

Perspectives

Hebdomadaire – N°21/228 – 25 juin 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

☞ « Signal brouillé » du politique ou « perception faussée » de l'auditoire ?	2
☞ France : nouvelle hausse marquée du climat des affaires en juin	3
☞ Zone euro : les enquêtes d'activité redoublent d'optimisme en juin sur fond de vaccination et de desserrement des contraintes sanitaires	4
☞ Espagne : les activités de services s'affaiblissent en avril.....	5
☞ Politique italienne : l'heure des mariages et des divorces	5
☞ La BoE, surprise par la vigueur de la reprise, semble ne pas écarter une hausse de taux dès 2022	7
☞ Chine : définir le « new normal »	9
☞ Colombie : brève immersion dans l'univers des taux directeurs encore bas	10
☞ Liban : les réserves en devises chutent inexorablement, intensifiant le risque de pénurie.....	12
☞ À l'Est, rien de nouveau ?	13
☞ Covid-19 en Afrique : les dangers de la troisième vague	14
☞ Moyen Orient - Afrique du Nord : le risque politique ne s'améliore pas.....	16

👉 « Signal brouillé » du politique ou « perception faussée » de l'auditoire ?

Sur les marchés financiers la semaine a été de nouveau dominée par le retour des craintes d'une inflation américaine hors de maîtrise et les interrogations sur la nécessité ou non d'une intervention plus rapide de la Banque centrale pour réduire la voilure monétaire. Les investisseurs sont restés perplexes, voire nerveux face aux messages discordants délivrés par plusieurs responsables de la Fed. Les membres des Fed de Saint Louis, Atlanta et Dallas ont en effet exprimé leur soutien à un relèvement des taux d'intérêt dès 2022, en contradiction avec les projections dévoilées la semaine précédente lors de la réunion du FOMC, où une hausse des taux n'était pas attendue avant 2023. Il a fallu l'intervention du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, déclarant que « la Banque centrale ne relèverait pas ses taux directeurs de manière préventive en raison de la crainte d'une inflation imminente » pour réprimer temporairement les doutes. Dès le lendemain, deux responsables de la Fed suggéraient qu'une période d'inflation forte pouvait durer plus longtemps que prévu, relançant ainsi le débat sur les craintes inflationnistes. Ces prises de parole équivoques ont obscurci le message monétaire : un message brouillé et fatalement mal compris des investisseurs en quête de clarification sur les prochaines étapes de politique monétaire. Une situation qui a obligé différents membres de la Fed à marteler que l'inflation n'était que transitoire et qu'elle ne constituait pas, à elle seule, un motif suffisant pour relever précocement ses taux, l'objectif d'emploi étant tout aussi important et pour l'heure encore très éloigné de sa cible.

Du côté des variables économiques, la croissance du PIB américain a été confirmée à 6,4% en taux annualisé au premier trimestre dans sa troisième version. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont reculé de près de 7 000 pour atteindre 411 000 nouvelles demandes, légèrement en-deçà des attentes. Des travailleurs tardent en effet à revenir sur le marché du travail soit parce qu'ils font face à des problèmes de garde, soit parce qu'ils préfèrent bénéficier plus durablement des aides offertes. Les offres d'emploi non pourvues atteignent un record de 9,8 millions. Sur le plan politique, le président Joe Biden décroche enfin un accord bipartisan au Sénat sur un plan massif d'investissement en infrastructures pour un montant de 1 200 milliards de dollars pour rénover les routes, les ponts et les autoroutes du pays. Celui-ci comprend de nouvelles dépenses dans le réseau électrique national, les services Internet à grande

vitesse et les chemins de fer, mais exclut les dépenses en soins de santé à domicile et celles destinées à la garde d'enfants, contrairement à ce que souhaitait le président américain. Il s'agit d'une victoire en demi-teinte au regard des investissements promis, mais néanmoins une avancée majeure sur le plan de la politique intérieure. Le plan doit néanmoins encore être voté au Congrès.

En Europe, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) a atteint 59,2 points, soit la plus forte performance enregistrée depuis quinze ans. La confiance du consommateur (indice de la Commission européenne) rebondit significativement après plusieurs mois d'atonie grâce aux perspectives très favorables de relâchement des contraintes sanitaires qui permettent de planifier des achats décisifs, mais aussi de s'offrir des loisirs jusqu'ici réfrénés. En Allemagne, le climat des affaires (Ifo) s'est lui aussi révélé très optimiste, dessinant un rebond de la croissance au deuxième trimestre et une accélération plus franche attendue au troisième trimestre. En France, la faible participation aux élections régionales fait craindre une désaffection à moins d'un an d'une élection présidentielle qui s'annonce serrée. Là aussi, la parole politique sera déterminante dans la compréhension des enjeux.

Dans ce contexte de défiance (et en attente de clarté monétaire aux États-Unis), c'est en fin de semaine que les marchés actions mondiaux ont finalement retrouvé l'appétit pour le risque, rassurés par les messages très accommodants et l'avancée budgétaire outre-Atlantique, conduisant ainsi l'Eurostoxx 50 et le S&P 500 vers de nouveaux gains respectifs de 1% et 2,4% sur la semaine. Les rendements obligataires américains et allemands à dix ans ont enregistré des hausses limitées de respectivement 6 et 2 points de base. Parallèlement, les *spreads* français et italiens ont bénéficié de la validation des plans de relance nationaux par la Commission européenne conduisant à une modeste baisse de leur prime de risque de 3 et 2 points de base. Le *spread* espagnol s'est en revanche écarté de 3 points. Sur le marché des changes, la devise européenne s'est faiblement appréciée face au dollar (+0,6%), en raison des progrès continus de la vaccination et de la dynamique de croissance enclenchée. Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a augmenté de 3,9% sur la semaine dans un contexte de réduction des stocks de brut américain et d'accélération prononcée de la croissance européenne.

Zone euro

France : nouvelle hausse marquée du climat des affaires en juin

En juin, le climat des affaires progresse de 5 points pour atteindre 113, au plus haut depuis 2007. Alors que le climat des affaires dans l'industrie est stable à un niveau élevé (107), la hausse est portée par l'amélioration du climat des affaires dans les services qui atteint également 113, après 107 en mai.

Cela confirme la vigueur de la reprise depuis la réouverture des commerces et des établissements de services le 19 mai. La hausse du climat des affaires dans les services est généralisée à tous les secteurs, mais particulièrement prononcée dans l'hôtellerie-restauration où les niveaux d'activité prévus sont nettement supérieurs à la normale.

Dans l'industrie, malgré une stabilité sur un mois, le climat des affaires indique une conjoncture toujours favorable. En outre, les soldes d'opinion concernant les perspectives d'activité sont en hausse, et les carnets de commande continuent à se remplir. Ainsi, malgré des tensions marquées sur l'approvisionnement en biens intermédiaires au cours des

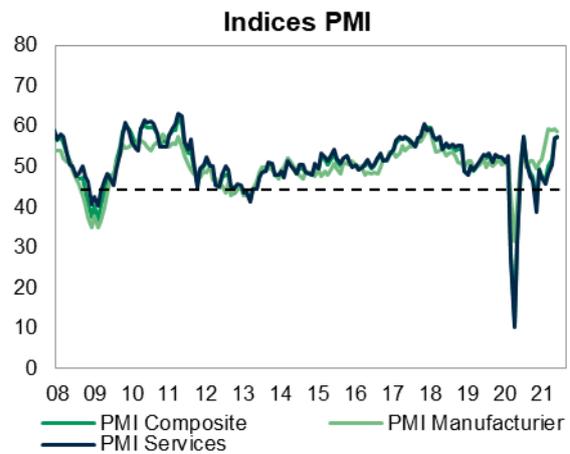
derniers mois, l'activité devrait rester dynamique dans les mois à venir.

Les enquêtes sur le marché de l'emploi sont également très positives et les soldes d'opinion sur les effectifs prévus s'améliorent légèrement dans l'industrie et très fortement dans les services. En particulier, les embauches pourraient être très dynamiques dans les secteurs ayant détruit des emplois au cours de la crise et connaissant un redémarrage vigoureux.

Les enquêtes PMI transmettent des signaux assez similaires. Même s'il connaît une légère baisse en juin, l'indice PMI manufacturier reste bien orienté à 58,6. Malgré des tensions toujours marquées sur l'approvisionnement comme en témoigne le niveau élevé des délais de livraison des fournisseurs, les carnets de commande restent bien garnis et le solde d'opinion sur l'emploi dans le secteur est en hausse. Le climat des affaires progresse quant à lui dans les services à 57,4. Comme dans l'enquête de l'Insee, les perspectives d'activité sont à des niveaux particulièrement élevés.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA ECO

Notre opinion – L'optimisme présent dans les enquêtes du climat des affaires confirme notre scénario d'une reprise rapide de l'activité dès la deuxième moitié du T2. En particulier, les fortes hausses observées dans les secteurs de services soulignent le dynamisme de la consommation de services. Avec une forte activité prévue dans les prochains mois, la consommation des ménages devrait poursuivre son rétablissement pendant l'été et s'approcher des niveaux d'avant-crise plus tôt que prévu, d'ici la fin de l'année. En outre, les embauches devraient rapidement repartir dans les secteurs longtemps concernés par les fermetures administratives ou par d'importantes restrictions d'activité.

Dans l'industrie, malgré quelques tensions sur l'appareil de production et notamment sur l'approvisionnement en matières premières et biens intermédiaires qui ont récemment freiné la reprise de la production industrielle, et malgré une hausse des coûts de production qui pourrait peser sur les marges, la demande reste forte et l'activité devrait rester dynamique au cours des prochains mois.

