Perspectives

Hebdomadaire – N°21/249 – 9 juillet 2021

MONDE – L'actualité de la semaine

- *Enfin l'heure de la prise de conscience ?* 2
- *L'occasion ratée de la BCE : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?* 3
- *France : nouveau repli de la production manufacturière en mai* 4
- *Zone euro : le sursaut de la croissance au T2 se concrétise davantage sous l'effet d'une consommation débridée* 4
- *Zone euro : un recul de la production industrielle au mois de mai* 5
- *Espagne : l'emploi se consolide, le gouvernement prépare les réformes* 6
- *Asie du Sud : l'impossible sortie de la contrainte sanitaire ?* 8
- *Amérique latine : rapide bilan de la situation sanitaire* 10
- *Moyen-Orient - Afrique du Nord : malgré des hausses, les politiques fiscales restent laxistes* 11
- *Kenya : sortir de la crise pour mieux investir* 13
- *News géo-économiques* 15

☞ Enfin l'heure de la prise de conscience ?

L'aversion pour le risque était clairement de retour sur les marchés cette semaine : les indices actions se sont repliés (-2,3% pour l'Eurostoxx 50, -0,7% pour le S&P 500 et -2,9% pour le MSCI *Emerging markets*) et l'indice de volatilité implicite du S&P 500 a gagné près de 4 points. Les taux de rendement obligataires sans risque ont fortement baissé : -14 points de base (pb) sur la semaine pour le dix ans américain à 1,30% (et brièvement touchant 1,25% au cours de la journée de jeudi), un plus bas depuis février, et -8 pb pour le Bund allemand à -0,36%, un plus bas depuis mars.

Les marchés, jusqu'à présent peu sensibles à la propagation du variant Delta, maintenant présent aux États-Unis et en progression rapide en Europe, semblent désormais réaliser son existence et les dégâts potentiels. Le rythme des vaccinations recule aux États-Unis pour le sixième jour consécutif à moins de 600 000 par jour, contre plus de 3 millions par jour en avril dernier. Un ralentissement qui risque de freiner la course contre le virus, avec des implications potentiellement négatives pour la croissance.

Le variant Delta n'est toutefois pas la seule source d'inquiétude. Il ne fait que renforcer les anticipations d'une modération de la croissance au second semestre consécutif à un fléchissement de la consommation des ménages, pourtant naturel après le rebond initial. L'aplatissement observé des courbes de taux est symptomatique des inquiétudes sur les perspectives de croissance future.

Aux États-Unis, les plans de relance en cours de discussion sur les dépenses d'infrastructures ne sont pas de nature à produire le même impact sur la croissance que les plans précédents, beaucoup plus axés sur un soutien direct à la consommation des ménages et aux entreprises. Sous sa forme actuelle, le plan prévoit 579 milliards de dollars de dépenses, soit seulement une fraction du plan initial du président Joe Biden (2 300 milliards de dollars) et devrait être réparti sur huit ans. Les perspectives de ralentissement de la croissance ont aussi pesé sur le cours du pétrole avec une chute du cours du Brent (pétrole de mer du Nord) de 3% sur la semaine et ce malgré l'absence d'accord au sein de l'Opep+ sur un ajustement à la hausse des quotas de production.

Alors, s'agit-il du début d'une correction durable sur les marchés ou seulement d'une prise de profits avant l'été sur des niveaux de valorisations records ? Il est évidemment difficile de trancher. Tant que les gouvernements restent enclins à soutenir l'activité en cas de nouvelle restriction à la mobilité, tant que les banques centrales demeurent *dovish*, assurant une liquidité abondante, on peut raisonnablement penser que cette correction de l'appétit pour le risque devrait être brève. Mais il est clair que la nervosité sur les marchés risque de continuer, d'autant plus que les investisseurs craignent qu'une inflation élevée, quoique vraisemblablement transitoire, n'entraîne des erreurs de politique monétaire susceptibles de provoquer un resserrement des conditions financières globales et un déraillement de la reprise.

Fort heureusement pour les marchés, les « minutes » du FOMC de juin n'ont pas procuré de surprise *hawkish*, confirmant qu'il existait clairement des opinions divergentes au sein du FOMC concernant le besoin de réduire les achats d'actifs. Alors que la Fed se prépare à entamer ses discussions sur le « *tapering* », les minutes mettent l'accent sur le degré d'incertitude et les risques toujours orientés à la baisse sur la croissance. Si la nécessité de se préparer au *tapering* n'est pas remise en cause, étant donné les évolutions sur l'inflation, la majorité des membres du FOMC estime que les incertitudes sont trop élevées sur le front pandémique et économique pour initier le « *tapering* » rapidement. Parmi ceux qui ont plaidé en faveur de la patience, figurent le président Jérôme Powell et le président de la Fed de New York John Williams. Les discussions au cours des prochains FOMC sur le *tapering* devraient révéler plus de détails sur les plans de la Fed ; le *tapering* devrait lui-même commencer début 2022.

Enfin, la BCE a devancé les anticipations en livrant plus tôt qu'il n'était pressenti (à la rentrée) les conclusions de la revue de stratégie monétaire : les attentes étaient modestes, elles ont été déçues (cf. *éditorial*).

Editorial

☞ L'occasion ratée de la BCE : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?

Les attentes en termes de changement de la fonction de réaction de la politique monétaire de la BCE étaient modestes. La plupart des observateurs avaient intégré le fait que les conclusions de la revue de la stratégie de la BCE iraient moins loin que celles de la Fed en termes de modification de ses objectifs et de ses instruments.

Et, déjà, la Fed avait déçu. Sa nouvelle stratégie de ciblage moyen de l'inflation manquait de précision. Elle ne spécifiait pas la période sur laquelle la moyenne était calculée, laissant planer une incertitude (vite captée par les marchés) sur l'intensité de sa tolérance à une inflation plus élevée. De plus, si la revue de stratégie de la Fed fournissait une explication des dynamiques passées ayant conduit à un affaiblissement de l'inflation et du taux d'intérêt d'équilibre, elle s'interrogeait peu sur l'avenir et sur l'opportunité de projeter ces tendances dans le futur.

Pour la BCE, la nécessité de développer une narration partagée des raisons pour lesquelles sa cible a été constamment manquée dans le passé était encore plus forte : elle l'était car sa crédibilité est davantage en jeu que celle de la Fed. Elle dispose en effet d'une moindre flexibilité d'action et les conséquences redistributives, mais aussi politiques, des divergences dans les trajectoires nationales d'inflation sont plus importantes dans une union monétaire. Une analyse des déterminants de ces trajectoires divergentes de prix, de revenus et de productivité et de leur impact sur la conduite de la politique monétaire aurait été souhaitable.

La BCE a clairement identifié qu'une part importante de l'explication d'une moindre sensibilité de l'inflation à la politique monétaire et à l'activité vient du décrochage des anticipations d'inflation. Pour les « raccrocher », il faut donc développer une narration très claire sur les erreurs passées, sur la trop forte dépendance de sa politique à la personnalité et aux croyances de son gouverneur, sur les causes de ce décrochage, sur la façon dont l'inflation passée influe sur l'inflation future.

Mais, s'interroger sur le passé n'est pas suffisant. Une revue de stratégie se doit d'être, par définition, tournée vers l'avenir puisqu'elle forge l'action des prochaines décennies. Il faut engager une politique monétaire non pas sur ce qui s'est passé, mais sur ce qui adviendra. Il s'agit d'un engagement à la fois préventif et doté d'une cohérence temporelle.

On sait que, durant la période qui a suivi la grande crise économique et financière, les capacités excédentaires ont été sous-estimées, que le taux d'intérêt d'équilibre a baissé, que les anticipations d'inflation sont devenues plus inertes, ou du moins visqueuses, que la courbe de Phillips s'est aplatie. Dans ce contexte, mener une politique attentiste, en se donnant le temps de la compréhension des tendances de fond, avait un sens.

Aujourd'hui, des préoccupations d'une autre nature commencent à faire surface : le déclin du taux d'activité des cohortes plus âgées, comportant une baisse des capacités excédentaires sur le marché du travail, une accélération de la productivité liée à la numérisation et à la crise du Covid pouvant augmenter la croissance potentielle et le taux d'intérêt d'équilibre, une remontée des anticipations d'inflation suite à des hausses, même temporaires, des prix, une courbe de Phillips non linéaire, qui peut se pentifier à de faibles niveaux de chômage.

Il aurait donc été nécessaire de s'interroger en profondeur : ces tendances sont-elles avérées et permanentes ? Peuvent-elles précisément être celles qui domineront les prochaines décennies ? Si tel était le cas, le coût d'une politique monétaire trop attentiste pourrait augmenter.

Ces questionnements sont certes plus pertinents pour les États-Unis que pour la zone euro. On était tout de même en droit d'attendre une réponse de la part de la BCE à une question cruciale : les grandes tendances qui ont réduit les marges de manœuvre des banques centrales au cours des dernières décennies ont-elles vocation à persister au cours des prochaines décennies (ou même, modestement, années) ?

Un questionnement plus précis sur les instruments était aussi nécessaire. Au-delà d'une compréhension complète sur la dynamique sous-jacente de l'inflation, il faut aussi développer une compréhension fine du lien entre les actions de la BCE et ses objectifs, de l'efficacité des instruments de politique monétaire, des résultats produits par les différentes cibles potentielles ou leurs diverses interprétations.

Ces questionnements sont au cœur de notre réflexion quotidienne que l'on essaie de nourrir avec les débats académiques en cours. Nous étions dans l'attente de réponses émanant des analyses de la Fed et, davantage encore, de celles de la BCE. Nous avons été déçus et, avec nous, tous les acteurs qui cherchaient un point d'ancrage pour construire leurs anticipations à moyen terme.

