

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/256 – 16 juillet 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

Nous vous souhaitons de bonnes vacances  
et vous donnons rendez-vous le 3 septembre 2021.

|  |    |
|--|----|
| ☞ <i>Mieux vaut redoubler de vigilance au milieu du gué !</i> .....  | 2  |
| ☞ <i>Zone euro : un long et fastidieux redressement de la production industrielle</i> .....                                      | 3  |
| ☞ <i>Zone euro : un rebond encourageant des immatriculations de véhicules neufs en juin</i> .....                                | 3  |
| ☞ <i>Italie : forte baisse des exportations en mai</i> .....   | 4  |
| ☞ <i>Mexique : prélude à un cycle de resserrement monétaire contre début d'un processus d'ajustement</i> .....                   | 5  |
| ☞ <i>Tunisie – Nouvelle dégradation de rating : sans choc salulaire, un défaut sur la dette externe est assez probable</i> ..... | 6  |
| ☞ <i>Ukraine : un pas en avant vers un accord avec le FMI ?</i> .....  | 8  |
| ☞ <i>Bulgarie : à l'heure du changement</i> .....  | 8  |
| ☞ <i>Nigéria : des avantages et des inconvénients de vivre au rythme du pétrole</i> .....  | 9  |
| ☞ <i>L'Afghanistan à l'heure du départ</i> .....   | 10 |
| ☞ <i>News géo-économiques</i> .....  | 11 |

## Mieux vaut redoubler de vigilance au milieu du gué !

La prudence a été de mise cette semaine sur les marchés financiers mondiaux. La recrudescence épidémique liée au variant Delta et le risque d'un nouveau coup de frein sur la croissance n'ont cessé de tarauder les investisseurs toujours plus soucieux d'avoir à affronter de nouvelles déconvenues pendant la période estivale.

Les chiffres de la croissance chinoise ont dévoilé un ralentissement significatif au deuxième trimestre, avec une hausse du PIB de tout juste 7,9% en rythme annuel, après +18,3% au premier trimestre. Cette décélération semble provenir d'un tassement des ventes au détail, d'une moindre production industrielle et d'une plus faible demande immobilière. Une situation qui fait craindre un ralentissement du commerce mondial et qui relance la question d'un soutien supplémentaire de la Banque populaire de Chine (PBoC) à la croissance.

Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation a bondi de 5,4% en juin en glissement annuel, après +5% au mois de mai. Il s'agit de la plus forte hausse observée depuis août 2008. L'inflation hors prix de l'alimentation et de l'énergie ressort en augmentation à +4,5%, contre +3,8% le mois précédent. Cette fébrilité s'explique avant tout par le dynamisme des prix des services liés aux transports et aux dépenses de voyage (vols aériens, hôtels, locations de voitures...) pour lesquels la demande explose depuis le relâchement des contraintes sanitaires. Bien qu'anticipé, ce regain d'inflation renforce la pression en faveur d'un resserrement anticipé de la politique monétaire qui a pourtant été écarté à court terme par le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell. Celui-ci, s'est de nouveau montré déterminé à soutenir plus durablement la reprise économique en maintenant le cap de la politique monétaire actuelle. Les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont continué de reculer (-26 000 personnes), portant le nombre de demandes à 360 000 la semaine dernière, soit le plus bas niveau depuis seize mois. Une dynamique qui est confirmée par l'accélération des embauches pour répondre à la forte demande de biens et de services en cours. Une tendance que l'on retrouve également à la lecture du « *beige book* » qui relate une pénurie de main-d'œuvre, notamment dans les secteurs à faible qualification. Par ailleurs, la production industrielle américaine a augmenté de 0,4% sur un mois en juin, après +0,8% en mai, un ralentissement surtout expliqué par le repli de la production automobile. Toutefois, le taux d'utilisation des capacités productives a continué de progresser (75,4% en juin, après 75,1% le mois précédent).

En zone euro, la production industrielle s'est contractée de 1% sur un mois en mai, les industriels

ayant privilégié le recours au déstockage, tandis que les commandes demeurent encore satisfaisantes. Les ventes d'automobiles se sont significativement redressées en juin après deux mois d'atonie.