 **Zone euro : les enquêtes d'activité redoublent d'optimisme en juin sur fond de vaccination et de desserrement des contraintes sanitaires**

Les signaux faisant état d'une activité économique robuste ont été nombreux cette semaine. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) affiche un quatrième mois consécutif d'expansion de l'activité à 59,2 points en juin, après 57,1 points en mai, soit la plus forte performance enregistrée depuis quinze ans. Cette accélération de l'activité résulte d'une expansion soutenue des activités manufacturières (62,4 points), mais aussi de l'accélération marquée des activités de services (58 points). L'allègement des contraintes sanitaires a permis non seulement la réouverture de la quasi-totalité des commerces, mais aussi une plus grande circulation des personnes, et donc davantage de consommation. Les taux de vaccination atteignent dorénavant des niveaux permettant de contenir beaucoup plus efficacement la propagation du virus et laissent espérer un retour à la normal des activités économiques.

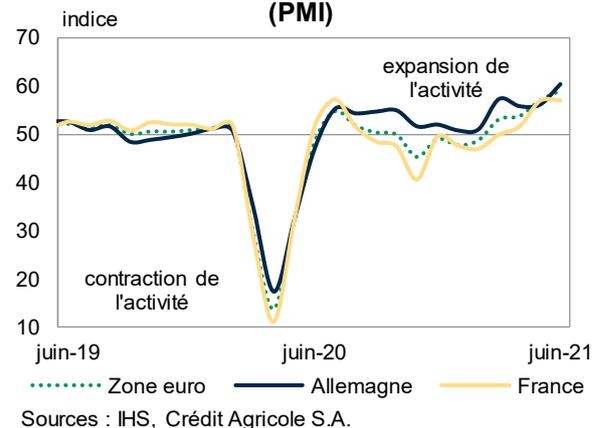
Dans l'industrie, la demande continue de croître à un rythme effréné (au plus haut depuis juin 2006), tandis que les entreprises font face à une pénurie de matières premières et de produits semi-finis conduisant à des arriérés de production et à un allongement des délais de livraison. Ce déséquilibre entre la demande et une offre qui peine à suivre, continue de raviver les pressions inflationnistes à court terme. La ventilation par pays indique une légère accélération de l'activité en France (57,1 points, après 57 points) et une dynamique plus robuste en Allemagne (60,4 points, après 56,2 points).

L'indicateur de confiance du consommateur (de la Commission européenne) pour le mois de juin est également ressorti en nette amélioration à -3,3 points, après -5,1 points en mai. Il s'agit de son plus haut niveau depuis trois ans et demi. Ce sursaut est lui aussi le fruit de l'allègement des restrictions sanitaires. Après un début d'année caractérisé par une hausse prononcée de l'épargne, ce relâchement des contraintes sur l'offre devrait

logiquement favoriser un rattrapage très significatif de la consommation privée dès le deuxième trimestre.

Par ailleurs, l'enquête Ifo sur le climat des affaires en Allemagne a confirmé la poursuite d'une activité de plus en plus robuste avec un indice s'établissant à 101,8 points en juin (après 99,8 points en mai) et des anticipations très favorables à 104 points en juin (après 102,9 points). Cette embellie provient essentiellement du rebond d'activité dans le commerce et les services. Les indicateurs haute fréquence, comme les réservations dans les restaurants ou la fréquentation dans les commerces de détail, signalent un retour rapide à la situation d'avant-crise, suggérant une activité bouillonnante après plusieurs mois d'atonie. Le climat dans l'industrie continue de s'améliorer, mais demeure limité par des perspectives à six mois plus frêles en raison des problèmes d'approvisionnement qui pèsent sur la production tandis que la demande, toujours très robuste, n'arrive toujours pas à être satisfaite.

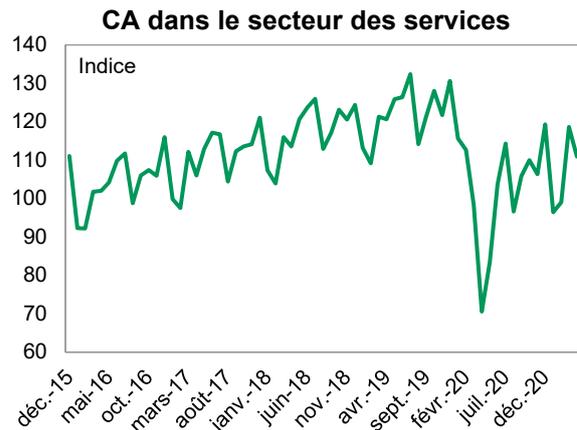
UEM : Indices composites d'activité (PMI)



Notre opinion – Les enquêtes conjoncturelles du mois de juin signalent toutes une accélération de l'activité portée par le desserrement des contraintes sanitaires pesant sur les commerces, les services, et la mobilité des personnes. Cette dynamique a été rendue possible par la très forte hausse du taux de vaccination dans l'ensemble des pays de la zone euro. Ces enquêtes confirment que le redressement tant attendu de l'activité est dorénavant enclenché au deuxième trimestre et devrait s'intensifier davantage encore au troisième, grâce au soutien des activités de services et au « boom » des ventes au détail espéré durant l'été.

 **Espagne : les activités de services s'affaiblissent en avril**

La variation mensuelle de l'indice général du chiffre d'affaires du secteur des services marchands entre les mois d'avril et de mars, hors effets saisonniers et calendaires, a été de -0,5% (2,3% en mars). Dans le commerce, la baisse a été de 4,4%, tandis que les autres services sont restés au même niveau qu'en mars (0,0%). Par secteur, seuls l'hébergement (1,8%), l'information et les communications (0,8%) ont présenté des augmentations. En revanche, le commerce de gros, les intermédiaires du commerce (-5,1%) et les transports et entreposage (-3,5%) ont enregistré les plus fortes baisses. L'emploi dans le secteur des services marchands a connu une variation de 0,8% en avril par rapport au même mois de l'année précédente. Ce taux est supérieur de 3,6 points à celui enregistré en mars.



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

 **Notre opinion** – *Le tourisme commence à donner des signaux de redémarrage en vue de la saison estivale, le chiffre d'affaires des services d'hébergement a bondi de 10% en rythme mensuel en avril et celui des agences de voyage de 6,3%. En revanche, les tensions dans les chaînes d'approvisionnement provoquées par la pénurie de fournitures, la hausse des prix et l'augmentation des délais de livraison des fournisseurs se reflètent dans le chiffre d'affaires des activités de transport terrestre et de commerce de gros. Les chiffres d'affaires de ces activités ont baissé respectivement de 5,5% et 5,1% en rythme mensuel et affichent les pires performances derrière les activités cinématographiques (-16,9%).*

 **Politique italienne : l'heure des mariages et des divorces**

Après le gouvernement d'union, comment les partis vont-ils aborder les nouvelles échéances électorales, municipales d'abord, puis présidentielles ensuite qui devraient ouvrir la voie aux législatives ?

Début 2021, la crise politique enclenchée par le retrait d'*Italia Viva* a conduit à la chute du gouvernement Conte II. Afin d'éviter la tenue d'élections anticipées qui auraient été préjudiciables à l'ensemble des forces politiques, Ligue compris, un accord de gouvernement d'union nationale a été trouvé sous la tutelle de Mario Draghi. Ce dernier s'est appuyé sur l'ensemble des forces politiques du pays, à l'exception du groupement politique de Giorgia Meloni qui se situe à droite du parti de Mattéo Salvini. Outre la complexité d'une échéance électorale en pleine pandémie, plusieurs facteurs ont conduit à cette union nationale pour l'approbation du plan de relance à laquelle l'ensemble des couleurs politiques à l'exception de *Fratelli d'Italia* a participé. Cette alliance opportune a également enclenché dans son sillage une recomposition du paysage politique italien.

À droite, l'esprit est à la consolidation. Les deux formations de droite que sont la Ligue et *Forza Italia* de Silvio Berlusconi ont annoncé leur rapprochement sans fermer la porte à *Fratelli d'Italia*. Ce dernier talonne à présent la Ligue dans les sondages et capitalise sur son rôle de seul parti d'opposition. L'ambition affichée à grand coups d'annonce est d'aborder l'échéance électorale sous une même

bannière, mais sous une forme qui reste encore sujet à discussion. D'un côté, Silvio Berlusconi, qui continue de rassurer sur son état de santé, vante les mérites d'une fusion, première étape selon lui à la création d'un grand parti italien de centre-droit sur le modèle américain avec *Fratelli d'Italia*. Un héritage de sa fin de règne qui donnerait à la politique italienne la stabilité qui lui fait défaut, selon l'ancien Premier ministre. De l'autre, Salvini tempère et prône une fédération. Mais appartenir au même bord ne suffit pas à créer un mariage réussi et les bases des deux partis s'inquiètent déjà des velléités d'union affichées par les deux leaders. Un chemin encore long donc qui pourrait se faire par étapes, la première étant de s'accorder sur une proposition de réforme fiscale commune, privilégiant ainsi les atomes crochus programmatiques. D'autant que chacun court pour ses propres intérêts. Silvio Berlusconi entretient encore le rêve qui n'est plus si secret de la présidence. Capitalisant sur l'union du centre-droit, il souhaite consolider les appuis lui permettant de réaliser ses dernières volontés. L'ambition présidentielle du *Cavaliere* reste une ambition et semble avoir peu de chance d'aboutir pour le moment. Son habileté politique lui permet de faire d'une pierre deux coups, puisqu'il pourrait dans le même temps faire oublier le sort de « peau de chagrin » que subit le centre-droit italien dans les urnes. Seul parti libéral de cette famille politique, il continue cependant de posséder une carte maîtresse. Pour ce qui est de la Ligue, un mariage

avec FI qu'il soit sous le régime de la communauté ou en séparation de biens reste favorable et acterait la normalisation du parti en dépit des frasques passées de son *leader*. Une Ligue raisonnée et raisonnable donc, qui en acceptant de faire partie du gouvernement d'union nationale en paie le prix dans les sondages d'opinion. Matteo Salvini reste à la tête du premier parti italien, mais il a dû céder son fonds de commerce à sa voisine de droite qui grignote une partie de son électorat.

