « structurel ».

Bien que soit évoqué le risque d'une augmentation durable de l'inflation aux États-Unis susceptible de rendre l'environnement des économies émergentes plus difficile, l'attention de la BCB semble se concentrer sur les facteurs domestiques et incrimine notamment la gestion des finances publiques. Reflétant son « absence de timidité » (un terme qui convient également pour caractériser l'accommodation massive et rapide déployée par la BCB en 2020), les marchés (*Market Readout* du 28 mai) anticipent une remontée du taux directeur à 5,75% fin 2021 (6,25% fin 2022).



Moyen-Orient et Afrique du Nord

L'Égypte attire les capitaux volatils mais moins les investisseurs de long terme

L'Égypte a connu des performances économiques enviablées au Moyen-Orient en échappant à une récession en 2020 (la croissance du PIB en année calendaire a été de 1%). Le solde courant de la balance des paiements a toutefois été déficitaire de 14,2 Mds USD, soit 3,9% du PIB, ce qui est là aussi une performance honorable compte tenu de la pandémie et de l'effondrement des recettes touristiques qui se sont contractées de plus de 70%. Les recettes de la balance des services ont effectivement été de 10 Mds USD inférieures à celles de 2019, illustrant le coût très élevé de la crise sanitaire sur les exportations de service et la balance commerciale au sens large. Cette année encore, les responsables ne s'attendent pas à un retour massif des touristes étrangers tant la situation sanitaire reste précaire dans le monde. Il faudra donc sans doute attendre 2022 pour retrouver les niveaux de recettes touristiques pré-crise si la pandémie s'est totalement apaisée d'ici là.

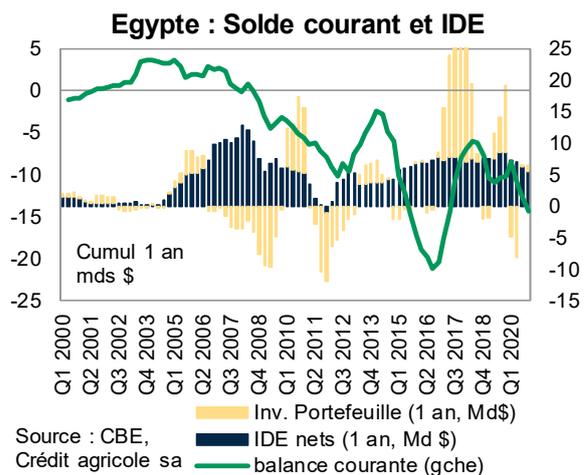
L'année dernière a aussi été marquée par de très fortes sorties de capitaux au moment du déclenchement de la crise sanitaire (8 Mds USD) et qui ont nécessité l'intervention du FMI pour stabiliser les réserves en devises. Ces investissements de portefeuille sont des capitaux volatils qui ont déjà commencé à revenir au second semestre et ceci devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres.

En 2020, les investissements directs étrangers (IDE) ont chuté de 36% à 5,5 Mds USD soit seulement 1,5% du PIB, la pire performance depuis six années. Ce montant est encore très insuffisant pour enclencher un cercle vertueux de développement. Ceci est en partie dû aux effets de la pandémie qui a provoqué l'attente des investisseurs. En Égypte,

les IDE se dirigent toujours actuellement principalement vers les projets énergétiques (et notamment gaziers) compte tenu d'un environnement des affaires de meilleure qualité que dans les autres secteurs et d'opportunités d'affaires et de retours sur investissement plus favorables dans ce secteur.

Par ailleurs, l'analyse détaillée de la balance des paiements permet aussi de constater que le poste « erreurs et omissions » a doublé par rapport à l'année précédente. A 9 Mds USD, il représente 2,5% du PIB du pays et pourrait donc signaler des fuites de capitaux puisque le pic de ce poste a été constaté au second trimestre de l'année 2020.

Au total, l'année 2021 s'annonce donc plus favorablement pour les investisseurs de portefeuille attirés par un change relativement stable, une inflation en baisse et des taux de rémunération encore attractifs que pour les investisseurs de long terme qui observent les changements structurels et l'environnement des affaires.



✓ Notre opinion – À moyen terme, le potentiel d'attractivité économique de l'Égypte (des IDE plutôt que des capitaux volatils) doit être sans cesse observé car il conditionne le potentiel de croissance à long terme, les soldes courants et la diversification de l'économie. Et au final, il favorise la création de centaines de milliers d'emplois rendue nécessaire compte tenu de la très forte poussée démographique. Chaque année, la population égyptienne progresse de deux millions d'habitants.