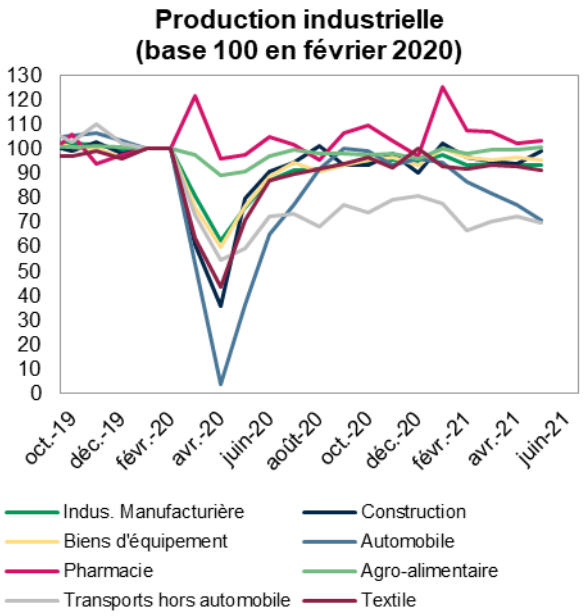
Sans cette clarification, sans guidage des anticipations et avec le peu de marges d'action supplémentaires que la BCE s'est donné, c'est sur la politique budgétaire que reposera le défi du soutien de la croissance potentielle et de l'inflation. Et, à ce propos, il est légitime de se poser la question des marges de manœuvre dont elle disposera pour atteindre ces objectifs afin de reconstituer les marges d'action de la politique monétaire.

Zone euro

France : nouveau repli de la production manufacturière en mai

La production manufacturière recule à nouveau en mai (-0,5%), après une légère baisse en avril (-0,1%). Elle s'établit ainsi à un niveau 6,9% inférieur à son niveau d'avant-crise, alors qu'elle s'en était nettement rapprochée il y a quelques mois. L'activité au mois de janvier avait, en effet, atteint 99% de son niveau d'avant-crise dans le secteur manufacturier.

Dans l'ensemble de l'industrie, la production baisse de 0,3% par rapport au mois d'avril. Par branche, le recul est particulièrement marqué dans l'industrie automobile (-7,9% sur un mois en mai, après -5,9% en avril), l'activité est ainsi loin de son niveau d'avant-crise (-29% par rapport à février 2020), alors qu'elle avait retrouvé des niveaux quasi normaux à l'automne. Certains secteurs comme l'industrie agro-alimentaire, la fabrication de biens d'équipement ou le secteur pharmaceutique résistent quant à eux face au ralentissement de l'activité industrielle observé depuis quelques mois.



Sources : Insee, Crédit Agricole SA ECO

☑ **Notre opinion –** *Depuis le début d'année, l'activité industrielle ralentit malgré un climat des affaires très favorable, selon les chefs d'entreprises du secteur, et des carnets de commandes bien garnis. Cela s'explique par la reprise forte de l'activité au niveau mondial et en particulier dans les pays développés, tandis que certaines régions productrices de biens intermédiaires n'ont pas repris leurs activités au même rythme.*

De plus, la reprise forte de la demande entraîne des contraintes logistiques (notamment sur le trafic maritime) et ces deux facteurs causent des tensions sur les chaînes d'approvisionnement en biens intermédiaires et en matières premières. L'exemple le plus marquant est celui du secteur automobile qui, après avoir retrouvé une activité quasi normale à l'automne dernier, décroche à nouveau. En effet, le secteur fait face à une pénurie de semi-conducteurs majoritairement produits en Asie, ce qui entraîne de nombreux retards de production et même l'arrêt de certaines chaînes de production et d'usines chez certains constructeurs. La pénurie touche également la plupart des métaux et les matériaux de construction.

Zone euro : le sursaut de la croissance au T2 se concrétise davantage sous l'effet d'une consommation débridée

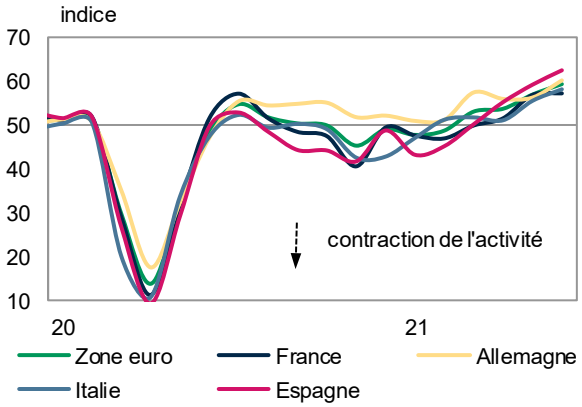
L'indice composite d'activité des directeurs d'achat en zone euro atteint 59,5 points au mois de juin, soit légèrement au-dessus de la version préliminaire publiée une semaine auparavant (59,2 points). L'indice souligne une expansion de l'activité à son plus haut niveau depuis quinze ans, guidée par la vigueur de l'activité industrielle (63,4 points, plus haut niveau historique) et l'accélération marquée des services (58,2 points, plus haut niveau depuis 2007).

La ventilation par pays souligne la très forte accélération de l'activité en Espagne (62,4 points) et en Allemagne (60,1 points) où l'indice atteint respectivement son plus haut niveau des vingt et dix dernières années. L'Italie (58,3 points) et la France (57,4 points) enregistrent leur plus forte performance des trois dernières années. Les demandes domestiques et étrangères soutiennent ce solide regain d'activité. Des tensions sur les capacités productives apparaissent avec un rythme de création d'emplois en hausse ces cinq derniers mois et un volume du travail en attente en constante augmentation. Par ailleurs, le coût des biens intermédiaires, du carburant et des charges opérationnelles est décrit comme étant significativement en hausse par les entreprises, concrétisant un peu plus la poursuite des tensions inflationnistes.

En parallèle, les données de ventes au détail du mois de mai dévoilent elles aussi une amélioration du volume du chiffre d'affaires du secteur sur l'ensemble de la zone euro. Les ventes au détail de la zone bondissent ainsi de 4,6% sur le mois sous l'impulsion de la France (+9,9% sur le mois) et de l'Allemagne (+4,2%), tandis qu'elles stagnent en

Espagne et en Italie (+0,2% sur le mois). Comparativement à la situation d'avant-crise, l'Allemagne et la France enregistrent des ventes supérieures de respectivement 5,2% et 8,7%, suggérant un rebond de la consommation assez marqué dans ces deux pays au deuxième trimestre, tandis qu'il pourrait être plus modeste en Italie et en Espagne qui accusent encore un repli de leurs activités commerciales de 3,7% et 2,6% par rapport à leur niveau d'avant-crise.

UEM : indicateurs composites d'activité



Sources : IHS, Crédit Agricole S.A.

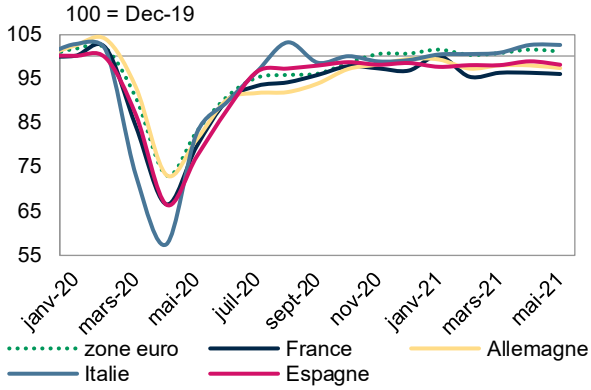
☑ **Notre opinion –** *L'enquête d'activité PMI suggère des perspectives de croissance très optimistes pour ce deuxième trimestre grâce à la vigueur de la demande à la fois domestique et étrangère dans les différents pays de la zone euro. Celle-ci est alimentée tant par le dynamisme du secteur industriel que par l'essor des activités de services. Les ventes au détail de mai s'avèrent également dynamiques, notamment en France et en Allemagne qui enregistrent des rebonds marqués de leurs activités commerciales ce qui laisse présager d'une consommation privée soutenant fortement la croissance attendue du deuxième trimestre.*

☞ Zone euro : un recul de la production industrielle au mois de mai

La production industrielle allemande a reculé de 0,5% sur un mois en mai. Ce deuxième mois consécutif de repli de l'activité est principalement marqué par la baisse de la production en biens d'équipement (-3,4% sur le mois), tandis que les productions en biens de consommation (+4,1%) et en biens intermédiaires (+0,6%) ont augmenté. En dehors de l'industrie, la production dans l'énergie a chuté de 2,1%, tandis que celle dans la construction a augmenté de 1,3%. Les commandes industrielles ont également reculé au mois de mai (-3,7%) pour la première fois depuis décembre dernier, suscitant quelques inquiétudes de la part des investisseurs qui tablaient davantage sur une poursuite de la demande. Toutefois, celle-ci résulte essentiellement de la baisse de la demande des pays hors de la zone euro en machines et biens intermédiaires, mais les carnets de commandes demeurent suffisamment garnis pour assurer la bonne poursuite de l'activité. Les entreprises déclarent en effet être davantage préoccupées par la réduction de leurs arriérés de commandes plutôt que par l'acquisition de nouvelles.

Les problèmes d'approvisionnement en matières premières et biens intermédiaires demeurent la principale source d'inquiétude du secteur. À ce stade, la production industrielle allemande reste 2,9% inférieure à son niveau d'avant-crise. En France, la production manufacturière s'est repliée de 0,5% sur un mois en mai, enregistrant ainsi un deuxième mois de contraction du secteur. Cette baisse résulte pour une large part du repli de la production de matériels de transport, en baisse marquée de -5,4% sur le mois en raison de la pénurie de certains entrants dans l'industrie automobile, tandis que la production en biens d'équipement diminue plus modérément (-0,8%). Par rapport à son niveau de février 2020, dernier mois avant la crise sanitaire, la production manufacturière française reste encore en repli de 6,9%. En Italie, la production industrielle a chuté de 1,5% sur le mois de mai, mettant fin à cinq mois consécutifs de hausse continue. La baisse concerne la production de biens de consommation mais aussi intermédiaires et d'équipement. En Espagne, la production industrielle a diminué de 0,8% sur le mois. Sur l'ensemble de la zone euro la production industrielle dans son ensemble est ainsi attendue en baisse de 0,7% sur le mois de mai.