Sur le plan épidémique, la prédominance du variant Delta s'intensifie, questionnant davantage le rythme de la reprise en cours. La course à la vaccination pour se prémunir d'une nouvelle vague pousse les différents gouvernements à multiplier les incitations, même si pour l'heure le regain des contaminations ne s'est pas encore matérialisé dans les admissions hospitalières. Une précaution qui vise avant tout à accélérer la sortie de crise et à éviter toute marche arrière sur le desserrement en cours des contraintes sanitaires. De son côté, la Banque centrale européenne se prépare à mettre en œuvre sa nouvelle stratégie de politique monétaire, en incluant dorénavant un objectif d'inflation à moyen terme « symétrique » fixé à 2% au lieu de « moins de 2% mais proche de 2% » et en y intégrant des considérations liées au changement climatique. Des nouveautés qui ont pour but de mieux guider les anticipations sur les taux directeurs et d'apporter davantage de lisibilité à sa communication.

C'est dans ce contexte de vigilance et de méfiance accrues que les marchés actions mondiaux ont accusé de nouvelles pertes. L'Eurostoxx 50 et le S&P 500 ont ainsi enregistré des baisses respectives de 0,3% et 0,2% sur la semaine, en raison d'un moindre appétit pour le risque.

Sur les marchés obligataires, la prudence était également de mise, conduisant les rendements des bons du trésor américain à dix ans et du Bund allemand de même maturité à des reculs respectifs de 6 et 4 points de base. Dans le même temps, les primes de risque espagnoles et italiennes sont restées globalement stables.

La devise européenne, après avoir bénéficié en milieu de semaine de la confirmation que la politique monétaire américaine demeurerait accommodante sur une période suffisamment longue, n'a finalement pas résisté aux doutes subsistant sur la situation épidémique en Europe, conduisant l'euro à une dépréciation face au dollar, mais aussi face à la livre sterling, la vaccination outre-Manche étant plus avancée que sur le Vieux continent.

Enfin, le prix du baril de pétrole en mer du Nord a chuté de 3,4% cette semaine, sous l'effet d'un accord potentiel entre les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite ouvrant la voie à une offre de pétrole brut plus importante et à même de contenir la flambée des prix de l'or noir.

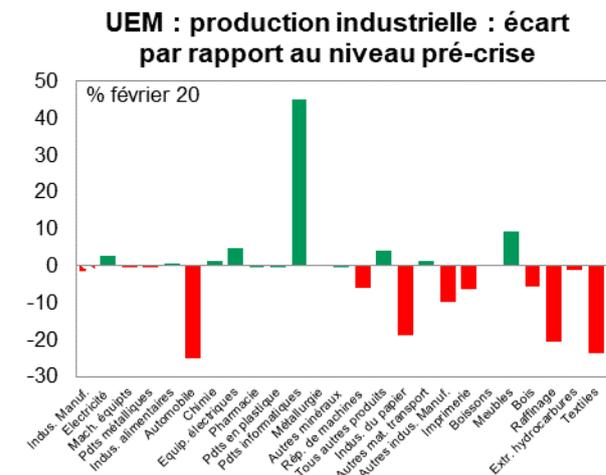
## Zone euro

### Zone euro : un long et fastidieux redressement de la production industrielle

La production industrielle a reculé de 1% en zone euro au mois de mai, après +0,6% en avril. Cette baisse provient essentiellement de la production de biens de consommation non-durables (-2,3% sur le mois) et de biens d'investissements (-1,6%), tandis que la production de biens intermédiaires a enregistré une contraction plus mesurée (-0,2%). La production d'énergie ressort également en baisse de 1,9% sur le mois.

La ventilation par pays signale une contraction dans les quatre principaux pays de la zone avec un repli plus accentué en Italie (-1,5%) et en Espagne (-0,8%) qu'en Allemagne (-0,6%) ou en France (-0,3%). Comparativement à février 2020, la production industrielle pour l'ensemble de la zone s'établit 1,4% au-dessous de son niveau d'avant-crise, mais la situation est hétérogène entre les pays. L'Italie semble légèrement en avance dans le processus de rattrapage de son activité industrielle avec une production en écart de seulement 0,8% par rapport à la période d'avant-crise. L'Allemagne et la France sont, en revanche, plus en difficulté avec une production respectivement inférieure de 6,3% et 5,7% à son niveau pré-crise. L'Espagne se situe dans une situation intermédiaire avec un retard de seulement 1,5% sur ses performances d'avant-crise.