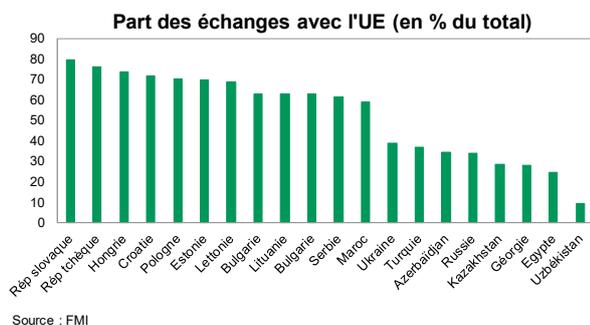
Europe centrale et orientale, Asie centrale

Échanges commerciaux : le monde de demain sera-t-il favorable aux vieux effets de gravité ?

À chacune de ses étapes, la crise a ses indicateurs spécifiques. Il faut donc « séquencer » en permanence nos analyses de risques. Par exemple, le choc sanitaire initial pointait un arrêt des échanges, qui allait évidemment pénaliser les petits pays les plus ouverts. En Europe centrale, il s'agissait des Républiques tchèque et slovaque, de la Hongrie et des pays Baltes, tous à plus de 50% de taux d'ouverture. Certes, on est loin des niveaux stratosphériques de Singapour, mais cela représente tout de même une forte dépendance à la conjoncture extérieure. À l'inverse, Pologne, Serbie et Roumanie semblaient un peu mieux protégés par leur moindre taux d'ouverture. Au final, le choc externe n'a pas eu lieu, car la contraction des importations a été partout plus forte que celle des exportations. Quant aux revenus des travailleurs à l'étranger, ils ne se sont pas effondrés comme on le craignait.

À présent, tout peut s'inverser à nouveau, et dans un sens plus favorable. Car, en phase de reprise d'activité et d'accélération de la vaccination en Europe, les pays d'Europe centrale les plus ouverts pourront profiter de la reprise des échanges intra-zone. Mais jusqu'où ira l'effet d'attraction de la reprise européenne ?

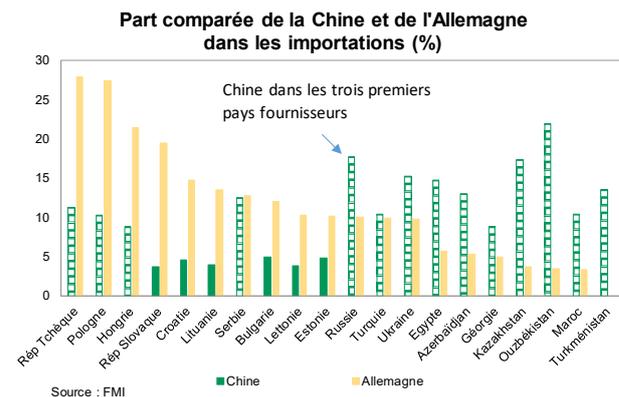
C'est le bon moment pour s'en souvenir : l'Union reste le partenaire incontournable des pays d'Europe centrale et orientale, des Balkans, du Maghreb et même d'une Turquie pourtant si rebelle politiquement. Quant à la reprise du secteur automobile, elle va tracter l'Europe centrale ainsi que la Turquie ou le Maroc, pour lesquels le poste équipement automobile est devenu l'un des premiers à l'exportation (malheureusement aussi l'aviation pour le Maroc...)



Une analyse des échanges par pays corrige cependant un peu cet « effet masse » de l'Union et fait apparaître des tendances intéressantes, dont on ne sait cependant pas encore comment elles vont évoluer dans les mois à venir.

La plus nette, c'est l'ancrage de la Chine dans les importations d'une grande majorité des pays de la région. Elle est désormais le premier pays fournisseur de la Russie, de l'Ukraine, de l'Ouzbékistan, et de l'Égypte. Toujours en matière d'importations, elle est devant l'Allemagne en Turquie, et troisième au Maroc

derrière l'Espagne et la France, dont les positions restent très stables. Surtout, elle est derrière l'Allemagne (parfois loin derrière !) pour de nombreux pays d'Europe centrale (République tchèque, Pologne, Hongrie, Serbie...). Et bien sûr, elle est omniprésente en Asie centrale. Plus récemment, Pékin est aussi devenu le premier marché d'exportation pour l'Ukraine et pour la Géorgie (14% des ventes contre à peine 3% en 2014...).