À gauche, le parti démocrate a également élu un nouveau secrétaire général, Enrico Letta, après la démission de Nicolas Zingaretti en mars. Mais c'est la refonte du mouvement cinq étoiles (M5S) qui occupe les esprits. Miné par de fortes distensions internes depuis 2020, le M5S devait se réincarner à travers un nouveau *leadership* en la personne de Giuseppe Conte. La mue du parti semble loin d'être achevée avec comme point de discorde les nouveaux statuts du mouvement. Mais avant cela, il aura fallu à Giuseppe Conte régler l'épineux problème de Rousseau, le nom de la plateforme de vote, clé de voute du modèle de démocratie directe

du M5S. La place de la plateforme gérée par David Cassalegio, fils de l'un des cofondateurs du mouvement, pose problème depuis longtemps en raison de l'influence politique de son propriétaire. Dans sa conquête du *leadership*, Giuseppe Conte, tout d'abord appuyé par le fondateur Beppe Grillo, devait acter la séparation entre les deux. Une entreprise compliquée et un feuilleton de plusieurs mois qui s'est soldé par un divorce un peu amer, une importante dette et Giuseppe Conte qui récupère la garde des données hébergées sur la plateforme. Il restait alors la question des statuts qui devrait être votés en juin entérinant ainsi la réflexion amorcée lors des États généraux en novembre 2020. C'était sans compter sur la volte-face de Beppe Grillo cette semaine, qui par ce biais fait revenir Rousseau par la petite porte. Le chef des Grillini ne semble pas prêt à lâcher les rênes de sa formation et souhaite un *leadership* à deux têtes où il continuera à s'attribuer le rôle de garant du mouvement. Cette sorte de diarchie de commandement n'est pas du goût de Giuseppe Conte, qui face à l'impasse pourrait annoncer sa potentielle défection.

☑ Notre opinion – *En regardant les spreads, une seule chose vient à l'esprit : méfiez-vous de l'eau qui dort. L'agenda politique rythmé par les municipales, et le début du semestre blanc (une période de six mois avant l'élection présidentielle prévue pour début 2022 qui empêche la tenue de toute élection législative anticipée) impose une sérénité de gouvernance somme toute relative. Une fois cette échéance passée, les partis de la coalition peuvent déclencher des élections anticipées avant la fin de la mandature prévue pour 2023, mais non sans avoir voté une nouvelle loi électorale. Un horizon qui semble lointain pour le moment, mais qui laisse pointer le retour en grande pompe du risque politique italien et ce qu'il comporte de turbulences.*

Royaume-Uni

La BoE, surprise par la vigueur de la reprise, semble ne pas écarter une hausse de taux dès 2022

Comme prévu, la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé sa politique monétaire inchangée à l'issue de sa réunion du 22 juin. Le comité de politique monétaire (MPC) a voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 0,1%. Concernant le programme d'achats d'actifs, la taille cible est maintenue à 875 milliards de livres (895 avec les achats de titres d'entreprises). Le chef économiste Andy Haldane, notoirement *hawkish*, est resté le seul membre du comité à voter pour une réduction de la taille cible du programme.

Les minutes de la réunion ont mis en exergue le fait que les dernières données économiques ont surpris fortement à la hausse par rapport aux projections du rapport de politique monétaire du mois de mai. La BoE en profite pour signaler des révisions significatives de ses prévisions de croissance et d'inflation à court terme. Le taux de croissance pour le deuxième trimestre est revu à 5,5% en variation trimestrielle (contre 4,2% précédemment) ce qui ramènerait le niveau du PIB à moins de 4% sous le niveau du T4-2019. Par ailleurs, le report par le gouvernement de la dernière date d'assouplissement des mesures de distanciation sociale devrait avoir des implications directes pour l'économie plutôt limitées.

Côté prix, la BoE prévoit à présent une inflation supérieure à 3% à court terme, principalement en raison des développements sur les prix des matières premières. Ses enquêtes auprès des entreprises indiquent davantage de transfert des hausses des coûts des matières premières vers les prix à la vente, en particulier dans le secteur manufacturier et de la construction, ainsi qu'au niveau des prix des biens de consommation, une tendance qui, selon la BoE, devrait se poursuivre dans les prochains mois. Cette période d'inflation élevée devrait toutefois être temporaire et la BoE prévoit toujours une baisse de l'inflation CPI vers sa cible de 2% à moyen terme sous l'hypothèse que les taux d'intérêt suivent les anticipations de marché. Celles-ci s'étaient tendues dans les jours avant la réunion pour intégrer un resserrement léger dès 2022.

La BoE note également le resserrement des conditions du marché du travail, où la demande de main-d'œuvre devrait continuer de se renforcer. La baisse du nombre d'emplois au chômage partiel a été plus rapide qu'attendu et même si des capacités non-utilisées existent, le nombre de postes vacants a augmenté au-dessus des niveaux de pré-crise et des difficultés de recrutement sont observées de manière générale. Le taux de croissance des salaires a également été plus fort que prévu et la BoE prévoit que le taux de croissance des salaires

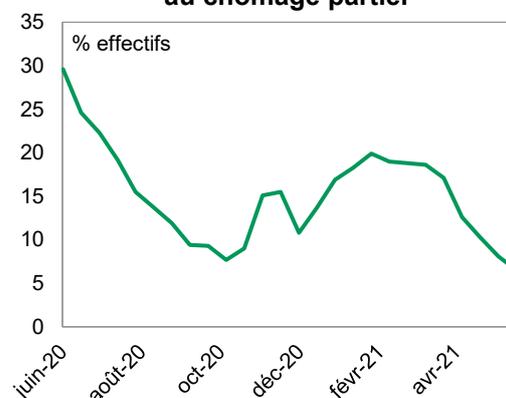
devrait dépasser 8% au cours de l'été largement en raison d'effets de base liés à la baisse des revenus en 2020 (recours au dispositif de chômage partiel), mais là aussi les risques sont orientés à la hausse.

Le scénario central du MPC est que cette période de forte croissance à court terme et d'inflation supérieure à sa cible de 2% sera temporaire et suivie par une rechute du taux de croissance et du taux d'inflation. Les risques autour de ce scénario central sont « dans les deux sens », mais la Banque centrale admet que « les pressions à court terme sur les prix pourraient être légèrement plus fortes qu'anticipé ». « Comme toujours », le MPC continuera de déterminer sa politique monétaire par « les perspectives à moyen terme de l'inflation, y compris l'équilibre entre offre et demande, et les anticipations d'inflation, plutôt que par des facteurs qui devraient être transitoires ».

Le MPC n'a pas changé son guidage des anticipations selon lequel il n'envisage pas de resserrer sa politique monétaire « au moins jusqu'à l'apparition de signaux clairs qu'un progrès significatif est réalisé dans l'élimination des capacités non-utilisées et l'obtention d'une inflation proche de la cible de 2% de manière soutenable. ».

La question-clé est dans quelle mesure les développements récents indiquent simplement un rattrapage plus rapide que prévu du niveau d'activité de pré-Covid ou signalent une croissance de demande plus forte dans le futur. Des divergences de vues parmi les membres du MPC existent. Les développements sur le marché du travail après l'expiration des mesures de soutien fin septembre seront clé et notamment le rythme de réintégration sur le marché du travail des effectifs au chômage partiel.

R-U : part de l'emploi au chômage partiel



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion** – La BoE a gardé le statu quo en juin comme prévu, mais a clairement du mal à garder une tonalité neutre dans sa communication. Elle continue d'être surprise par la vigueur de la reprise, les développements sur les prix et le rythme d'amélioration sur le marché du travail. Ses dernières projections datant de mai sont déjà obsolètes. De plus, la BoE voit des risques haussiers à court terme. Crucialement, les membres du MPC ont des opinions divergentes concernant les implications de ces surprises positives sur les perspectives de demande à moyen terme.

Signal important, la BoE ne semble pas vouloir contredire les anticipations de marché pour un resserrement graduel débutant au cours de l'année prochaine. Notre scénario central, tablant sur un premier relèvement des taux seulement début 2023 en raison d'une hausse prévue du taux de chômage et d'un recul rapide de l'inflation vers 2% au second semestre 2022, semble ainsi assorti de risques haussiers.

La prochaine réunion du MPC du mois d'août sera décisive, car la BoE aura l'occasion de valider les anticipations de marché et préparer le terrain pour un resserrement plus précoce que prévu, à la lumière de ses nouvelles projections de croissance et d'inflation incluses dans son prochain rapport de politique monétaire.

Pays émergents

Asie

Chine : définir le « new normal »

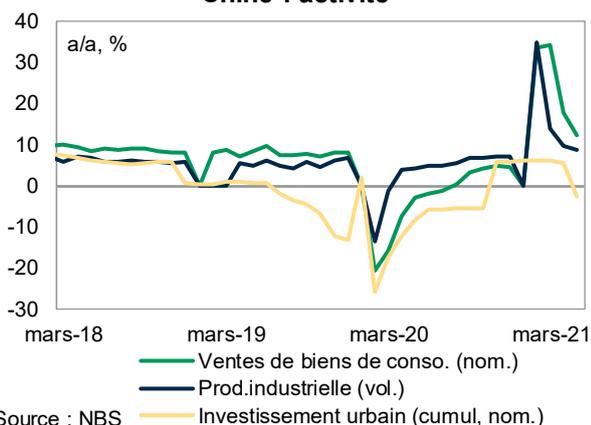
La croissance chinoise ralentit. Ce constat n'est en lui-même pas problématique : après 18,4% de croissance du PIB au premier trimestre, le consensus avait évidemment anticipé ce ralentissement. Tout l'enjeu, en revanche, est de savoir si ce dernier est trop rapide et surtout s'il correspond à la trajectoire dessinée et désirée par les autorités.