UEM : production industrielle



Sources: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

☑ **Notre opinion –** *La production industrielle a reculé dans les quatre grands pays de la zone euro, laissant présager d'un recul de près de 0,7% sur le mois pour l'ensemble de la zone. Les commentaires recueillis dans les différents pays semblent indiquer une contraction inattendue de la production dans les biens d'équipement et le matériel de transport, avec des baisses marquées dans le secteur automobile. Les problèmes d'approvisionnement semblent perdurer et continuent de pénaliser l'activité du secteur, tandis que la demande semble néanmoins encore solide. La question de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement à court terme se fait plus prégnante en raison du renforcement de la demande inscrite dans les enquêtes du mois de juin. Ce défi logistique risque de mettre en péril le sursaut tant attendu de la croissance du prochain trimestre. La reprise de la demande est aussi satisfaite par le déstockage après des mois d'accumulation continue des stocks. Ce facteur a pu aussi réduire temporairement l'activité de production.*

☞ Espagne : l'emploi se consolide, le gouvernement prépare les réformes

En juin2021, l'Espagne a presque retrouvé le niveau d'emploi de l'été 2019. Les 233 000 nouveaux emplois ont porté le total à 19,5 millions de travailleurs, au cours de ce qui a été le meilleur mois de juin de l'histoire de l'emploi en Espagne. Toutefois, les bons chiffres de l'emploi ne sont pas incompatibles avec le fait qu'il y ait encore 368 292 chômeurs de plus qu'avant l'arrivée du virus, portant le nombre de chômeurs à 3,6 millions.

Il s'agit probablement des travailleurs qui ont perdu leur emploi au cours du printemps 2020. C'est ce que reflètent les données actualisées vendredi par les ministères du Travail et de la Sécurité sociale, dopées par l'effervescence des embauches dans les secteurs de la restauration et de l'hôtellerie, qui retrouvent une activité modérée, après leur arrêt total depuis mars 2020. L'industrie hôtelière, à elle seule, a contribué à la moitié des nouveaux emplois créés en juin.

Les ERTE (chômage partiel) ont également poursuivi leur tendance à la baisse, puisque certaines entreprises auparavant limitées dans leur activité rouvrent ou augmentent leur chiffre d'affaires. Le mois de juin s'est terminé avec 447 800 travailleurs en chômage partiel, soit environ 100 000 de moins qu'en mai. Parmi eux, environ 300 000 sont totalement inactifs et le reste est en emploi partiel.

Le chômage a accumulé son quatrième mois consécutif de baisse (-166 911 chômeurs). L'interrogation sur ce qu'il adviendra des travailleurs au chômage partiel une fois que le gouvernement aura retiré les aides publiques, reste pertinente. La ministre Escrivá a reconnu qu'il est probable qu'environ 150 000 des 447 800 personnes actuellement concernées par un ERTE finissent par se retrouver au chômage.

☑ **Notre opinion –** *L'amélioration de l'emploi pendant les mois d'été était prévisible, étant donné l'effondrement du tourisme depuis l'année dernière. La moindre réactivation, favorisée par la vaccination, aurait eu un effet notable sur l'emploi dans les services où le recours aux contrats flexibles est très utilisé. Et c'est pour cela que le gouvernement, pressé par les réformes attendues par la Commission européenne afin de débloquer les fonds du plan de relance NGEU, commence à dévoiler sa stratégie pour réduire la précarité du marché du travail espagnol (20% de l'emploi total en 2019 sont des emplois temporaires).*

Actuellement, le statut des travailleurs reconnaît la possibilité de signer des contrats temporaires lorsque les circonstances du marché, l'accumulation de tâches ou l'excès de commandes l'exigent, même dans le cadre de l'activité normale de l'entreprise. Le projet envoyé aux partenaires sociaux établit que le contrat de travail est présumé être à durée indéterminée, bien que des contrats temporaires puissent être signés pour des raisons productives et organisationnelles. Par exemple, dans ce nouveau cadre, un contrat temporaire pourrait être signé en cas d'accroissement occasionnel et imprévisible de l'activité de l'entreprise qui ne peut être satisfait par son personnel habituel. Mais, et c'est là l'essentiel, en aucun cas ce contrat ne pourrait être utilisé pour assister l'activité normale et permanente de l'entreprise. Il existe en effet des secteurs qui ont aujourd'hui une forte utilisation continue des contrats temporaires, par exemple la construction, et qui ont un grand nombre d'intérimaires liés aux chantiers et projets.

Une autre proposition avancée par le ministère concerne les emplois considérés comme saisonniers, qui ne devraient pas justifier un contrat temporaire, selon la ministre. Actuellement, le travail temporaire est largement utilisé, pour les campagnes de vente de Noël dans le commerce, pour couvrir certaines saisons dans l'hôtellerie ou bien dans l'agriculture pour les récoltes. L'exécution de travaux à caractère saisonnier ne justifierait plus un contrat temporaire pour des raisons productives, mais devrait faire l'objet d'une embauche selon les modalités indéterminées spécifiquement prévues à cet effet. Il s'agit de la modalité de contrat à durée déterminée discontinue, qui est très courante dans le tourisme, secteur très saisonnier. Avec ce contrat, le même travailleur est embauché lorsque l'activité saisonnière reprend, par exemple, lorsqu'un

hôtel ouvre à 100% pendant la saison d'été. De plus, le ministère a proposé aux partenaires sociaux des délais plus stricts pour les contrats temporaires autorisés. Les contrats pour des raisons d'organisation, qui concernent le remplacement d'une personne en congé auraient une limite de deux ans. Au-delà de cette période, le remplaçant acquerra le statut de permanent. Toutefois, après ces deux ans, si le titulaire du poste revient, le travailleur qui le remplace pourra être licencié pour des raisons objectives.

Finalement, le texte développe la création d'un mécanisme de soutenabilité de l'emploi (MSE), une sorte d'ERTE structurel qui permettrait aux entreprises de recourir à une mesure de flexibilité interne au lieu de licencier face à des crises (l'Espagne, contrairement aux autres pays de l'UE, détruit beaucoup d'emplois lors des crises). Le MSE est défini comme un outil de réduction de la journée de travail pour des raisons imprévisibles, indépendantes de la volonté de l'entreprise, quelles qu'en soit les causes. Ainsi, l'entreprise devrait justifier l'insuffisance du MSE avant de pouvoir licencier un salarié pour ces motifs. Les entreprises ne pourraient pas faire d'heures supplémentaires, externaliser des services ou embaucher des nouveaux employés pendant l'application du MSE, comme cela s'est produit avec l'ERTE pendant la crise de 2020. Il est également envisagé de créer un fonds de dotation du MSE, qui serait en principe alimenté par les excédents des cotisations chômage. Il pourrait également recevoir des fonds européens du programme SURE à court terme.

Pays émergents

Asie

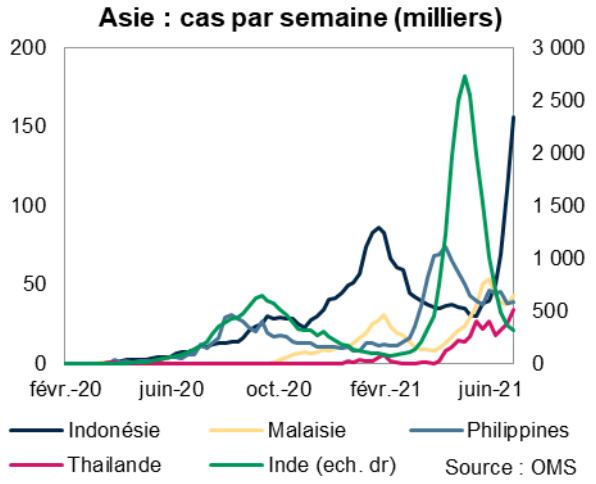
☞ Asie du Sud : l'impossible sortie de la contrainte sanitaire ?

Comme une petite musique que l'on commence à trop bien connaître, les pays d'Asie du Sud renforcent un à un leurs restrictions afin de lutter contre la propagation du variant Delta.

Aggravation de la situation sanitaire

Confinement total en Malaisie jusqu'à ce que la barre des nouveaux cas quotidiens passe sous les 4 000, extension des mesures en Indonésie (télé-travail obligatoire quand cela est possible, fermeture de commerces non essentiels, jauges dans les transports en commun) et en Thaïlande (fermeture des écoles dans certaines provinces, interdiction des rassemblements ou encore restrictions de déplacement entre provinces).

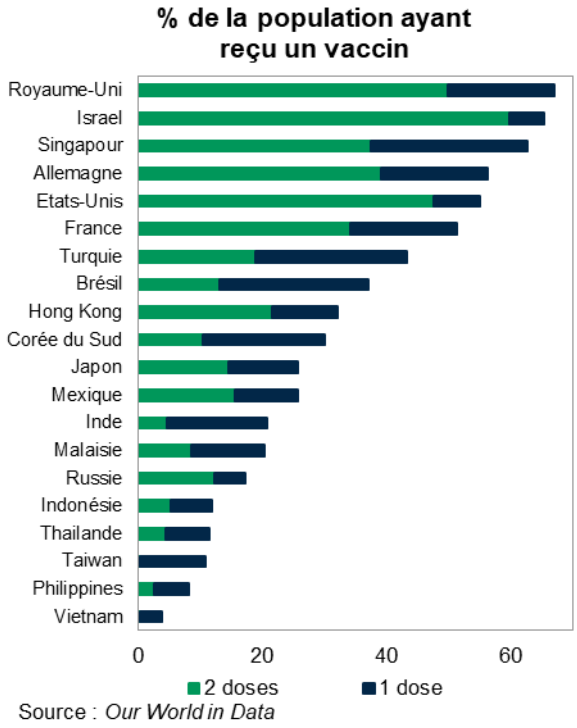
Il faut dire que la vague qui approche est haute et que l'expérience indienne a causé des frayeurs et à raison, puisque le nombre de cas n'a jamais été aussi élevé dans plusieurs pays (Thaïlande, Malaisie et surtout Indonésie) que ces dernières semaines.



Rappelons également que le continent asiatique est, avec l'Afrique, le continent du monde où la vaccination a le moins progressé : 10% à peine de la population a reçu une première dose en Indonésie, en Thaïlande, aux Philippines et au Vietnam, 20% en Inde et en Malaisie. Sans surprise, les pays les plus riches (Singapour, Hong Kong, Corée du Sud, Japon) sont ceux qui s'en sortent le mieux, même si là aussi un retard conséquent est visible par rapport aux autres pays avancés, à l'exception de Singapour.