Ce constat d'un rattrapage partiel de l'activité se retrouve également au niveau sectoriel. En effet, peu de secteurs ont aujourd'hui retrouvé leur capacité productive d'avant-crise. Les productions de matériel informatique, d'équipement électrique et d'ameublement semblent clairement sur les rails. En revanche, les secteurs de l'automobile ou du textile demeurent encore dans une situation précaire.



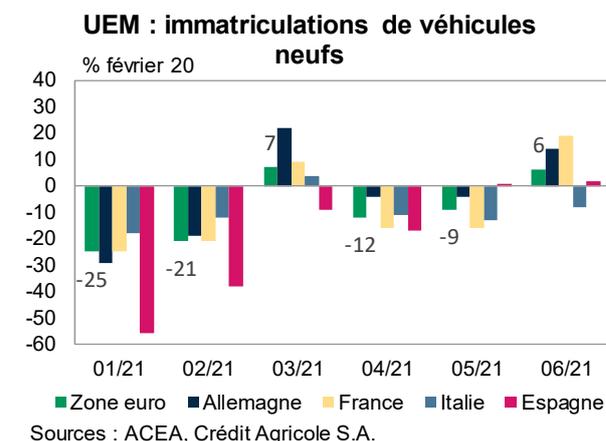
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La production industrielle s'essouffle au mois de mai en dépit de carnets de commandes pourtant garnis. Les difficultés d'approvisionnement en matières premières n'expliquent pas tout. Les entreprises ont préféré déstocker leurs productions précédemment accumulées, plutôt que d'augmenter leur rythme de production. Le desserrement des contraintes sanitaires au mois de juin dans les divers pays de la zone et une demande robuste devraient permettre de combler un peu plus l'écart de production par rapport à son niveau d'avant-crise. Toutefois, le redressement du secteur industriel dans son ensemble, s'avère plus long et fastidieux qu'initialement escompté, un grand nombre d'activités demeurant toujours en-dessous de leur niveau d'avant crise.

### Zone euro : un rebond encourageant des immatriculations de véhicules neufs en juin

Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont bondi de 8,2% sur un an en juin. La décomposition des données par pays indique un net rebond des ventes automobiles en Allemagne (+24,5% sur un an), en Espagne (+17,1%) et en Italie (+12,6%), tandis que la France enregistre en revanche une baisse de ses ventes (-14,7%). Ce solide redressement des ventes de la zone semble encourageant après deux mois de tassement, mais doit encore se renforcer davantage pour espérer tourner la page de cette crise économique. Le desserrement des contraintes sanitaires a clairement apporté un sursaut salutaire à ce rebond des ventes. Celles-ci dépassent maintenant de 14% leur niveau d'avant-crise en Allemagne et de 19% en France. Toutefois, ce regain d'activité semble fragile au regard d'éventuelles mesures restrictives qui

pourraient de nouveau s'imposer pour contrer la prolifération du variant Delta.



Sources : ACEA, Crédit Agricole S.A.

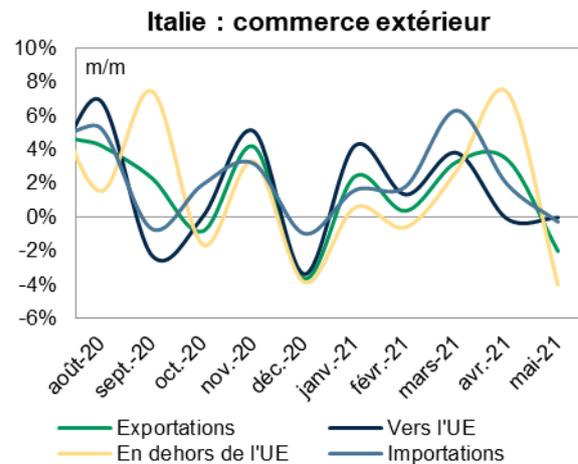
**Notre opinion** – Les immatriculations de véhicules neufs en zone euro ont augmenté significativement au mois de juin sous l'effet du relâchement des contraintes sanitaires et d'un retour des consommateurs dans les points de vente. La propagation du variant Delta pourrait cependant compromettre le rythme de reprise du secteur, si des mesures restrictives venaient à s'imposer de nouveau.