Un point d'ancrage : le niveau pré-crise

C'est qu'en Chine comme partout ailleurs, la crise a distordu les trajectoires de tous les indicateurs conjoncturels (composantes de la croissance, inflation) comme structurels (niveau des recettes et des dépenses publiques, taux d'épargne et d'investissement), tant est si bien que la recherche du « new normal » est devenue l'un des sujets de discussion du consensus.

Le premier réflexe est alors de regarder chaque indicateur non en glissement annuel, trimestriel ou mensuel, comme c'est habituellement le cas, mais en le comparant à son niveau pré-crise. Pour la Chine, les signaux seraient alors plutôt au vert : l'indice de production industrielle a dépassé son niveau de 2019 dès le troisième trimestre 2020, les exportations chinoises alimentent un excédent commercial historique (la barre des 600 milliards de dollars dépassée depuis février n'avait été atteinte que deux fois fin 2015/début 2016), et bien sûr le pays a évité la récession en 2020, lui permettant de dépasser son niveau de 2019 en termes de PIB.

Chine : activité



Source : NBS

Dans ce cortège de bonnes nouvelles, un point noir, et non des moindres : celui de la consommation privée. Contrairement aux autres indicateurs, elle n'a pas encore retrouvé son rythme de croissance pré-crise. En 2019, les ventes au détail avaient ainsi augmenté de 8% par rapport à 2018, un rythme plus rapide que celui de la croissance du PIB (6,1%). En 2020, elles avaient baissé de 4,8% par rapport à 2019, un rythme plus lent que celui de la croissance

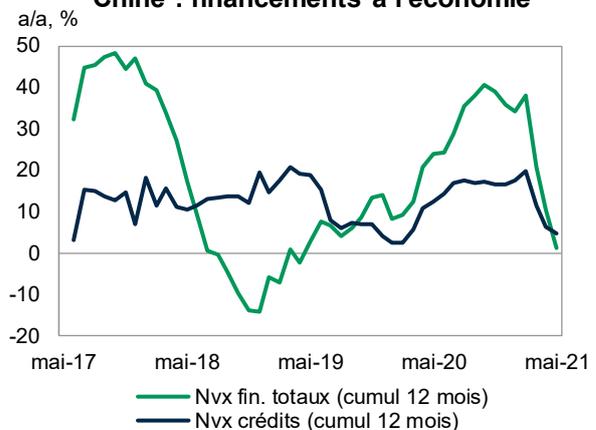
du PIB (2,3%). Sur les cinq premiers mois de l'année 2021, elles n'ont crû que de 8% par rapport aux cinq premiers mois de 2019, ce qui tranche là aussi avec l'accélération très forte observée au premier trimestre.

Quel contrôle de la trajectoire par les autorités ?

Il ne faut jamais oublier que la Chine reste une économie administrée, dans laquelle les autorités contrôlent le niveau d'activité et peuvent orchestrer son accélération ou son ralentissement.

La nette décélération du financement de l'économie observée depuis deux mois en est une première illustration : après avoir connu des taux de croissance entre 10 et 20% pendant un an (d'avril 2020 à mars 2021), la production de nouveaux crédits a progressé de moins de 5% en mai. Elle s'accompagne d'une consolidation fiscale beaucoup plus rapide qu'anticipé, qui traduit les inquiétudes des autorités chinoises face à l'accélération de l'endettement, des entreprises publiques notamment, en 2020.

Chine : financements à l'économie



Source : Crédit Agricole S.A.

Elle explique également la cible de croissance inhabituellement prudente dévoilée par les autorités en mars dernier (« au-dessus de 6% »). La nature administrée de l'économie chinoise pouvait se voir comme un avantage, car elle permettait d'encadrer les réflexions et les prévisions, mais aussi de lire la conjoncture et l'évolution du cycle (même si ce mot n'a pas vraiment sa place en économie administrée) au regard des cibles officielles.

Et pourtant, le consensus s'attendait à mieux et s'est fait surprendre par l'ampleur du ralentissement : depuis le début de l'année, les statistiques officielles ont été systématiquement inférieures aux prévisions.

L'inconnue de l'équation ? Le secteur privé et le comportement des ménages, dont la reprise était censée compenser la décélération côté offre, et qui place maintenant les autorités face à un arbitrage délicat : continuer la consolidation et la normalisation afin d'éviter la persistance d'un environnement monétaire et budgétaire trop accommodant, et donc une nouvelle hausse de l'endettement, quitte à freiner la croissance, ou bien réinjecter des liquidités dans l'économie ?

Le contexte actuel donne l'impression d'une Chine coupée en deux, dans laquelle deux circuits tournent de manière presque indépendante : d'un côté, celui de l'économie tournée vers l'exportation et de ceux qui la financent, celle des grands travaux et des secteurs stratégiques soutenus par la dépense

publique. De l'autre, celui des PME exclues des systèmes financiers institutionnels, qui ne se sont jamais véritablement réconciliés depuis leur mise à l'arrêt de 2020. C'est ce dernier qui, par la place prépondérante qu'il occupe sur le marché de l'emploi, explique la frilosité des ménages à réorienter une partie de leur épargne vers la consommation.

C'est sûrement dans les statistiques de l'inflation que ce décalage est le plus visible : alors que les prix à la production s'envolent (+7,4% en mai), à tel point que la Chine a accepté de puiser dans ses stocks stratégiques de métaux pour calmer les cours sur les marchés, les prix à la consommation patinent (1,3%).

Notre opinion – *Le fossé qui se creuse progressivement entre offre et demande depuis maintenant plus d'un an interroge d'autant plus que les autorités n'ont toujours pas pris de mesure visible pour raviver la demande. Il tranche avec le discours officiel qui veut faire de la consommation le premier moteur de l'économie chinoise, un souhait qui s'accompagne d'une nécessité, aucun pays – à l'exception de petites économies très ouvertes – n'ayant pour l'instant réussi à se développer durablement, sans rééquilibrer leur modèle de croissance. Il est en effet difficile d'imaginer que les autorités chinoises acceptent cette faiblesse de la consommation privée comme une « nouvelle normalité ».*

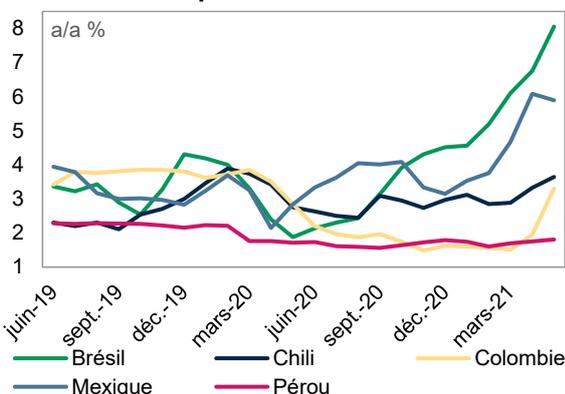
Amérique latine

Colombie : brève immersion dans l'univers des taux directeurs encore bas

Alors que la Banque centrale du Brésil a déjà relevé son taux directeur à trois reprises (à 4,25%), qu'une hausse de 25 points de base (à 4,25%) vient juste d'être décidée par la Banque centrale du Mexique¹, où en sont les autorités monétaires chilienne, colombienne et péruvienne² ? Toutes trois sont encore confrontées à un risque inflationniste moins alarmant, à des rythmes de reprise en accélération dans des pays pourtant secoués par des

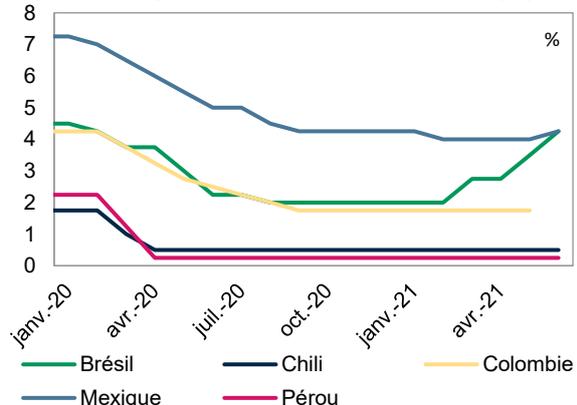
revendications sociales et politiques qui se sont électoralement récemment exprimées (Pérou) ou s'exprimeront prochainement (Chili et Colombie). Si les banques centrales du Chili et du Pérou ont laissé leurs taux directeurs inchangés début juin (à respectivement, 0,5% et 0,25%), la Banque centrale de Colombie (BanRep) devra émettre un avis la semaine prochaine.

Amérique latine : taux d'inflation



Sources : Banques centrales, CASA/ECO

Amérique latine : taux directeurs (%)



¹ Les prix à la consommation ont augmenté de 0,34% sur la première moitié de juin entraînant l'inflation sur un an à 6% (5,9% en mai ; cible de 3%, +/-1 point de pourcentage). L'inflation « core » a, pour sa part, progressé de 0,35% (4,6% sur un an contre 4,35% en mai).