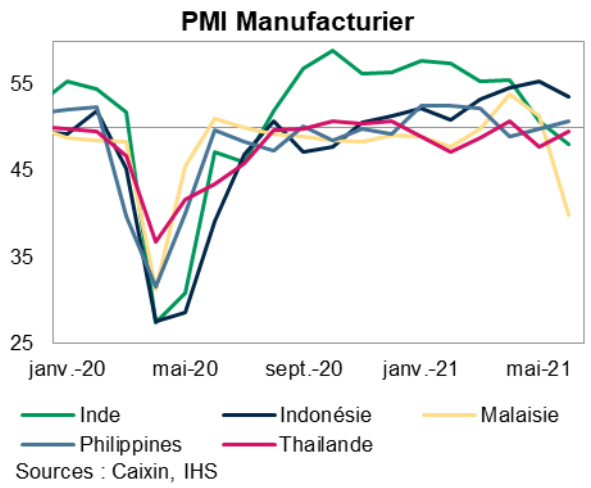
Un nouveau frein à une reprise déjà fragile

Le problème est que tant que la question sanitaire ne sera pas évacuée, ou du moins qu'elle sera suffisamment gérée pour empêcher l'instauration de nouvelles mesures très contraignantes pour l'activité, aucune reprise véritable ne pourra avoir lieu.



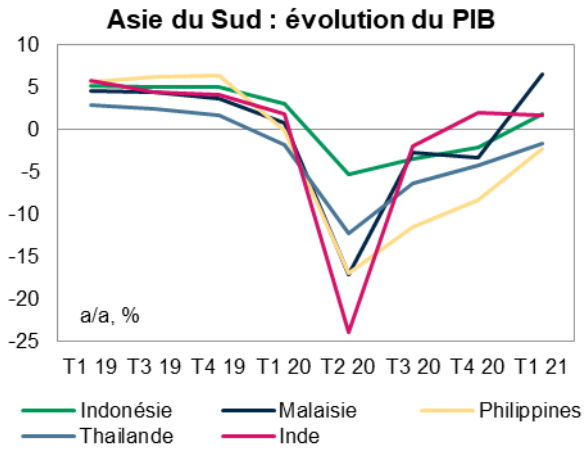
Les exemples de la Malaisie et de l'Inde sont frappants : c'est dans ces pays que la situation sanitaire a conduit à prendre les restrictions les plus dures (allant jusqu'au confinement total) que l'activité manufacturière a le plus chuté. Cette tendance semble également se confirmer en Indonésie, à son tour confrontée à une flambée des cas depuis quelques semaines, comme l'illustre la baisse de l'indice PMI en juin qui mesure la confiance des directeurs d'usine.

Ce nouvel épisode sanitaire vient de surcroît heurter des économies qui ont du mal à se remettre de la crise : la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande étaient encore en récession au premier trimestre 2021, l'Inde et l'Indonésie en sortaient à peine. Chaque nouvelle mesure fragilise ainsi les maigres avancées observées : fragilisation du marché du travail, particulièrement informel dans ces économies, consommation domestique en berne, réouverture des frontières et reprise du tourisme toujours plus incertaine et lointaine (la Thaïlande, premier pays concerné, souhaitait rouvrir totalement au tourisme à l'automne prochain, mais les nouvelles prévisions de la Banque centrale font état d'une réelle reprise de l'activité touristique à horizon 2022), défis logistiques compliquant le commerce extérieur, avec le risque de voir des pays de la zone moins touchés récupérer de nouvelles parts de marché.



Sources : Caixin, IHS

Du côté des États, les défis sont immenses et la situation des finances publiques – toutes choses égales par ailleurs – moins catastrophique que dans d'autres parties du monde, mais les gouvernements souffrent d'un déficit de gouvernance énorme et ne disposent pas des bons leviers pour intervenir. L'informalité des économies, la faible participation de l'État à l'activité économique (assiettes fiscales très faibles), parfois son manque d'efficacité (incarné par le retard des campagnes de vaccination) empêchent les gouvernements de proposer des solutions pour compenser le ralentissement de l'activité.



Sources : Banques centrales, Crédit Agricole S.A

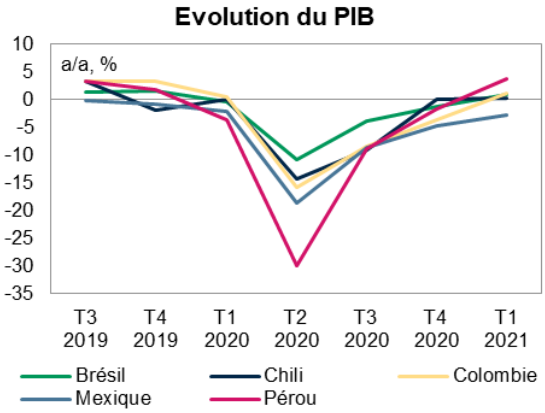
☑ **Notre opinion –** *Le contraste entre Asie du nord et du sud est de plus en plus visible : d'un côté, le nord tiré par la Chine et la demande en biens et composants électroniques (Corée du Sud, Taïwan), qui gère le risque sanitaire et s'attèle maintenant à rattraper son retard dans la campagne de vaccination. De l'autre, le sud qui, à de très rares exceptions près (Singapour) est toujours englué dans les problématiques sanitaires qui l'empêche de penser la sortie de crise.*

La fracture entre ces deux mondes, qui existait déjà avant 2020, s'est véritablement creusée et se traduit par de véritables décrochages dans les trajectoires de croissance des pays les plus touchés (Philippines, Thaïlande), victimes de surcroît de leur dépendance au tourisme, dont la reprise n'est toujours pas annoncée dans cette partie du monde.

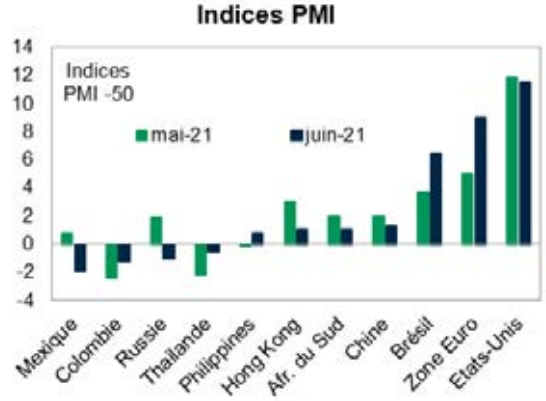
Amérique latine

Amérique latine : rapide bilan de la situation sanitaire

Alors que les chiffres de croissance du premier trimestre se sont révélés meilleurs (ou moins mauvais) qu'anticipés, les indicateurs plus récents – dont les PMI – signalent un essoufflement dans des pays déjà très peu dynamiques (Mexique, Colombie). Ils nous rappellent que parmi les nombreux risques pesant sur une sortie de crise déjà lestée de lourdes contraintes, le risque relatif à l'épidémie reste de loin le plus prégnant. Alors que le Chili et l'Uruguay se trouvent parmi les pays les plus avancés en matière de vaccination, l'épidémie est toujours loin, très loin, d'être contrôlée sur l'ensemble du continent au sein duquel les situations sont hétérogènes. Outre les dégâts économiques[1], les dommages humains et sociaux sont considérables.



Sources : nationales, Crédit AGricole SA/ECO

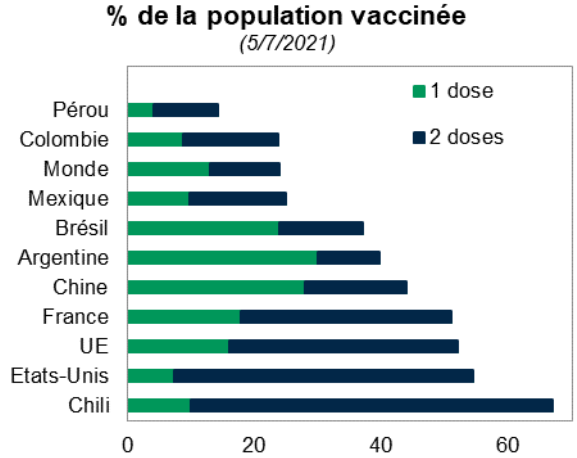


Sources : IHS Markit, Crédit AGricole SA/ECO

En ce tout début de juillet, la région comptait au total plus de 38 millions de cas confirmés (représentant 20% des cas dans le monde) et plus de 1,3 million de décès (soit plus de 30% des décès dans le monde). Avec un ratio de 587,7 morts pour 100 000 habitants, le Pérou se trouve en tête de liste en termes de décès liés au Covid-19 parmi les pays de la région. Il est suivi par le Brésil (247,9), la Colombie (216,2), l'Argentine (214,6) et le Mexique (181,5).

Une grande partie de la région reste confrontée à des mesures de restriction, à la saturation des unités de soins intensifs, à des taux d'infection records et à la crainte de l'arrivée de nouveaux variants. Les réalités sont très hétérogènes entre pays : si la situation semble s'améliorer chez certains, ailleurs les progrès semblent faire marche arrière face à une recrudescence des cas. Ainsi, au cours des dernières semaines alors qu'ils progressent en Argentine, au Mexique, en Colombie, les nombres de cas et décès par semaine amorcent un repli au Brésil, au Chili, au Pérou et en Uruguay.

Des facteurs communs expliquent la difficulté à lutter contre le Covid-19 en Amérique latine dont, en particulier, un taux d'informalité élevé et des conditions de vie précaires dans les quartiers pauvres des métropoles. Avec 51%[2] des travailleurs dépourvus de protection sociale et dont la subsistance dépend de l'économie informelle, les mesures de santé publique appliquées pour freiner la propagation de l'épidémie se sont révélées peu efficaces, notamment dans les agglomérations à forte densité de population. D'autres sources d'inefficacité concernent la mauvaise coordination entre les autorités nationales et locales, la diffusion de messages contradictoires de la part des dirigeants. Enfin, pour des raisons similaires, les campagnes de vaccination sont très diversement avancées selon les différents pays de la région.



Sources : OMS, Crédit AGricole SA/ECO

[1] Après une contraction du PIB latino-américain de 7% en 2020, les dernières estimations du FMI tablent sur une croissance régionale de 4,6% en 2021, inférieure à la prévision de croissance mondiale de 6%.