**Italie : forte baisse des exportations en mai**

Après quatre mois consécutifs de hausse, les exportations italiennes ont enregistré un net recul en mai, estimé à 2% par Istat. Les importations ont également enregistré une baisse, mais de moindre ampleur équivalente à -0,3%. Le repli des exportations est principalement imputable au recul des ventes vers les marchés extra-UE (-4,0%), tandis que celles vers la zone UE sont restées stationnaires. L'ensemble des types de biens – à l'exception des biens intermédiaires (+1,1%) et de l'énergie (+9,2) – observe une diminution des ventes. Mais la baisse la plus marquée concerne les biens d'équipement (-4,6%), dont l'important recul s'explique par des opérations ponctuelles dans le secteur de la construction navale. Les exportations restent néanmoins supérieures de 3,9% à leur niveau d'avant-crise. Légèrement atténué par la baisse de mai, l'acquis laissé au deuxième trimestre reste important et est estimé à 5,8%.

En raison du niveau très bas de mai 2020, les exportations enregistrent de très fortes progressions en glissement annuel chez tous les partenaires

commerciaux. Les contributions les plus importantes concernent, pour les ventes UE, la France (+43,2%), l'Allemagne (+30,9%), et l'Espagne (+56,7%). Pour les ventes hors UE, ce sont les États-Unis (+43,0%), et le Royaume-Uni (+44,2%).



**Notre opinion** – À l'instar de ce qui a été observé pour les autres pays européens, la croissance des exportations a été plus forte sur les marchés de l'UE et cette tendance semble se poursuivre au cours du mois de mai. Les flux commerciaux, alimentés par la croissance de la demande chinoise ainsi que par celle des autres marchés-clés – tels que les États-Unis, le Royaume-Uni –, ont enregistré une dynamique plus contenue qu'escompté. Même si les biens semblent bien se porter avec des résultats certes en deçà de ce qui était attendu, les exportations de services devraient rester sinistrées. Istat estime que les dépenses des non-résidents ont chuté de 60 %, impactant la valeur ajoutée de près de 1,5%. Une part de cette baisse est liée à la réduction d'activité dans les secteurs de l'hôtellerie-restauration, dans le commerce et dans le secteur de la culture et du divertissement. Ces secteurs ne devraient se reprendre que graduellement à mesure que les restrictions sur la circulation aux frontières seront levées.