² Cet article fait suite à celui du 4 juin : « Brésil et Mexique : que perçoivent et que disent les banques centrales ? »

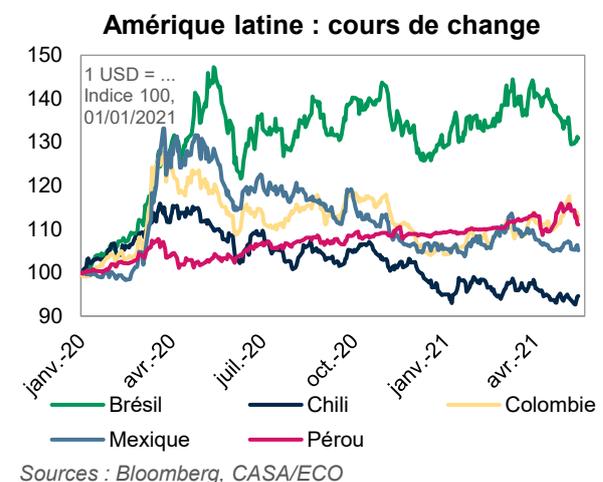
La Banque centrale colombienne (BanRep³) se montrait récemment prudemment optimiste sur la croissance, encore assez « confortable » quant au respect de sa cible d'inflation (3% +/- 1 point de pourcentage, p.p. pour un taux directeur maintenu à 1,75%) mais inquiète au sujet de la réforme fiscale sur les avancées de laquelle (ou précisément les risques liés à l'absence de progrès significatifs) elle se montrait volubile.

Notant une bonne résistance de l'activité au premier trimestre malgré de nouvelles restrictions de mobilité, BanRep tablait sur une croissance comprise entre 5,2% et 6% en 2021 mais soigneusement ramenée dans une fourchette [3,6%, 5,2%] afin d'intégrer les risques (épidémies supplémentaires et conditions budgétaires incertaines). L'inflation devait continuer d'être affectée par les excès de capacité de production⁴ en dépit de leur résorption progressive et une convergence vers le taux d'inflation cible de 3% en 2021 et 2022 restait envisageable.

Tout en notant déjà un « effet d'éviction » (demande réduite de crédit, augmentation de la part des investissements en titres publics, symptôme de détérioration des conditions fiscales), BanRep s'inquiétait en revanche d'un possible échec du projet d'ajustement budgétaire et avertissait qu'il serait de nature à limiter l'espace disponible pour une politique monétaire contra-cyclique⁵. Sans identifier une tendance nette justifiant un changement dans une politique monétaire jugée suffisamment expansionniste, la stabilité des taux était donc décidée.

Depuis lors, la croissance a confirmé son raffermissement ; l'inflation a sensiblement accéléré. Elle reste modérée (à 3,3% en mai sur un an) tout en excédant depuis peu l'objectif central d'inflation mais en demeurant dans l'intervalle toléré. L'inflation « core » (hors alimentation non transformée, tarifs publics et carburants) demeure faible à 1,6%. En revanche, le projet de réforme fiscale est sur la voie du dépérissement (voire de l'abandon) avec pour date butoir le 20 juillet⁶.

La prochaine réunion de politique monétaire se tiendra le 28 juin : alors que l'accélération de l'inflation n'est pas une menace imminente, on peut « légitimement » anticiper que BanRep fasse preuve d'un peu de patience et se cale implicitement sur le calendrier budgétaire avant de s'embarquer dans un resserrement précoce.



³ "Minutes for Banco de la República's Board of Directors Meeting on April 30, 2021" (3 mai 2021).

⁴ Le taux de chômage national total en mars était de 14,2% (16,8% pour les 13 plus grandes villes) et le taux de pauvreté monétaire atteignait 42,5% (en hausse de 6,8 points de pourcentage entre 2019 et 2020). Taux de chômage élevé et augmentation du taux de pauvreté justifiaient le taux d'intérêt directeur actuel, historiquement bas.

⁵ BanRep est explicite : « Le lancement d'un processus progressif d'assainissement budgétaire qui s'attaque aux effets de la pandémie sur la dette publique (maintenant estimés à environ 15 % du PIB) sera nécessaire pour garantir l'accès du secteur public aux sources de financement à des coûts raisonnables. Ne pas entreprendre avec succès un tel processus pourrait limiter considérablement la marge de

manœuvre de la politique monétaire pour continuer à soutenir la reprise de l'activité économique et de l'emploi ».

⁶ La période pour légiférer sur la réforme fiscale a pris fin le 20 juin ; cependant, grâce à une session extraordinaire avant le 20 juillet, le gouvernement Duque pourra présenter un nouveau projet au Congrès. Le ministère des Finances a donc élaboré un nouveau « *Medium Term Budget Framework* » qui devrait renforcer le volet social. Le financement proviendrait de l'augmentation des impôts sur les hauts revenus, de la réduction de la fraude et de l'évasion fiscale et de la vente d'actifs souverains. Il s'agit notamment de parvenir à une augmentation permanente des recettes de l'État d'au moins 1% à 1,2% du PIB. Toujours en cours de rédaction, les détails ne sont pas officiellement connus.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Liban : les réserves en devises chutent inexorablement, intensifiant le risque de pénurie

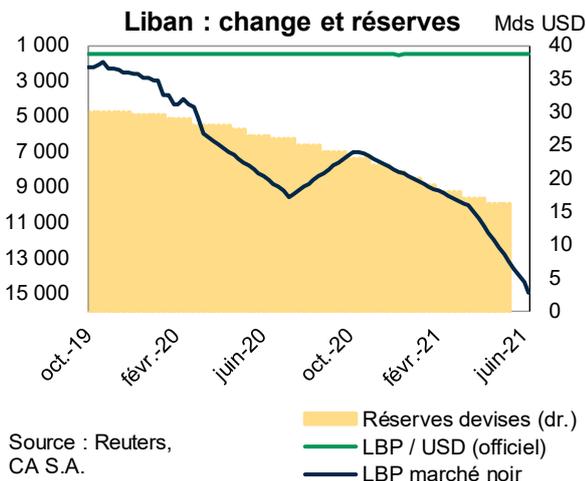
Alors que le blocage politique total du Liban est dénoncé par un grand nombre de pays, notamment la France, l'Union européenne et les États-Unis, la détérioration de la situation financière, économique et sociale se poursuit inexorablement sans que les dirigeants ne nomment un nouveau gouvernement avec pour mandat de reprendre les discussions avec le FMI. Sans accord de restructuration de la dette souveraine avec les créanciers internationaux et domestiques, aucun plan de relance ne pourra être mis en place et la spirale de crises multiples va se poursuivre.

Depuis un an et demi, le cours de la livre libanaise s'est effondré de 90% par rapport au dollar sur le marché noir. Alors que le cours officiel est toujours fixé à 1 500 livres pour un dollar, il faut désormais plus de 15 000 livres pour obtenir un billet vert à Beyrouth.

dollars en octobre 2019, date des premiers mouvements sociaux de protestation, à 16,2 milliards de dollars en avril 2021. Ceci équivaut à une baisse de 800 millions de dollars par mois mais le stock représente encore la moitié du PIB du pays. En l'absence de contrôle des changes officiel et d'un cours de change ajusté à la réalité économique, il est difficile de savoir si cette chute correspond bien au paiement des importations de produits de première nécessité. Des fuites illégales de capitaux auraient été effectuées au cours de la crise.

L'effondrement des réserves en devises qui se poursuit illustre la profondeur de la crise de liquidité. Cette chute va prolonger la forte baisse des importations de biens (elles ont déjà chuté de 46% en 2020). Alors que l'essence est rationnée et que des pénuries de biens de consommation frappent déjà le pays, des pénuries de produits alimentaires et de médicaments devraient apparaître dans les prochains trimestres, intensifiant la crise sociale et les émeutes populaires et développant les trafics de biens aux frontières. La crise a propulsé 55% de la population en dessous du seuil de pauvreté selon la Banque mondiale.

En 2020, la récession s'est établie à 21%. Le PIB du Liban est passé de 52 milliards de dollars en 2019 à 33 milliards de dollars. L'inflation moyenne de l'année 2020 est de 85% et de 146% au cours des quatre premiers mois de 2021. La dette externe en devises représente 2,5 fois le PIB et cinq fois les réserves en devises. La dette publique, à 42% en devises fortes, s'élève à 85 milliards de dollars, soit 258% du PIB à fin 2020. Une dérive à la vénézuélienne est en cours au pays du Cèdre.



Les réserves en devises (hors titres et stock d'or) à la Banque centrale sont tombées de 30 milliards de

Notre opinion – Poursuites judiciaires contre le gouverneur de la Banque centrale en Suisse et en France, menaces de sanctions internationales contre les responsables politiques inactifs pendant la crise, appel des multilatéraux (Banque mondiale, FMI...) à agir pour sortir de l'impasse politique et économique ; rien ne paraît faire bouger les dirigeants libanais. En fait, les autorités politiques sont déchirées, antagonistes et incapables de trouver un consensus, elles bloquent toute possibilité de sortie de crise. Le clientélisme et la corruption se sont accentués depuis le défaut souverain en raison de l'absence de contrôle des changes officiel, ce qui renforce la défiance des bailleurs de fonds internationaux, peu disposés à soutenir un pays à la dérive.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

👉 À l'Est, rien de nouveau ?

En Europe de l'Est comme ailleurs, l'inflation fait parler d'elle. Et comme ailleurs, elle reflète un mélange opaque de facteurs communs au monde entier et de singularités propres à chaque pays. Mélange qui devrait d'ailleurs rendre prudent quant à tout diagnostic global et simplificateur... De fait, en mai, les prix augmentent vite en Russie ou en Ukraine, dans une moindre mesure en Pologne et Hongrie, mais la Turquie ou la République tchèque connaissent une légère désinflation (après avoir atteint un pic à 17,1% pour la Turquie).

Malgré ces différences de tendances et de niveaux – et à défaut de savoir si l'inflation à moyen terme sera structurelle ou non... – certains facteurs communs marquent en ce moment les structures de prix de tous les pays. Ils sont nés de la pandémie et des distorsions qu'elle a créés dans l'économie réelle. Ainsi, après le grand moment déflationniste lié à l'arrêt de l'activité l'an dernier (qui va créer un très gros effet de base sur tous les chiffres du second semestre, croissance et prix inclus), la phase actuelle de reprise d'activité se traduit par des tensions sur les prix, issues à la fois de l'offre et de la demande et par des déséquilibres de prix relatifs, car tous les segments de prix ne sont pas soumis aux mêmes tensions.