[2] OIT - "*Panorama Laboral en tiempos de la COVID-19: impactos en el mercado de trabajo y los ingresos en América Latina y el Caribe*" – juin 2020

Alors qu'au Chili et en Uruguay le rythme de vaccination est comparable à celui des pays les plus développés, le taux d'Argentins, de Brésiliens, de Mexicains et de Colombiens totalement vaccinés reste près de quatre fois inférieur par rapport à ces deux pays du cône-sud. Les autorités sanitaires des pays les plus en retard en matière de vaccination craignent que l'accès généralisé aux vaccins ne soit rendu possible qu'à partir de 2022 ou début 2023. Face à cette inégalité, vingt-deux pays de la région auraient, à cette date, signé des accords pour accéder aux vaccins par le biais du mécanisme COVAX[3] et fin juin, plus de 21 millions de doses avaient été livrés grâce à cette facilité. Ainsi, l'Organisation Panaméricaine de la Santé (OPS) estime que d'ici 2021, le déploiement des vaccins fournis par COVAX devraient couvrir environ 100 millions de personnes dans la région, soit 20% de la population de chaque pays[4].

Par ailleurs, selon les rapports les plus récents publiés par la CEPAL[5] et l'OIT[6], la contraction économique de 2020 a évidemment accru la pauvreté et exacerbé les inégalités de revenus dans la région. Les estimations suggèrent qu'en 2020, 22 millions de Latino-américains auraient basculé dans la pauvreté (soit, par rapport à 2019, une hausse du taux de pauvreté de 30,5% à 33,7%) et plus de 26 millions d'emplois auraient été détruits en 2020. Cependant, en l'absence des mesures de protection sociale d'urgence mis en place par les gouvernements, le taux de pauvreté aurait atteint 37,2% de la population. Les 263 programmes d'aide mis en place par les autorités de la région (couvrant 49,4% de la population) pour faire face à la pandémie ont entraîné une forte hausse des dépenses publiques représentant 4,6% du PIB de la région. Par exemple, au Brésil, où le taux de pauvreté aurait diminué de 19,2% à 16,3% entre 2019 et 2020, la croissance réelle des dépenses primaires est estimée à 23,8%, contre 0,3% au Mexique, où l'incidence de la pauvreté serait passée de 41,5% à 50,6% (CEPAL, mars 2021).

La pandémie a exacerbé les principales lacunes structurelles de la région dont celles d'inégalités brutalement insoutenables et effectivement « coûteuses » (sans cynisme) : au-delà de leur coût budgétaire, elles contribuent à handicaper le rebond. Elle a alimenté le mécontentement social au sein d'un continent où le niveau de satisfaction vis-à-vis de la démocratie s'érodait déjà avant que le Covid-19 ne sévisse[7]. Depuis 2020, l'éclatement de manifestations massives et récurrentes qui, après le Chili, gagnent aujourd'hui des pays tels que la Colombie, traduit des revendications qui vont au-delà de la justice sociale pour s'étendre aux critiques de la classe politique et des institutions.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

☞ Moyen-Orient - Afrique du Nord : malgré des hausses, les politiques fiscales restent laxistes

L'étude approfondie de la fiscalité des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord permet de constater que l'impôt, hors taxes sur les hydrocarbures, est presque inexistant dans les pays du Golfe et que les politiques fiscales restent encore assez laxistes, y compris dans les pays où la fiscalité est la plus forte.

Dans les pays du CCG (pays du Golfe), pays profondément rentiers, les taxes sur la rente des hydrocarbures représente encore la presque totalité des recettes fiscales. À l'exception des Émirats à l'économie plus diversifiée, les taxes pétrolières apportent 70% à 90% des recettes budgétaires.

En ce qui concerne l'impôt sur les sociétés, les taux sont assez convenables, quoique plutôt faibles par rapport aux normes internationales, c'est notamment le cas des pays pétroliers comme Oman et le Koweït (15%) ou le Qatar (10%). Deux pays du Golfe y échappent encore : les Émirats et Bahreïn, ce dernier étant un vrai paradis fiscal malgré l'introduction récente d'une TVA.

L'impôt sur le revenu, de son côté, est la recette fiscale la moins partagée au Moyen-Orient et seulement la moitié des pays de la région (neuf sur dix-huit) y ont recours. Il est inexistant dans tous les pays producteurs de pétrole (sauf en Algérie), en raison d'une politique sociale très protectrice. Cette politique tend néanmoins à s'affaiblir progressivement par le jeu de la diminution des subventions (essence, électricité, communications) qui réduit les dépenses budgétaires plutôt que de renforcer les recettes. Ailleurs, une majorité de pays a adopté des tranches d'imposition en fonction des revenus. La progressivité est donc la règle, même si le taux maximum reste très en retrait des normes européennes.

[3] *COVID-19 Vaccines Global Access (COVAX)* est un mécanisme développé par les organisations mondiales de la santé (OMS, Alliance Gavi et CEPI) pour faciliter la distribution équitable des vaccins Covid-19.

[4] Cependant, les livraisons de vaccins par le biais de la plateforme COVAX ont été plus lentes que prévu en raison de problèmes d'approvisionnement et de nombreux pays ont également signé des accords commerciaux avec des sociétés pharmaceutiques. De ce fait, l'OPS a sollicité le G7 pour donner la priorité à l'Amérique latine dans le don de vaccins.

[5] CEPAL, ONU – *"Panorama Social de América latina 2020" – mars 2021 ; CEPAL - "Claves de la CEPAL para el desarrollo Nº 8: Panorama Social de América Latina 2020"* - mars 2021

[6] *OIT – "Transitando la crisis laboral por la pandemia : hacia una recuperacion del empleo centrada en las personas" - Serie Panorama Laboral en América Latina y el Caribe 2021 - avril 2021 ; CEPAL/OIT - "Trabajo decente para los trabajadores de plataformas en América Latina" - Coyuntura Laboral en América – Latina y el Caribe – juin 2021.*

[7] Sondage mené par AmericasBarometer, 2018-2019.

Qu'en est-il de la taxe à la valeur ajoutée (TVA) l'impôt indirect le plus indolore pour le contribuable puisque collecté par les entreprises pour le compte de l'État ? Cette belle invention française tend à devenir universelle, y compris au Moyen-Orient, et c'est notamment le cas dans les pays du Golfe. Quatre d'entre eux ont introduit une TVA modeste de 5% en 2018 sur une assiette encore assez réduite de biens de consommation, après la chute des prix du pétrole en 2015. De son côté, l'Arabie vient d'augmenter son taux marginal de 5% à 15% pour compenser la baisse de ses recettes pétrolières. Trois riches pays pétroliers résistent encore (Libye, Koweït et Qatar). Ailleurs dans la région, les taux sont plutôt modérés, sauf au Maghreb où ils se rapprochent des normes de l'administration française.

Autre sujet parafiscal intéressant : le financement des systèmes de santé (et parfois de retraites) par les taxes sur les salaires et les cotisations patronales. Dans ce domaine également, la région adopte peu à peu ces mécanismes malgré des taux encore très faibles par rapport aux normes occidentales. Quatre pays pétroliers n'y ont toujours pas recours.

Pays	Impôts / sociétés (taux)	Impôts / revenus (taux)	TVA (taux)	Taxes pétrolières (% recettes)	Secu employé (%)	Sécu employeur (%)
Algérie	26	35	19		9	26
Arabie Saoudite	20	-	15	80	12	10
Bahreïn	-	-	5	85	-	-
Emirats A.U.	-	-	5	50	-	-
Egypte	23	25	14		14	26
Irak	15	15	-	90	5	12
Iran	25	-	9	70		
Israël	23	50	17		12	8
Jordanie	20	30	16		8	14
Koweït	15	-	-	88	10	11
Liban	17	25	11		3	23
Libye	20	-	-	96	-	-
Maroc	31	38	20		7	21
Oman	15	-	5	70	7	12
Qatar	10	-	-	80	-	-
Syrie	22	-			7	17
Tunisie	25	35	18		9	17
Yémen	20	15	5		6	9

Sources : KPMG, TaxFound, Crédit Agricole SA

Il est donc normal que les recettes fiscales constatées en pourcentage du PIB soient très faibles dans tous les pays de la région. C'est par ailleurs bien souvent l'une des caractéristiques des pays en développement. Lorsqu'on les compare aux pays développés où les recettes budgétaires tangentent voire dépassent les 50% du PIB, on constate qu'elles sont très faibles, à hauteur de 20% du PIB en moyenne. Les marges de manœuvre fiscales sont donc encore très élevées, mais des freins sociaux et culturels forts existent pour les mettre en œuvre. Ils sont souvent liés à une image détériorée de l'État central souvent perçu comme peu vertueux et peu au service des populations. Le taux de fiscalité le plus faible du Liban en 2020 l'illustre dramatiquement.

Dans les pays où la production d'hydrocarbures n'est plus que très marginale dans le PIB (20% à 30%), la trop forte dépendance à la volatilité des prix et donc des recettes pétrolières a provoqué un creusement des déficits budgétaires et une très forte hausse consécutive des dettes publiques, aboutissant parfois à un surendettement préoccupant (Bahreïn, Oman).

Pays	Recettes budgétaires (% PIB, 2020)	dépenses budgétaires (% PIB, 2020)	Dette publique / PIB (%) (2020 e)
Algérie	21	37	61
Arabie Saoudite	30	41	40
Bahreïn	16	28	135
Emirats A.U.	28	35	78
Egypte	19	27	98
Irak	28	38	68
Iran	10	17	23
Israël	23	35	73
Jordanie	22	32	111
Koweït	21	60	24
Liban	9	13	200
Libye	n.s.	n.s.	11
Maroc	21	29	92
Oman	26	46	78
Qatar	32	34	88
Syrie	-	10	53
Tunisie	28	38	84
Yémen	5	15	78
Moyenne	**20**	**31**	**77**

Sources : EIU, FMI, Crédit Agricole SA

Autre facteur d'amélioration des recettes (outre l'élargissement des assiettes fiscales qui sont souvent étroites) : la lutte contre l'économie informelle. Effectivement, hors pays plus développés (les pays du Golfe principalement) l'économie informelle reste très élevée dans la plupart des cas et c'est le principal phénomène qui permet d'échapper à l'impôt. Une réduction de l'informalité de 10% du PIB pourrait à elle seule générer 2% à 3% du PIB de recettes budgétaires supplémentaires.