La Chine n'est pas la seule à étendre son influence commerciale dans l'ombre de l'UE. Ainsi, la Turquie a progressé dans les échanges de l'Azerbaïdjan, devenant son deuxième partenaire en matière d'importations et d'exportations (respectivement derrière la Russie et l'Italie). Elle est aussi le premier fournisseur de la Géorgie, et augmente ses ventes vers la Bulgarie. Clairement, commerce et géopolitique turque vont de pair dans le Caucase.

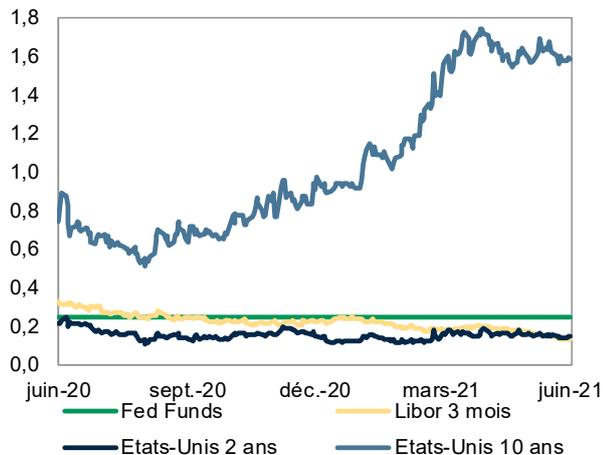
Reste un dernier point qui pourrait prendre de l'importance dans un environnement d'épidémie à tendance endémique, et de contrainte environnementale. Rappelons que de nombreux travaux de recherche ont mis en évidence ce paradoxe que la mondialisation est avant tout régionale, car « plus le commerce mondial se développe, plus la distance entrave le commerce »⁵. La mondialisation n'a en fait pas totalement échappé à ce que les économistes appellent l'effet de gravité du commerce international, grâce auquel la proximité garde son rôle. De fait, les pays Baltes continuent à échanger entre eux et la Finlande est le 2^e partenaire de l'Estonie. La République slovaque est quant à elle le seul pays d'Europe centrale où la Chine n'a pas progressé dans des importations et où la République tchèque, en revanche, garde une place importante (près de 18%). Plus au sud, la Roumanie est le deuxième marché d'exportation pour les Bulgares et leur deuxième fournisseur. Il est très probable que ce type de flux se développe, encore plus vite bien sûr si la réorganisation attendue des chaînes de valeur se met en œuvre, ce qui devrait aussi favoriser les pays à proximité de l'Union européenne.

⁵ La régionalisation, moteur de la mondialisation, *La lettre du CEPII mai 2016*, M. Fouquin, J. Hugot

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

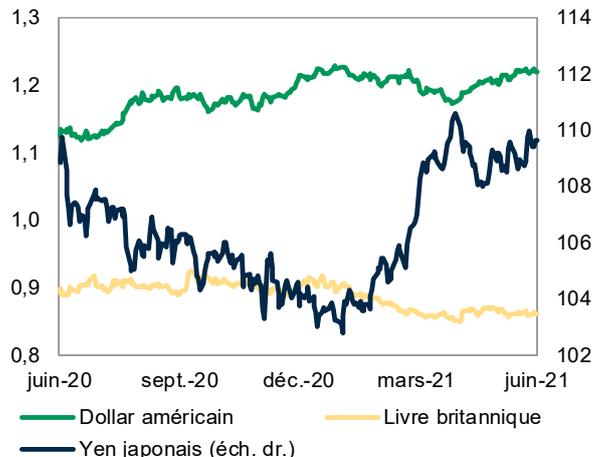
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

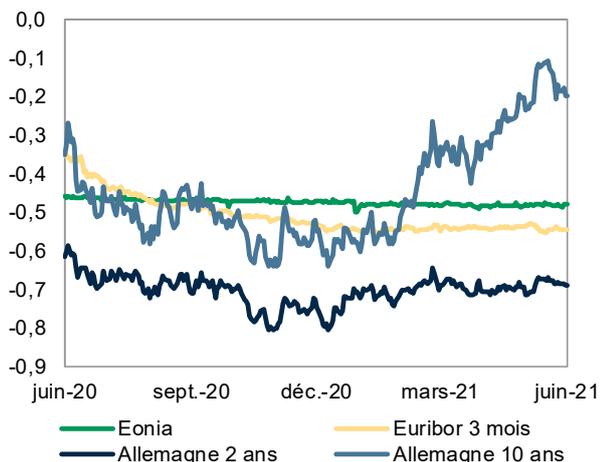
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