La double inflation, par l'offre et la demande

Du côté de l'offre, les facteurs les mieux partagés sont, on le sait, la hausse des prix de l'énergie, des prix alimentaires et des transports. À cela s'ajoutent les effets des tensions sur les chaînes de valeur internationales de semi-conducteurs, mais aussi de produits manufacturés, tensions d'autant plus fortes que la part de ces derniers s'est tendanciellement accrue, avec la Covid-19, dans le panier de consommation des ménages.

Cette tension sur l'offre est plus ou moins exacerbée selon les singularités des pays, que ce soit en matière de structure productive ou de structure de la demande. Par exemple, en Pologne, la poussée des prix à la production est accrue par les tensions sur le marché du travail ; tandis qu'en Russie, l'inflation par la demande est nourrie par la hausse rapide des crédits à la consommation. Des accès de reprise épidémique freinent aussi la demande, et la dernière vague de Covid en Turquie peut ainsi expliquer une part de la désinflation. En Ukraine, l'augmentation des prix du gaz domestique a participé à la hausse des prix en mai (9,5%).

Cette situation très diversifiée, sur fond de facteurs communs, conduit à des réactions différentes des banques centrales. Cela contribue à brouiller la lecture globale du phénomène inflationniste : les banques centrales n'ayant pas une lecture uniforme des causes de la hausse des prix, et communiquant

donc des scénarios assez différents, impactent les anticipations des marchés, particulièrement volatiles en ce moment, et contribuent donc malgré elles à créer le « phénomène inflation ».

La Banque centrale russe (BCR) a été l'une des premières à réagir dans le monde émergent, confrontée à une poussée de toutes les composantes de l'indice des prix. La BCR a déjà relevé trois fois ses taux depuis le début de l'année, pour un total de 125 points de base, à 5,5%. Et d'autres hausses suivront, a-t-elle annoncé. Cette réaction rapide visait à éviter un décrochage de la confiance, dans un pays où les ménages, qui gardent en tête l'historique de nombreuses crises de change, sont prompts à intégrer dans leurs comportements de consommation des anticipations de prix à la hausse.

Les deux clés : crédibilité et anticipations

De fait, la question de la crédibilité des banques centrales et de leur capacité à gérer les anticipations va être essentielle dans les mois qui viennent. Crédibilité dans leur capacité à faire le bon diagnostic quant aux aspects structurels et/ou conjoncturels de l'inflation et crédibilité dans le *timing* de hausse des taux, au regard des impératifs de gestion conjoncturelle intérieure, mais aussi par rapport au cycle de resserrement de la Fed. C'est cette habileté dans l'arbitrage entre facteurs internes et externes qui va conditionner en même temps les évolutions des taux de change et le bon pilotage de la reprise.

La surveillance des indices des prix de production (PPI)

À plus court terme cependant, l'une des principales difficultés des banques centrales – notamment des pays producteurs de matières premières mais pas seulement, comme en témoigne la Turquie – va être de gérer la distorsion particulièrement frappante entre prix à la production et prix à la consommation, née de la singularité de la crise Covid elle-même, qui a frappé surtout l'économie réelle et les circuits d'échange internationaux. Une situation de « crise des ciseaux » donc, du nom que Trotsky (*himself* !) trouva alors pour caractériser la situation monétaire de la Russie des années 20....

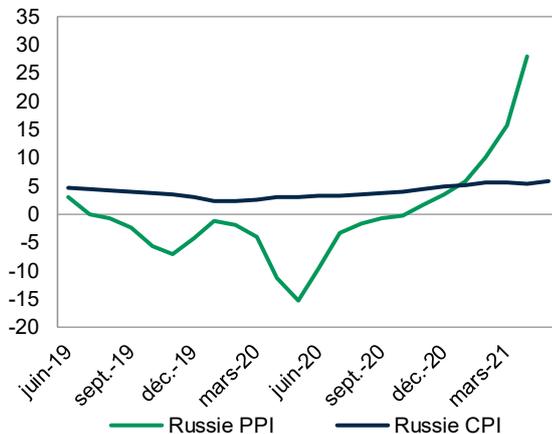
Arrêtons là la comparaison, mais il n'empêche : pour l'instant, la hausse des PPI se répercute peu dans les indices de prix à la consommation (CPI), mais cela représente une menace, notamment pour les entreprises qui peuvent être confrontées à une contraction de leur marge. Menace également pour toutes les banques centrales qui ont déjà augmenté leurs taux. Car, si ces hausses peuvent être efficaces pour stopper l'inflation par la demande,

cela n'aura pas grand effet face à une inflation par l'offre.

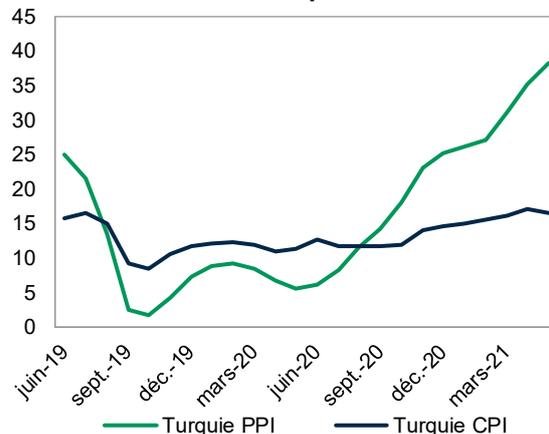
Dans ce cas, les banques centrales risquent de courir après les prix, ce qui aura pour effet paradoxal de désancrer encore plus vite les anticipations de hausse des prix. Surtout, le cocktail hausse des prix et hausse des taux (donc impact négatif sur

l'investissement et la croissance) conduirait rapidement au toboggan désagréable de la stagflation. Situation extrêmement dangereuse socialement et politiquement. En fait, la Russie, qui a des élections parlementaires à l'automne, ne peut tout simplement pas se permettre de ne pas maîtriser l'inflation...

La "crise des ciseaux" russe



... et la Turquie aussi



Afrique sub-saharienne

Covid-19 en Afrique : les dangers de la troisième vague

L'Afrique sub-saharienne a longtemps fait figure de continent épargné par la sévérité de la pandémie de Covid-19 sur le plan sanitaire. Si les chiffres sont très parcellaires sur l'étendue des contaminations et sur le coût humain, le peu de scènes d'hôpitaux saturés qui a pu être observé laissait une image moins dramatique du virus sur le continent. Aujourd'hui, la troisième vague qui frappe l'Afrique sub-saharienne laisse craindre des conséquences plus sévères. L'apparition et la diffusion du variant Delta, le même qui sévit en Inde, est responsable de cette inquiétude. Selon l'OMS, ce variant a désormais été repéré dans quatorze pays africains. La jeunesse de la population, présentée comme un rempart contre la mortalité lors des premières vagues, pourrait offrir une moindre protection face à ce variant.

Par ailleurs, des difficultés d'approvisionnement en oxygène sont rapportées dans plusieurs pays, avec comme conséquence de nombreux décès évitables. L'OMS pointe également le manque de respect des mesures de distanciation sociale comme étant responsable de cette nouvelle vague. Au Kenya par exemple, alors que le pays sort à peine de sa deuxième vague, le variant Delta se propage rapidement dans certaines régions, sur fond de retour des grands rassemblements.

Sur l'ensemble du continent, le nombre de nouveaux cas détectés la semaine dernière a augmenté de 31%, avec dix-huit pays sub-sahariens qui ont enregistré une augmentation de plus de 20%. La région la plus touchée est de loin l'Afrique australe, et en particulier l'Afrique du Sud, pays également le

plus touché par les vagues précédentes. Ce regain épidémique frappe principalement les centres économiques et politiques que sont Johannesburg et Pretoria. Par conséquent, le gouvernement a été forcé de rétablir le niveau d'alerte 3 (sur cinq existants).

L'hiver en cours serait en partie responsable de la plus grande circulation du virus. Néanmoins, il est difficile d'ignorer les déboires de la campagne vaccinale qui font craindre que cette troisième vague ne soit pas la dernière. En effet, malgré un avantage certain par rapport à d'autres pays de la zone pour déployer la vaccination, seul 1,8% de la population a reçu une première dose et moins de 1% est intégralement vaccinée.

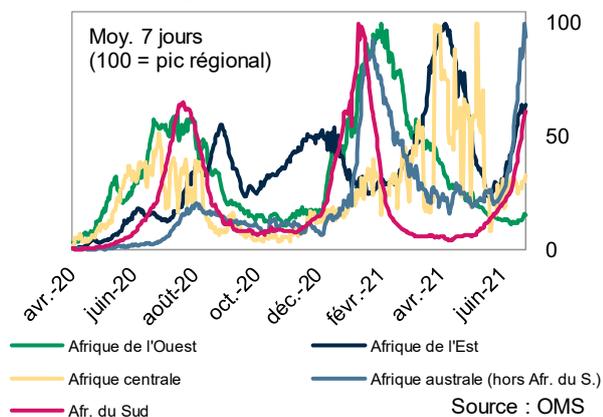
Pour régler ce problème, l'Afrique du Sud souhaite s'appuyer sur son industrie pharmaceutique et une production locale de vaccins. Le président Ramaphosa défend à cet effet l'abandon de la propriété intellectuelle sur les vaccins existants pour permettre à son pays de les produire. C'est néanmoins une autre option qui, pour l'instant, se met en place : l'OMS et l'Afrique du Sud ont annoncé il y a quelques jours la création dans le pays d'un *hub* dédié au transfert de technologies sur les vaccins mRNA. Ce centre doit permettre aux entreprises des pays en développement d'apprendre à industrialiser ces technologies sous licence grâce à des partenariats avec des entreprises produisant déjà ce type de vaccins. Selon Cyril Ramaphosa et les experts de l'OMS, cette initiative devrait permettre à l'Afrique du

Sud de produire ses premiers vaccins de ce genre dans un délai de neuf à douze mois.