☑ **Notre opinion –** *Au total, et malgré l'introduction et des hausses de TVA dans les pays du Golfe et des baisses de subventions dans la plupart des pays de la région, les politiques fiscales restent donc assez laxistes et les pays comptent plus souvent, en cas de crise, sur le redressement du prix de la rente ou de la croissance du PIB pour restaurer les équilibres budgétaires. Les risques élevés de surendettement, la chute des* ratings *depuis une dizaine d'années et les interventions plus régulières du FMI auprès de pays en difficulté pourraient faire bouger cet immobilisme fiscal dans les prochaines années.*

Afrique sub-saharienne

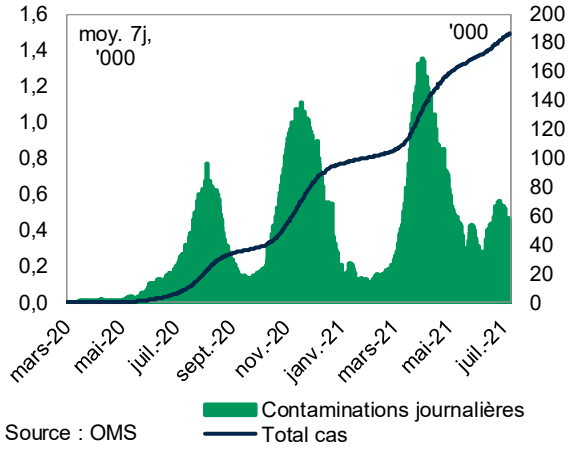
☞ Kenya : sortir de la crise pour mieux investir

La reprise face au variant Delta

En 2020, malgré l'impact global de la pandémie de Covid-19, le Kenya a réussi à limiter les dégâts sur son économie, au prix d'un important effort budgétaire et d'une réouverture rapide. Le soutien est également venu du côté de la Banque centrale, qui en l'absence de poussée inflationniste devrait pouvoir poursuivre sa politique monétaire accommodante. Sur les neuf premiers mois de 2020, l'économie ne s'est contractée que de 0,4% par rapport à 2019. Selon le FMI, sur l'année, le PIB devrait ne souffrir que d'une baisse mineure, soit 0,1%.

Par ailleurs, si le secteur des services, et particulièrement l'industrie du tourisme, a été sévèrement affecté, la résilience inattendue des revenus de la diaspora et des exportations agricoles ont été des facteurs de stabilité. Le rythme de la reprise semble respecter cette même hiérarchie entre les secteurs, avec des perspectives incertaines et notablement dépendantes du rythme de la vaccination et de la situation sanitaire locale et internationale pour les services. Le secteur manufacturier (9% du PIB en 2019) est quant à lui dans une position intermédiaire : le secteur a moins souffert au plus fort de la crise que les services, mais a mis plus de temps à se redresser. En revanche, les indicateurs conjoncturels semblent indiquer une reprise plus forte depuis la fin du troisième trimestre 2020.

Kenya : cas de Covid-19



Source : OMS

Le FMI et le gouvernement s'autorisent donc à espérer une croissance en 2021 dépassant les 6% du PIB. La Banque mondiale se montre quant à elle moins optimiste, avec une croissance prévisionnelle de seulement 4,5% du PIB. Son scénario adverse repose d'ailleurs sur une campagne vaccinale entravée et placerait la croissance à 3,7% du PIB en 2021. Et pour cause, fin mai, le gouvernement a étendu les mesures de confinement de soixante jours prises fin mars. En effet, une troisième vague du virus a frappé le pays à partir de février. Depuis, malgré une décrue des cas amorcée fin mars, les nouvelles contaminations ne sont pas repassées sous la barre des 1 000 cas hebdomadaires, contrairement aux vagues précédentes. L'apparition et la propagation locale du variant Delta dans le pays fait déjà craindre une quatrième vague.

La bataille fiscale reste à remporter

En dépit de son fort potentiel de croissance *post*-crise, le Kenya sort indubitablement fragilisé de cet épisode épidémique qui cherche encore sa conclusion. Avant la crise déjà, la dette publique suivait une trajectoire dangereusement ascendante et ce, depuis l'arrivée au pouvoir d'Uhuru Kenyatta. Fin 2021, le ratio de dette sur PIB devrait dépasser la barre des 70%, contre 66% l'année précédente. Plus préoccupant encore, la part de la dette externe dans le total s'élève à 52%.

Au cœur de la bataille pour la stabilisation de la dette publique se trouve la question de la base fiscale, que le gouvernement souhaiterait étendre. À cet effet, une première série de mesures visant à créer de nouvelles sources de revenus est entrée en vigueur en janvier 2021. La fin de certaines exemptions fiscales (sur la TVA et l'IS) mises en place pour soutenir l'économie en 2020 devrait permettre des gains fiscaux plus significatifs encore. Dans son budget présenté au FMI, le ministère des Finances table donc sur une base fiscale atteignant 13,5% du PIB en 2021/22 (gouvernement central), contre 12,8% en 2020/21. L'ensemble des revenus atteindrait 16,8% du PIB. Selon ce scénario, le déficit budgétaire s'élèverait à 7,5% du PIB, contre 8,6% pour l'année fiscale 2020/21.

Un fort soutien multilatéral pour financer la réponse sanitaire et la reprise

En dépit des efforts de consolidation fiscale à court terme, le Kenya dépendra encore dans les années à venir de l'aide extérieure pour se financer. Ce soutien devrait permettre au Kenya de continuer à concentrer ses efforts sur la gestion de la crise sanitaire à court terme, tout en visant une consolidation fiscale à moyen terme.

Le Kenya a ainsi reçu du FMI et de la Banque mondiale 1,7 milliard de dollars en 2020 pour aider à son financement. À cela s'ajoutent 246 millions de dollars de la part de la Banque mondiale pour aider à la réponse sanitaire en 2020 et 2021. Par ailleurs, le FMI vient tout juste de rendre un avis favorable au versement d'une première tranche d'aide (407 millions de dollars d'un programme de soutien de trente-huit mois doté de 2,34 milliards. Enfin, la Banque mondiale apporte également en 2021 750 millions de dollars d'aide budgétaire.

En sus de ses problèmes de financement, le souverain kenyan fait également face au risque

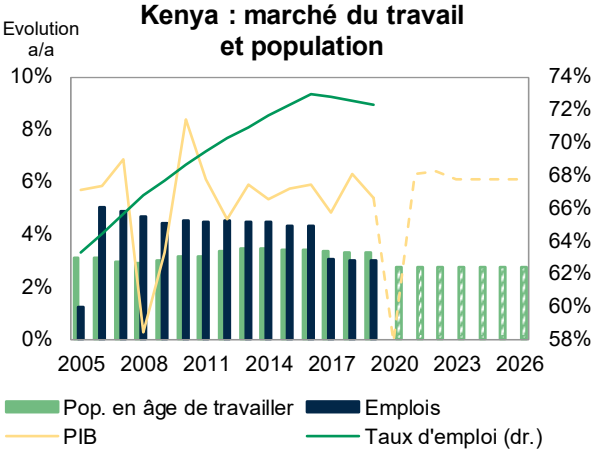
majeur d'engagements budgétaires conditionnels venant de ses entreprises publiques et para-publiques. Pour cette raison, au versement de la première tranche d'aide du FMI a été conditionné un audit de ces dix-huit entreprises et des risques financiers qu'elles représentent pour le souverain.

Le défi à long terme du marché du travail

Au cours de la décennie à venir, la population kenyane en âge de travailler devrait croître d'un million de personnes par an en moyenne. Un récent rapport de la Banque mondiale souligne que, depuis 2016, l'économie kenyane peine à intégrer de nouveaux actifs, faisant baisser le taux de participation de la population active, qui avait pourtant augmenté de 10 points entre 2005 et 2015, et augmenter le chômage.

La position du président Uhuru Kenyatta, dont le discours s'est principalement concentré sur la réduction du déficit d'infrastructures plutôt que du déficit fiscal, s'explique en partie par cet immense défi. Son gouvernement articule les objectifs de développement de long terme du Kenya selon les quatre piliers du plan *Big 4* que sont l'accès universel à la santé, l'alimentation, le secteur manufacturier et l'accès abordable au logement. Le développement du pays passe également par des projets d'infrastructure emblématiques à l'image du corridor de *LAPSSET*. Ce corridor routier, ferroviaire et énergétique doit permettre de relier la façade maritime kenyane aux deux pays enclavés que sont l'Éthiopie et le Soudan du Sud. Le projet a récemment fait l'objet d'engagements à accélérer sa réalisation de la part des parties prenantes, ce qui montre la volonté du Kenya à continuer d'investir dans ses infrastructures.

Kenya : marché du travail et population



Sources : FMI, Banque mondiale

Géo-économie

☞ News géo-économiques

Monde

Pas en avant pour une taxation internationale – Plus de 130 pays réunissant 90% du PIB mondial ont décidé de soutenir le projet de mise en place d'un taux plancher pour l'impôt sur les sociétés le 2 juillet lors de négociations à l'OCDE. C'est une victoire pour l'Europe, instigatrice du projet, et surtout pour les États-Unis, **qui prouvent ainsi que leur pouvoir d'influence reste considérable,** réussissant à mobiliser des États divers, de l'Argentine à la Chine en passant par la Suisse.

La réunion des ministres des Finances du G20 à Venise les 9 et 10 juillet est la prochaine étape. Quelques pays restent en effet à convaincre, dont trois en Europe : l'Estonie, l'Irlande, et la Hongrie, qui avaient tous mis en place une fiscalité avantageuse afin d'attirer des entreprises et leurs capitaux. **Ce nouveau cadre fiscal a aussi pour but de rendre obsolète les « taxes numériques » qui ont fleuri à travers le monde.** Les États-Unis y sont farouchement opposés, les entreprises américaines étant les premières touchées par ce type de taxe, et sont prêts à imposer des sanctions pour empêcher les États d'y avoir recours.

Asie

Pékin resserre la vis sur les entrées en bourse à l'étranger – Didi Chuxing, le « Uber chinois », est tombé sous le feu des régulateurs chinois après son introduction réussie à la bourse de New-York. **Pékin a interdit à l'application d'enregistrer de nouveaux clients**, tandis que Alipay et WeChat, les deux systèmes de paiements en ligne les plus importants en Chine, ont coupé les liens avec la plateforme (il semblerait plus que ce soit un excès de zèle de la part de ces géants, eux-mêmes en proie à des difficultés avec le Parti). Dans la foulée, Pékin a ciblé deux autres entreprises avec des mesures similaires, comblé un vide juridique qui permettait aux entreprises chinoises de lever des fonds à l'étranger et promis d'étudier d'autres mesures pour réguler ces levées de fonds. Suite à ces annonces, le cours de Didi a perdu 25% de sa valeur, tandis que d'autres entreprises « tech » chinoises – Tencent, Baidu, Pinduoduo – ont enregistré une chute entre 5 et 6,5%.