## Pays émergents

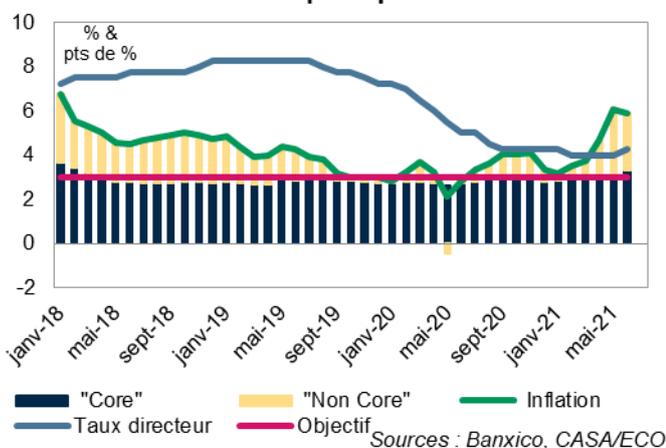
### Amérique latine

#### 👉 Mexique : prélude à un cycle de resserrement monétaire contre début d'un processus d'ajustement...

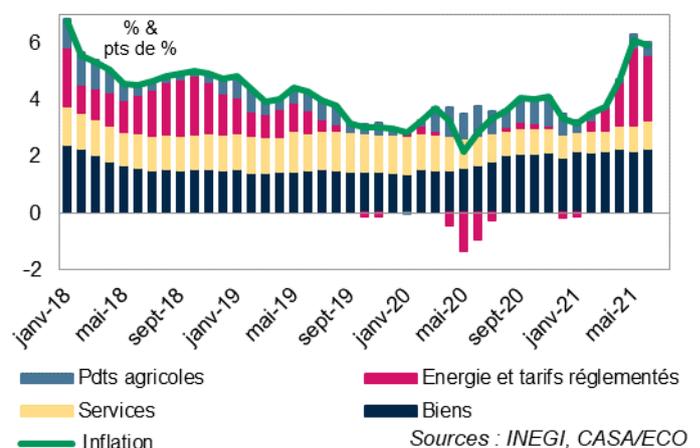
Les marchés ne l'anticipaient pas. Pourtant, la Banque Centrale (*Banxico*<sup>1</sup>) a relevé son taux directeur de 25 (petits) points de base à 4,25% (23 juin 2021). Alors que la croissance ne se reprend que lentement (et chaotiquement) et que le PIB pourrait ne pas retrouver son niveau pré-crise avant début 2023, cette décision peut sembler précoce. Elle est néanmoins légitime au regard du mandat constitutionnel qui vise à « maintenir une inflation

sous contrôle » en recourant à une cible de 3% : une cible qui se révèle très difficile à atteindre et ce qu'elles que soient les circonstances. On peut même considérer que *Banxico* a fait preuve d'une grande tolérance que seule justifie une récession inédite tant par son ampleur que par sa nature, récession qui ne s'est pas traduite par un effondrement des prix bien qu'elle n'ait pas été amortie par la politique budgétaire.

Inflation et politique monétaire



Sources d'inflation



Comme partout, l'inflation continue de subir les effets directs et indirects de la pandémie. En revanche, **ce qui malheureusement distingue le Mexique, c'est la résistance de son inflation sous-jacente**. À la suite d'une hausse mensuelle de 0,5%, l'inflation s'est établie à 5,9% sur un an en juin. Comme partout, l'inflation *non core* progresse rapidement (10% sur un an en juin) sous l'effet de la hausse des prix des produits agricoles (perturbations climatiques, augmentation vigoureuse de la demande) et du poste énergie/tarifs réglementés.

L'inflation *core* (en hausse de 0,6% sur un mois et de 4,6% sur un an) inquiète la Banque centrale. L'inflation sous-jacente moyenne s'est maintenue en 2020 à 2,8% (soit un rythme identique à celui de 2019 malgré la crise) ; elle a franchi 3% en avril 2021. Les **prix des biens** souffrent (comme ailleurs) de pressions sur les coûts (matières premières, intrants en général, goulets d'étranglement) : les pressions sont répercutées sur les prix de détail. Pour certains produits (tels que vêtements et chaussures), les prix sont ajustés à la hausse pour

recupérer les faibles marges enregistrées au plus fort de la pandémie. Les prix de 75% des biens augmentent à un rythme de plus de 4%. Quant à la hausse des **prix des services**, la réouverture des activités a inversé la tendance baissière. Or, avec la réouverture progressive, des pressions plus fortes sur ces prix devraient être observées.

Plus généralement, en raison de la pandémie, l'offre est moins à même d'absorber la croissance de la demande et il est difficile de prévoir l'ampleur, la durée des pressions sur l'offre, leur interaction avec la structure de la demande. Aux pressions généralement évoquées (réouverture différenciée entre pays et entre les secteurs, ayant entravé l'approvisionnement en intrants, provoqué des goulets d'étranglement, augmenté le coût des transports et les prix à la production) s'ajoutent des contraintes locales telles les nouvelles exigences sanitaires, l'éloignement des processus de production, la moindre disponibilité de la main-d'œuvre. Les fournisseurs auraient fait preuve de peu de

<sup>1</sup> "Minutes of the meeting of Banco de México's Governing Board on the occasion of the monetary policy decision announced on June 24, 2021" (minutes publiées le 8 juillet).

réactivité, n'auraient pas respecté les délais et auraient enregistré des pénuries de produits.

**Les pressions inflationnistes sont censées être de nature transitoire, mais une nouvelle accélération de l'inflation pourrait intervenir** et se prolonger jusqu'en août, voire septembre. Les anticipations d'inflation pour 2021, tant totale que sous-jacente, se sont redressées ; à moyen terme, elles sont certes relativement stables mais à des niveaux supérieurs à la cible de 3%. Désormais, les estimations indiquent que l'inflation globale convergera vers l'objectif de 3% au troisième trimestre de 2022. Selon la dernière enquête de *Banxico*, le secteur privé assigne cependant une probabilité plus élevée à une inflation comprise entre 5,6% et 6% à fin 2021 et entre 3,6% et 4% fin 2022.