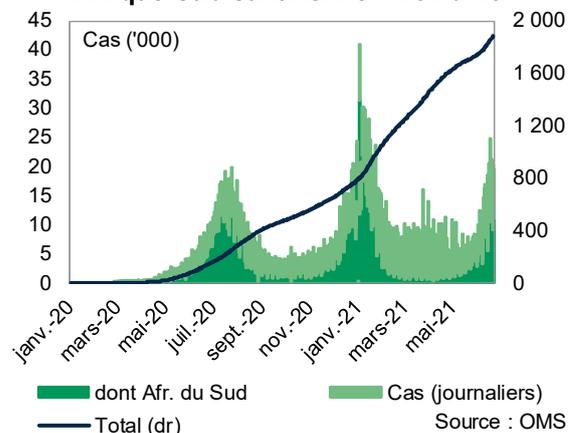
En dehors de l'Afrique australe, l'Ouganda est le pays où la situation est la plus préoccupante. Dans ce pays d'Afrique de l'Est, les contaminations journalières se sont très rapidement envolées pour

atteindre un nouveau pic. Là aussi le gouvernement a mis en place de nouvelles restrictions entrées en vigueur le 18 juin. D'autres pays, à l'image de la République démocratique du Congo, ont également dû durcir leurs règles sanitaires pour faire face à cette nouvelle vague.

Afrique sub-saharienne : cas journaliers par zone



Afrique sub-saharienne : Covid-19



Notre opinion – Début juin, l'Afrique comptait pour moins de 1% des doses de vaccins administrés. Cette réalité fait que les économies de la région évoluent désormais dans un univers de risque de plus en plus différent de celui des pays où la vaccination permet un début de retour à la normale. L'Afrique du Sud, par exemple, avait récemment enregistré de bonnes nouvelles économiques qui avaient permis la remontée de nombreuses prévisions de croissance pour 2021 (désormais entre +4% et +5%). Avec cette nouvelle vague et la possibilité d'une autre vague avant la fin de l'année, la fiabilité de la prévision décroît fortement. L'incertitude se concentre tout particulièrement sur les secteurs des services, pour lesquels les séquelles micro-économiques mettront d'autant plus longtemps à apparaître que l'activité n'a jamais encore pu pleinement reprendre.

Géo-économie

Moyen Orient - Afrique du Nord : le risque politique ne s'améliore pas

En quelques jours, les populations de trois pays du Moyen-Orient ont été appelées à s'exprimer par les urnes pour le choix de leurs dirigeants. Dans ces trois pays, ces scrutins envoient un signal désagréable de crispations politiques de plus en plus fortes. Les processus électoraux tout comme les choix politiques illustrent le maintien du risque politique interne à un niveau très élevé au Moyen-Orient.

Algérie : les élections législatives anticipées décidées par le président Tebboune pour légitimer sa politique ont mobilisé encore moins d'électeurs que lors des précédents scrutins. Le taux de participation officiel est de 23%, le plus bas constaté depuis l'indépendance du pays, il est aussi en forte baisse par rapport au scrutin de 2017 (30%). Certains partis politiques d'opposition (type FFS) avaient *boycotté* le scrutin et le mouvement populaire HIRAK avait été fortement réprimé avant les élections. Celles-ci n'ont d'ailleurs pas été tenues en Kabylie, région hostile au pouvoir central. La légitimité du scrutin en ressort donc affaiblie. Le FLN, ex-parti unique, sort vainqueur avec 105 sièges, suivi des représentants non affiliés (78), du MSP (islamistes, 64) et enfin du RND, le parti frère du FLN (57). Cette répartition obligera donc les partis de gouvernement (FLN et RND) à gouverner sous forme de coalition avec des voix extérieures.

Un résultat décevant pour le pouvoir et probablement au cœur de la démission récente du Premier ministre A. Djerad. Cette situation risque néanmoins de faire perdurer l'immobilisme tant politique qu'économique. Il est donc aussi probable que les mouvements sociaux du HIRAK ne s'apaisent pas, compte tenu d'une situation économique qui continue de se dégrader.

Iran : les élections présidentielles ont eu lieu le 18 juin sur une liste étroite de candidats pratiquement tous conservateurs, la candidature des réformistes crédibles ayant été invalidée par Khamenei. Ebrahim Raïssi, ministre de la Justice, conservateur dur et candidat malheureux aux deux précédents scrutins contre Hassan Rohani, était le candidat privilégié du pouvoir et a donc été élu dès le premier tour avec 62% de votes favorables, lors d'un scrutin que l'on peut qualifier de parodie de consultation populaire. Le désenchantement des électeurs iraniens, pourtant d'habitude très mobilisés pour les présidentielles (les taux de participation oscillent généralement entre 72% et 85%) est illustré par le très faible taux de participation de 49%. Moins d'un électeur sur deux est donc allé voter. Signe de la crispation du pouvoir et d'une image très dégradée des candidats « officiels », la campagne électorale n'a

pratiquement pas eu lieu, rendue inutile par l'investiture officielle et la victoire de Raïssi acquise au départ. Si l'on met de côté la fraude électorale institutionnelle qui a porté Ahmadinedjad à son deuxième mandat présidentiel en 2009 et a provoqué des émeutes, Raïssi est donc le président le plus mal élu de la République islamique. Ce constat et l'absence d'opposition politique tolérée par le régime retirent beaucoup de légitimité à cette élection. En Iran, le président a en fait des fonctions de Premier ministre. Khamenei, le « guide », est le véritable chef d'État. Raïssi, un ancien proche de l'ayatollah Khomeiny, a été impliqué dans les répressions politiques violentes des années 1980 et est considéré par les États-Unis comme un « complice de la violation des droits humains ». C'est désormais l'interlocuteur privilégié de l'administration Biden pour la nouvelle négociation de l'accord sur le nucléaire civil, ce qu'il vient de réaffirmer. Washington attendait ce scrutin pour poursuivre les discussions. Raïssi plaide également pour une reprise des relations diplomatiques avec l'Arabie saoudite.

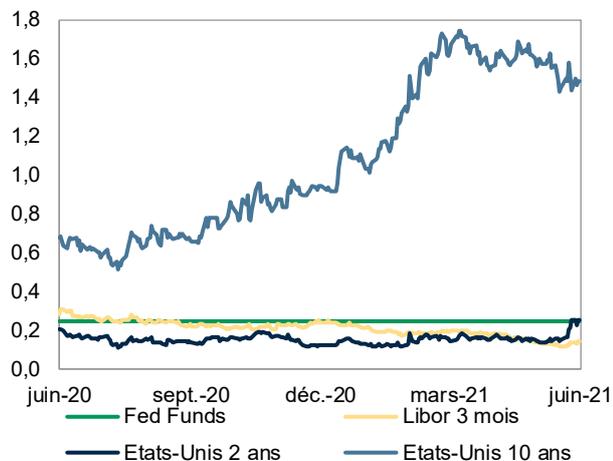
Israël : en Israël, les législatives de mars dernier ont abouti à un éclatement du Parlement en treize partis politiques et ont aussi consacré l'effondrement du parti travailliste (6%). De nombreuses discussions et tractations ont eu lieu pour trouver une coalition improbable de partis et d'idéologies antagonistes dont la seule valeur commune était de faire partir Netanyahu (chef du parti conservateur Likoud) du pouvoir. Cela a abouti à la nomination d'un Premier ministre issu d'un nouveau parti, Naftaly Bennett, ex-bras droit de Netanyahu, de tendance droite radicale mais assez pragmatique. Celui-ci cédera son poste au bout de deux ans à Yaïr Lapid, chef du parti Yesh Atid, l'un des vainqueurs de l'élection. Avec une majorité d'une seule voix à la Knesset, le risque d'instabilité politique est élevé, car un parti islamiste fait aussi partie de cette coalition. Comme pour les précédents scrutins, il est probable que ce gouvernement n'aille pas au terme de son mandat. L'instabilité politique pourrait donc perdurer, car elle est inscrite dans le fonctionnement du scrutin à la proportionnelle. L'une des premières déclarations du nouveau Premier ministre Bennett a été de condamner les élections en Iran et de réaffirmer l'opposition à la renégociation d'un accord sur le nucléaire avec l'Iran.

Syrie : début juin, une parodie d'élection a eu lieu en Syrie, dans les territoires restreints sous le contrôle de Damas, renouvelant Bachar El Assad au pouvoir, seul candidat à sa propre succession. La mise en scène du régime dictatorial a pour seule limite la durée de vie du dictateur.