Les régulateurs accusent Didi et ses acolytes d'être trop laxistes sur la protection des données personnelles. En effet, en Chine, si le gouvernement a accès à l'ensemble des données, celui-ci souhaite conserver son privilège et réglemente de plus en plus sévèrement le traitement des données des usagers par le secteur privé. En outre, il ne veut surtout pas les voir quitter la Chine, comme l'a montré le scandale autour de la localisation des serveurs hébergeant les données des clients de Tesla en Chine. On peut aussi faire remarquer la méfiance historique du Parti vis-à-vis des marchés financiers, régulièrement affiliés à des « casinos »

Ce geste s'inscrit également dans deux tendances de fond. La première est le « *crackdown* » en cours sur les géants numériques chinois, devenus un peu trop imposants aux yeux du Parti. Le PCC a des soupçons au sujet d'une concentration de pouvoir dans le secteur privé, et si les dirigeants de ces entreprises s'étaient pour l'instant montrés discrets, qu'à cela ne tienne : mieux vaut prévenir que guérir. Le premier coup de sifflet a été donné à l'automne 2020 lorsque Pékin a interdit au dernier moment le groupe de *fintech* Ant, filiale d'Alibaba, de réaliser ce qui aurait pu être une des plus grosses levées de fonds de l'histoire. Deuxièmement**, la tendance géopolitique est plutôt au découplement avec les marchés américains**. Cette attitude est aussi offensive, pour forcer les investisseurs américains à investir sur le sol chinois selon le droit chinois, que défensive, une réaction vis-à-vis du renforcement des suspicions et des réglementations des entreprises chinoises cotées en bourse de l'autre côté du Pacifique. Marco Rubio, cadre des Républicains, a ainsi qualifié l'introduction de Didi d'« irréfléchie et irresponsable ».

Au final, ce sont les bourses locales qui pourraient potentiellement profiter de ces développements. Le « STAR Market » de Shanghai, conçu comme un concurrent du Nasdaq new-yorkais, est poussé par le parti qui veut approfondir ses marchés financiers domestiques. Hong-Kong aussi, place boursière encore centrale, d'autant plus que les autorités favorisent actuellement son intégration dans la « *Greater Bay Area* » (autour du delta de la Rivière des Perles, avec Shenzhen, Canton, et Macao), et notamment la circulation des capitaux.

Moyen-Orient et Afrique du Nord

Effondrement des négociations à l'OPEP – Après une semaine de négociations pour s'accorder sur un nouveau niveau de production en août, les membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP+, élargie à la Russie), **ont annulé lundi 5 juillet les négociations sans donner de date pour leur reprise.** À l'origine de cette impasse se trouve un désaccord entre l'Arabie saoudite et les Émirats Arabes Unis, ces derniers demandant une augmentation de la production afin de pouvoir relancer leur industrie, dont un tiers est à l'arrêt depuis deux ans selon le ministre de l'Énergie émirati, Suhail Al Mazrouei. De son côté, l'Arabie souhaite prolonger les limitations de production pour maintenir les prix. Tant qu'elle se prolonge, cette crise risque de provoquer de la volatilité sur les

marchés, inquiets d'une réédition de la guerre des prix qui avait torpillé les cours du pétrole l'année dernière. En attendant, le prix des options sur le marché du pétrole américain sont montées à 77 dollars le baril mardi.

Il reste du temps à l'Arabie saoudite et aux Émirats pour résoudre leur différend, et il est probable qu'un consensus fondé sur un certain pragmatisme finisse par émerger. Néanmoins, ce désaccord profond est une nouvelle illustration d'une offensive de l'Arabie saoudite sur le plan économique qui s'est déjà manifestée dans le passé proche, comme par exemple lorsque le pays a annoncé vouloir obliger les entreprises étrangères à installer leur siège régional à Riyad si elles voulaient avoir accès aux contrats publics saoudiens, une attaque directe contre Dubaï ou encore lors de l'annonce récente de la création d'une deuxième compagnie aérienne saoudienne sur les liaisons internationales pour concurrencer les compagnies des Émirats. Les divergences géopolitiques existent aussi sur les dossiers centraux de la région : Iran, Israël, Yémen.

À plus long terme, il est difficile de prédire l'évolution de ces tensions. Le profil économique de ces deux États semblant être trop différent pour faire naître une vraie rivalité, et les divergences géopolitiques ne sont pas encore des contentieux. En tout état de cause, il faudra compter avec la personnalité et les états d'âme des dirigeants, au style de gestion personnel, interventionniste, et parfois imprévisible.

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Exercices militaires en Ukraine – C'est une confluence d'exercices militaires de grand ampleur qui se déroulent actuellement en Ukraine et dans ses alentours, **dans un contexte de tensions géopolitiques seulement partiellement résolues**. *Sea Breeze 2021*, un exercice mené par l'Ukraine et les États-Unis dans la mer Noire, avec le concours de force de l'OTAN, réuni 5 000 troupes, ainsi que trente vaisseaux et quarante avions, du 28 juin au 10 juillet. Ensuite, du 17 au 30 juillet, l'exercice terrestre *Three Swords* se déroulera à l'ouest de l'Ukraine, avec les États-Unis encore, mais aussi la Pologne et la Lituanie.

La réponse de Moscou sera en septembre 2021, lorsqu'aura lieu l'exercice annuel *Zapad 2021* en coopération avec la Biélorussie. Une partie des troupes et leur équipement sont déjà sur le terrain, apportés lors de l'afflux de quelques 100 000 soldats russes à la frontière ukrainienne en Avril.

Afrique sub-saharienne

Élections au Somaliland – La commission électorale du Somaliland a déclaré les résultats des élections législatives le dimanche 4 juillet. La coalition d'opposition a gagné une majorité de sièges et le parti au pouvoir a concédé sa défaite. **Une nouvelle à l'apparence banale, et pourtant exceptionnelle dans cette région de l'Afrique**. Les critiques auront raison de pointer les limites de cette élection ; aucune des treize femmes candidates n'a été élue, et l'organisation clanique du pays continue d'influencer la structure politique (quoique les partis n'aient pas fait campagne là-dessus). L'élection elle-même a plus de dix ans de retard, pour cause d'un manque de fonds pour l'organiser et de désaccords sur la composition de la commission électorale. Mais la tenue pacifique d'élection, l'utilisation de technologies d'identification de pointe et la transition sans accroc restent remarquables.

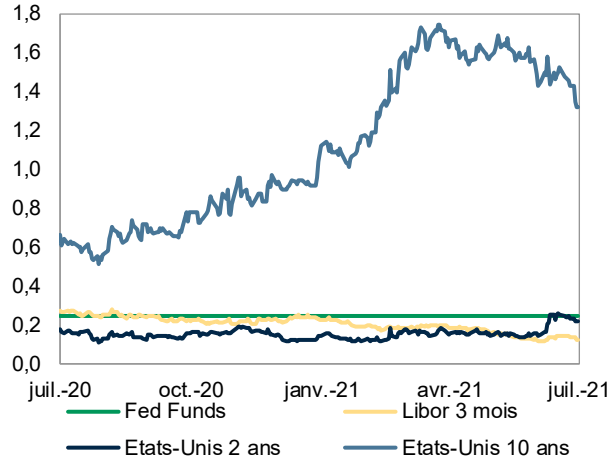
C'est donc un succès pour le Somaliland, petit État pauvre de la corne de l'Afrique, autoproclamé indépendant en 1991, et qui recherche encore aujourd'hui la reconnaissance de ses pairs après trente ans d'existence *de facto*. Des événements récents le favorise. L'agrandissement du port de Berbera, sur le golfe d'Aden et en face du port homonyme, a été achevé le 24 juin. Réalisé par *Dubai Ports World*, ce projet aura rapproché le pays des Émirats Arabes Unis, une puissance diplomatique influente dans la région. Le Kenya a signalé réfléchir à l'ouverture d'un consulat à Hargeisa, *Kenya Airways* planifie une ligne entre Nairobi et son aéroport. De plus, selon *Foreign Policy*, le pays intéresserait des investisseurs turcs et taïwanais.

Au total, c'est un changement d'attitude qui est en train de se dérouler, notamment grâce à la réputation de « havre démocratique » que le pays est en train de construire. Les obstacles restent nombreux (le PIB par habitant était estimé à 350 dollars en 2014, date de la dernière étude de la Banque mondiale), mais comme le dit l'envoyé du pays aux États-Unis : « Nous ne disons pas que nous sommes parfaits, nous disons que nous sommes sur la bonne voie ».