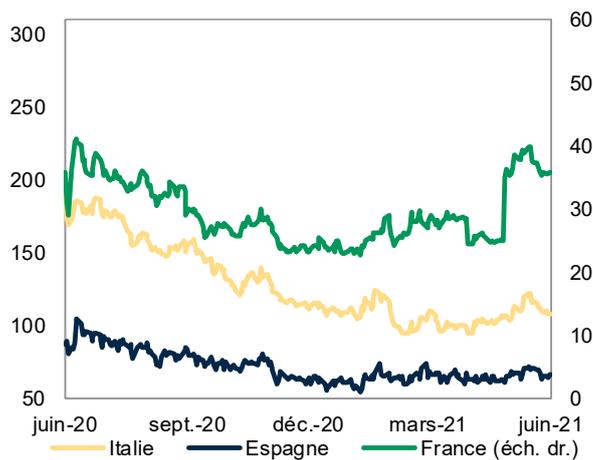
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

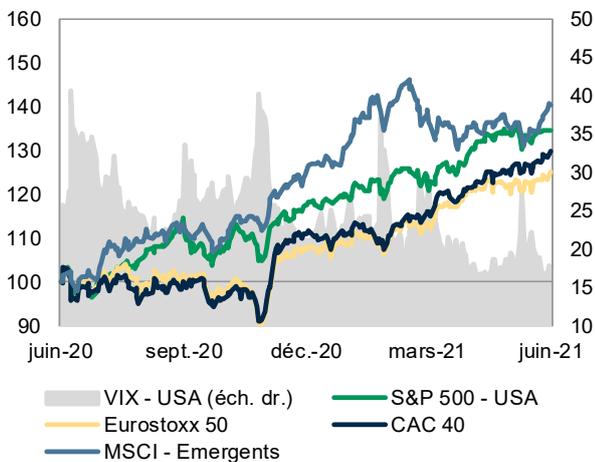
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

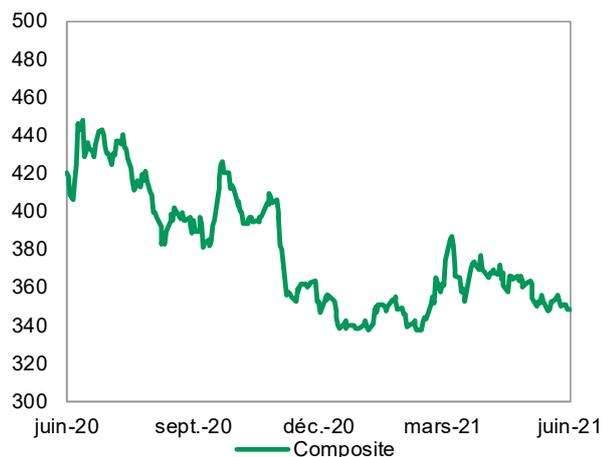
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

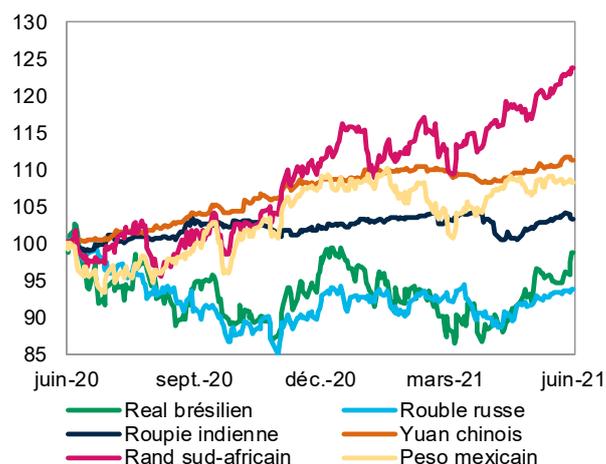
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

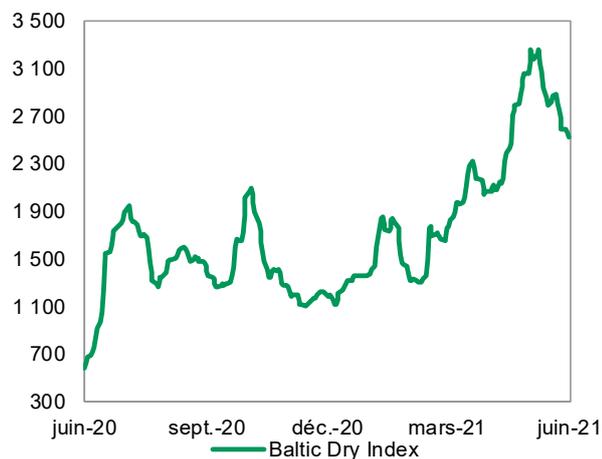
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