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

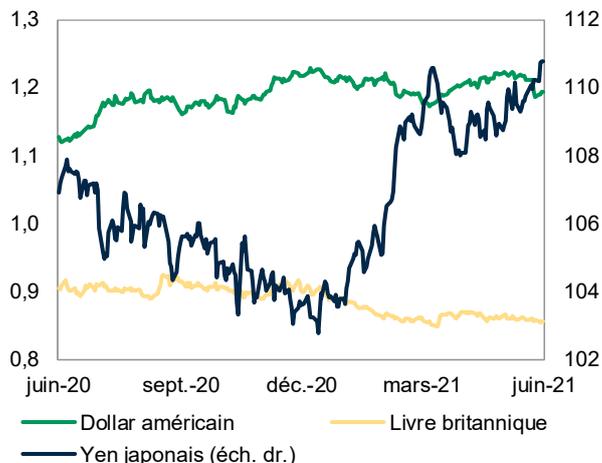
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

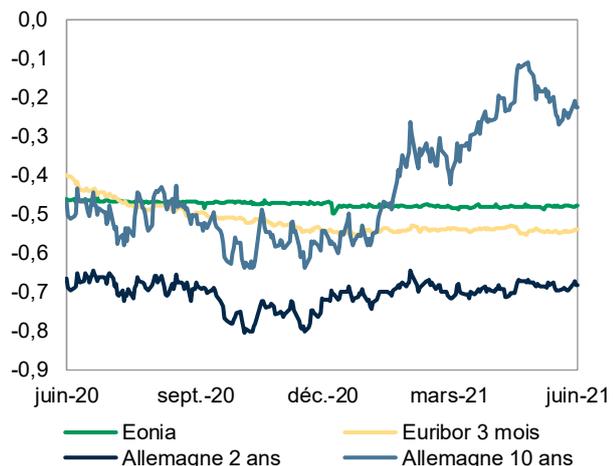
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

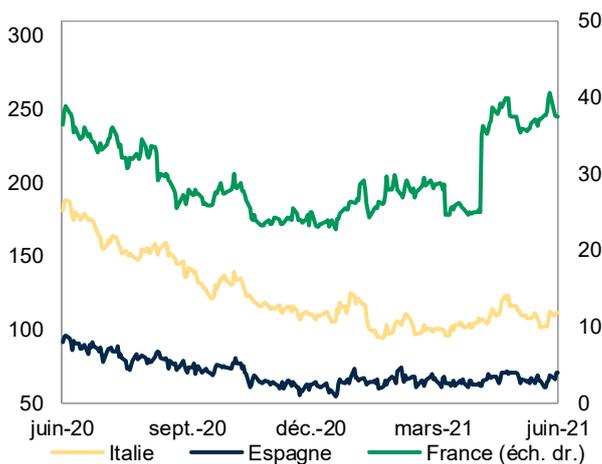
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

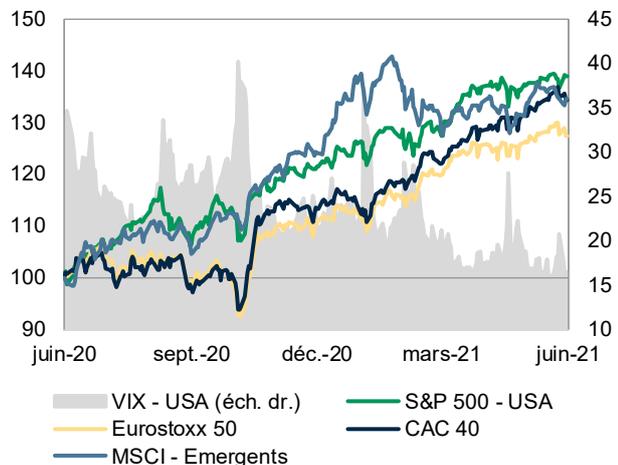
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

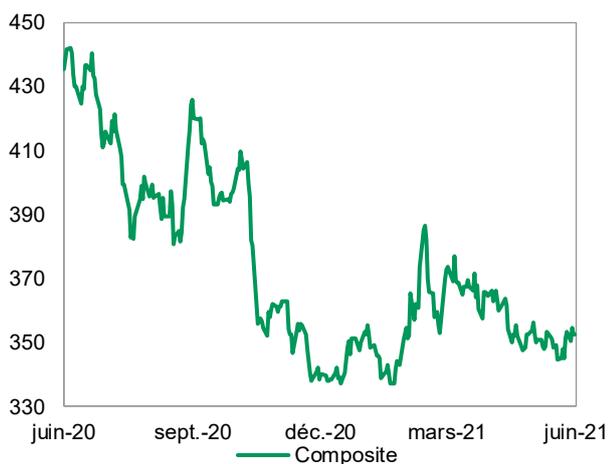
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

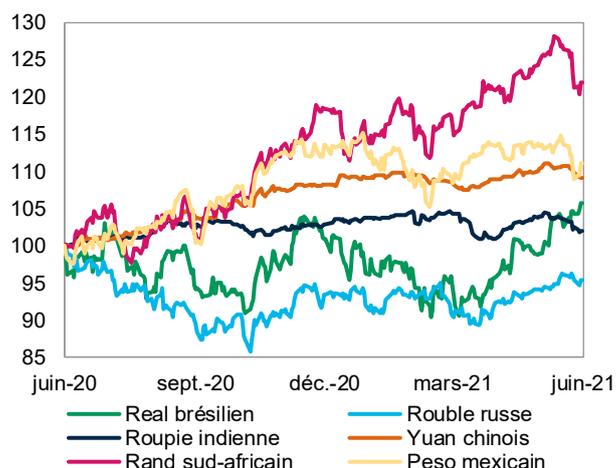
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

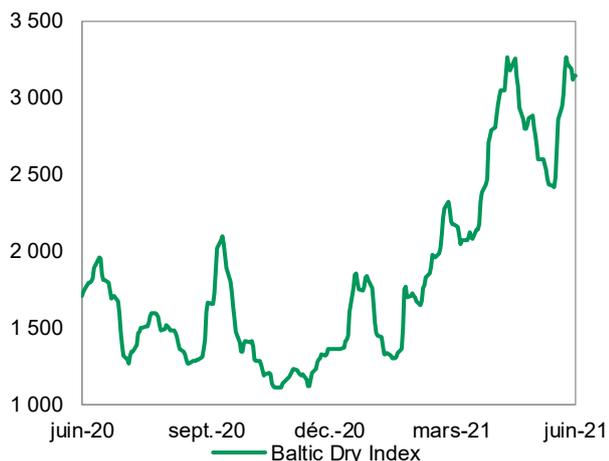
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

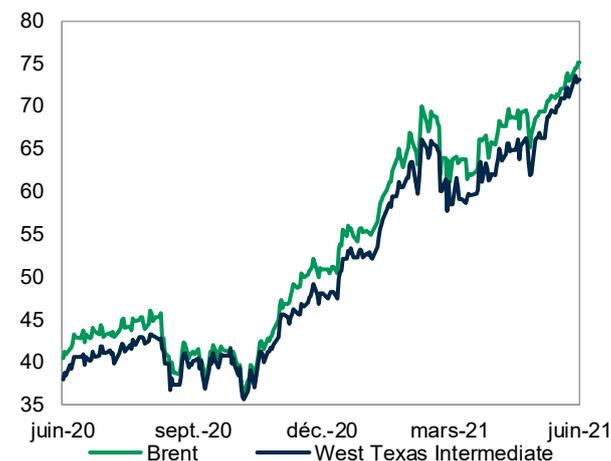
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

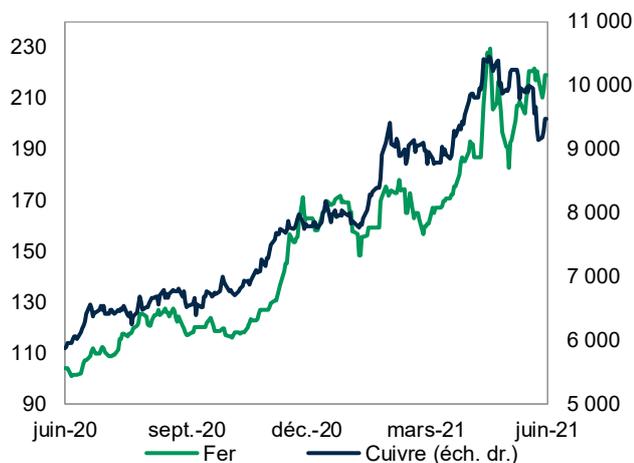
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

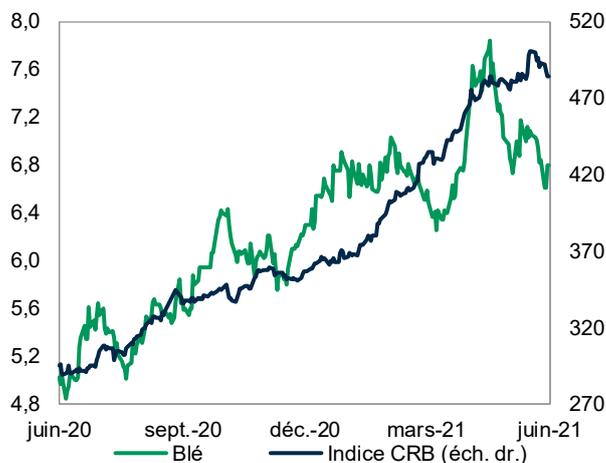
USD/tonne métrique



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
24/06/2021	Plans de relance nationaux - Allemagne, l'électrochoc budgétaire !	Allemagne
24/06/2021	Henry, Milan et les autres...	Monde
23/06/2021	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agroalimentaires
23/06/2021	Brésil – Beaucoup de taux et d'inflation, un peu plus de croissance	Brésil
23/06/2021	Plans de relance nationaux - France Relance, un plan pour soutenir la croissance dans la durée	France
21/06/2021	Royaume-Uni – Un mois de mai riche en nouvelles "hawkish" outre-Manche	Royaume-Uni
21/06/2021	NGEU, le plan de relance européen – Une nouvelle politique économique	Zone euro
18/06/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/06/2021	Les insectes : une protéine qui fait mouche	Agri-agro
16/06/2021	Mexique – Un petit revers, d'importantes conséquences	Amérique latine
15/06/2021	États-Unis – L'inflation atteint 5% en mai, de nouveau au-delà des anticipations	États-Unis
14/06/2021	Zone euro – Conjoncture flash : PIB et emploi au T1 2021	Zone euro

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 BENADJAOU, 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 MAYER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

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

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

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

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

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