Tendances à suivre

Taux d'intérêt en dollar américain

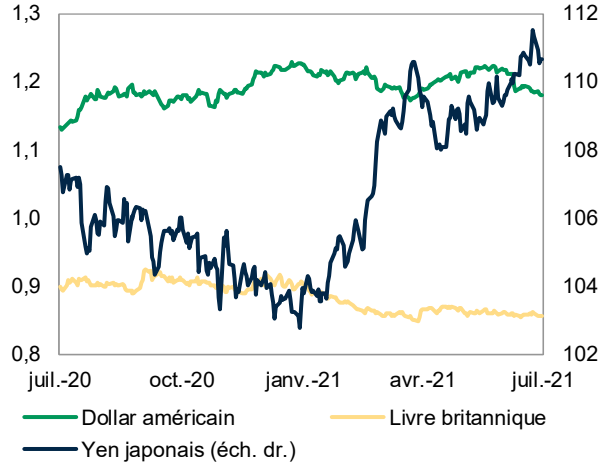
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

Taux de change des principales devises

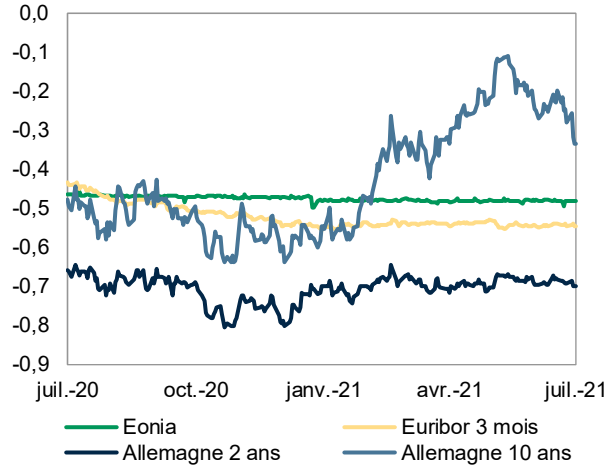
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

Taux d'intérêt en euro

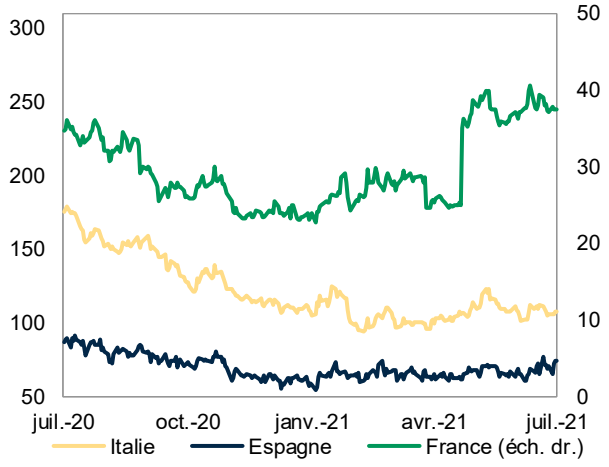
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains européens avec le Bund

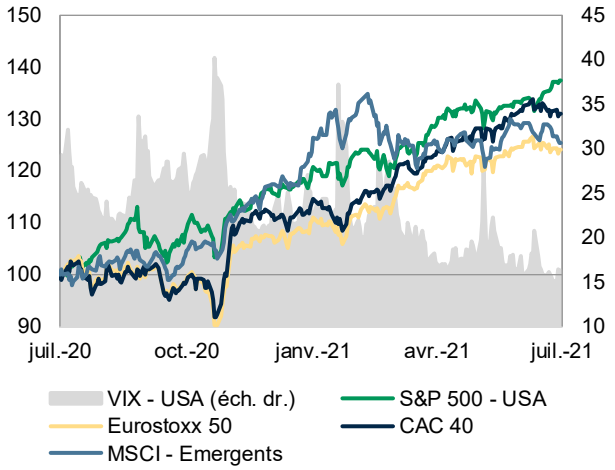
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

Marché actions

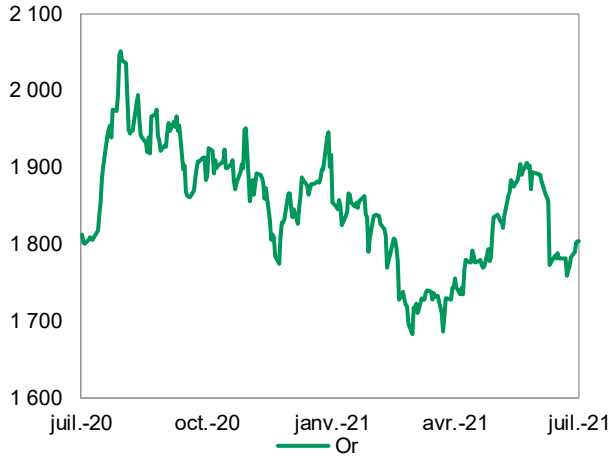
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

Cours de l'once d'or

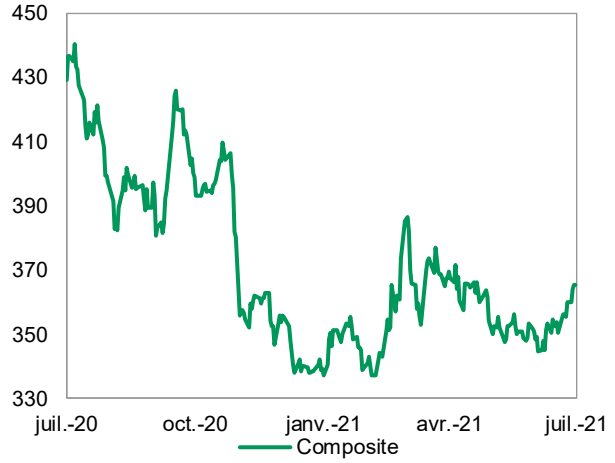
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

Spreads souverains émergents avec le T-Bond

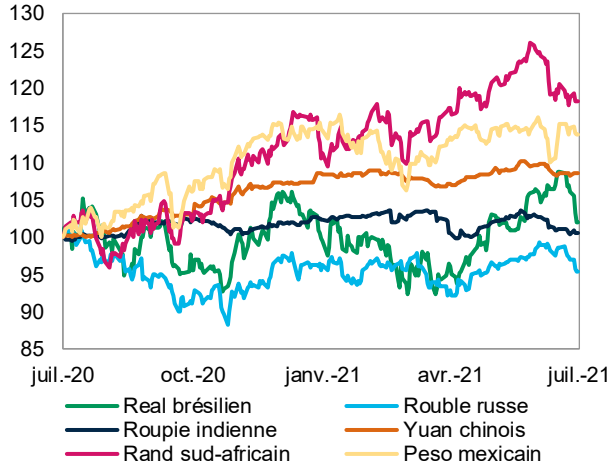
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

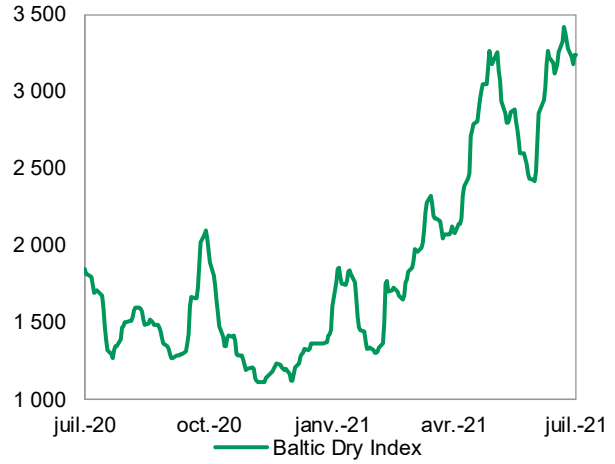
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

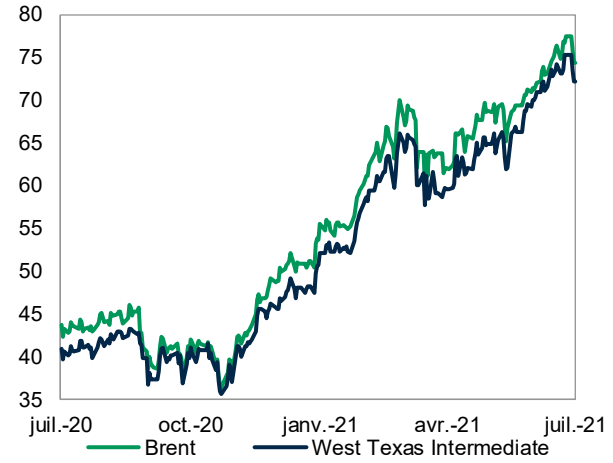
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

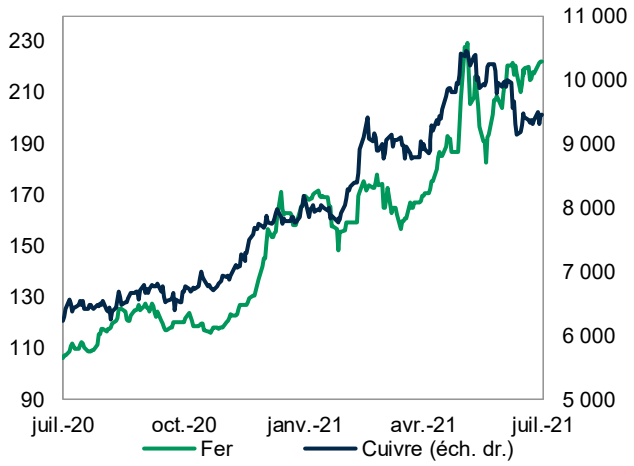
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

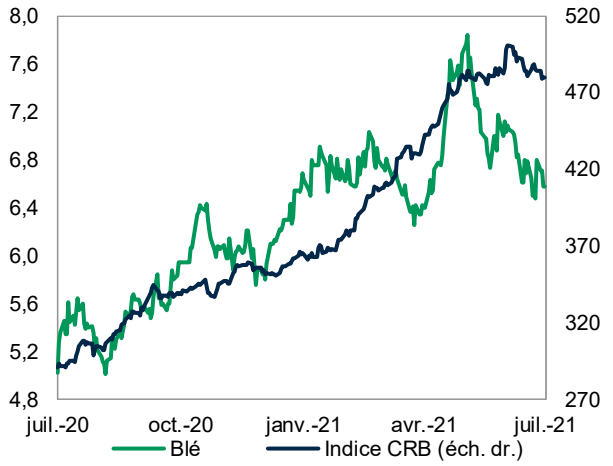
USD/tonne métrique



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 – 2 juillet 2021

Des trajectoires tristement divergentes

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
08/07/2021	France – Scénario 2021-2022 : une reprise bien engagée	France
08/07/2021	Le Myanmar – Apocalypse Now	Asie
07/07/2021	Éthiopie – La guerre n'était donc pas finie	Afrique sub-saharienne
06/07/2021	Plans de relance nationaux - Pologne, le plan des transitions	Pologne
06/07/2021	Bélarus – Panne d'essence à Minsk	PECO et Asie centrale
05/07/2021	La Chine célèbre les cent ans de la création du Parti communiste	Asie
02/07/2021	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : des trajectoires tristement divergentes	Monde
02/07/2021	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : prévisions économiques et financières	Monde
02/07/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
01/07/2021	Plans de relance nationaux - Espagne, une stratégie proactive	Espagne
01/07/2021	Covid-19 en Afrique sub-saharienne : les dangers de la troisième vague	Afrique sub-saharienne

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Pierre BENADJAOUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE,
Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS
États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA
Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN
Asie : Sophie WIEVIORKA
Amérique latine : Catherine LEBOUGRE (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.