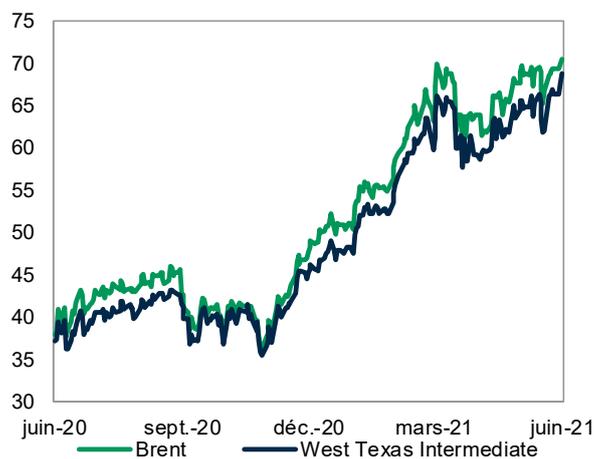
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

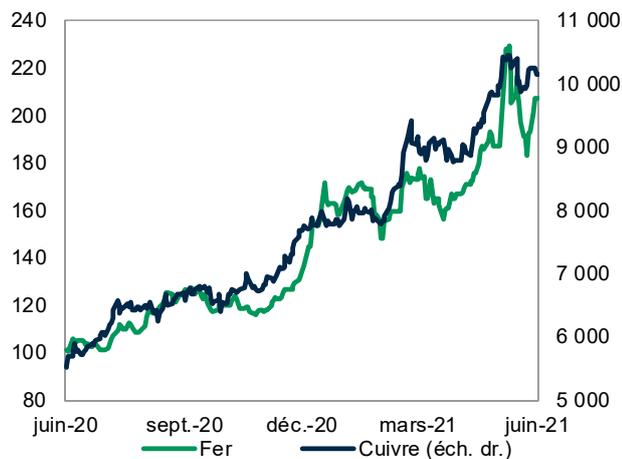
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

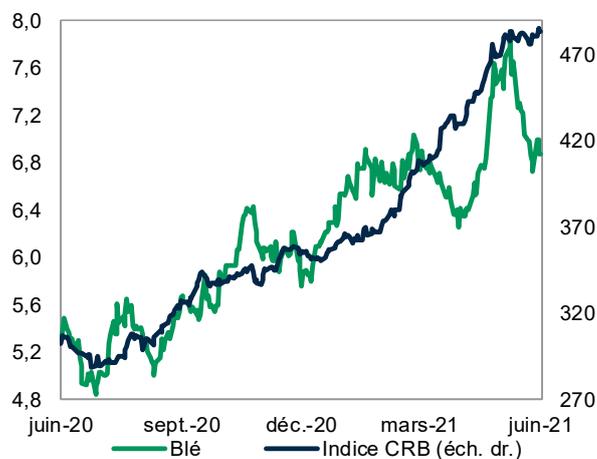
USD/tonne métrique



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 – 13 avril 2021

Une sortie de crise en ordre (très) dispersé

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
03/06/2001	<u>Les algues, pour un avenir plus vert !</u>	Sectoriel
02/06/2001	<u>Colombie – La petite goutte d'eau qui fait déborder un vase déjà très plein</u>	Amérique latine
01/06/2021	<u>NGEU, le plan de relance européen : un accord historique et une crise mise à profit</u>	Zone euro
01/06/2021	<u>Thaïlande – Covid-19, fossoyeur ou accélérateur de l'évolution du modèle de croissance ?</u>	Asie
31/05/2021	<u>Zone euro – Défaillances, fin de la trêve ?</u>	UE
28/05/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/05/2021	<u>Robinhood, le pire de la Fintech !</u>	Fintech
27/05/2021	<u>Mexique – Un survol pré-électoral</u>	Amérique latine
26/05/2021	<u>Chine – La démographie comme enjeu de puissance</u>	Emergents
25/05/2021	<u>Émergents – La hausse des réserves : trompe-l'œil statistique ou signe d'une crise atypique ?</u>	Emergents

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

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

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

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), 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, Alexis MEYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.