Par ailleurs, *Banxico* insiste sur **les risques externes citant notamment la politique monétaire américaine et les investisseurs étrangers**. Bien que les sorties des investisseurs étrangers détenant des instruments publics aient été absorbées par les investisseurs locaux, un climat de méfiance demeure : il fait peser le risque d'un appétit réduit pour les actifs locaux. L'inclusion de la Chine dans divers indices obligataires mondiaux lui a permis d'attirer deux tiers des flux obligataires vers les économies émergentes au cours des dix-huit derniers mois. Quand bien même une partie de cet ajustement ne serait que transitoire, la faible participation des investisseurs étrangers aux adjudications sur les marchés primaires de titres publics mérite d'être notée. Enfin, une plus grande volatilité extérieure et, à moyen terme, une moindre stimulation monétaire au niveau mondial, pourraient exercer des pressions sur le taux de change et affecter les entrées de capitaux.

Les prévisions de croissance ont été revues à la hausse pour 2021 (à 6%) en raison d'une meilleure

performance attendue au deuxième trimestre (vigueur de la demande extérieure en provenance notamment des États-Unis, réactivation de la demande intérieure grâce aux progrès de la vaccination et à la suppression des restrictions à la mobilité), mais aussi pour 2022 (3%). Les capacités de production de l'économie continueraient cependant d'être sous-utilisées, une hétérogénéité marquée entre secteurs persisterait et le niveau d'activité observé fin 2019 ne serait atteint que début 2023. **Les perspectives de croissance ne sont donc pas très réjouissantes.**

**Les perspectives de croissance médiocre pèsent peu (voire théoriquement pas) face aux risques externes et au constat selon lequel les chocs qui ont affecté l'inflation de façon supposée transitoire présentent un risque pour le mécanisme de formation des prix.** Ce premier relèvement de taux n'est pas censé s'apparenter au début d'un cycle de resserrement monétaire, mais plutôt à un processus d'ajustement. Mais, si l'on regarde brièvement les niveaux passés du taux directeur au regard de la cible ou de l'inflation effective (une mesure très imparfaite du taux réel), le taux directeur a excédé en moyenne la cible de 485 pb et l'inflation de 340 pb en 2018-2019. À partir de l'assouplissement monétaire entrepris fin 2019, l'écart s'est continuellement resserré pour ne plus atteindre que 100 pb et devenir négatif par rapport à l'inflation effective (-208 pb en mai).

Les commentaires se sont articulés autour d'une subtile distinction : cette hausse ne serait pas le prélude à un cycle de resserrement mais le début d'un processus d'ajustement. Subtile distinction. **L'ajustement promet d'être long et pourrait ressembler, à s'y méprendre, à un cycle de resserrement.**

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Tunisie – Nouvelle dégradation de *rating* : sans choc salubre, un défaut sur la dette externe est assez probable

L'agence de *rating* Fitch vient à nouveau de dégrader à B- le *rating* de la Tunisie et maintient un « *outlook* » négatif sur ce niveau de notation, ce qui veut dire que la probabilité d'une nouvelle baisse est sérieusement envisagée par l'agence. Elle rejoint donc Moody's dans son appréciation de la qualité du risque tunisien (perspective négative comprise). Les deux agences ont baissé de sept crans le niveau de notation du souverain depuis 2011, en raison de l'instabilité politique et sociale et des dérives économiques depuis dix ans (endettement, croissance, politique monétaire, secteur bancaire).

Actuellement, le système politique éclaté et antagoniste empêche toute réforme – voire toute prise de décision – et les tensions sociales, notamment avec

le syndicat des fonctionnaires UGTT, entraînent des dérives macro-économiques de plus en plus préoccupantes et qui effraient les investisseurs étrangers. Les tensions entre le président K. Saïed et le Premier ministre Mechichi sont très fortes. Huit postes ministériels sur vingt-sept sont toujours non pourvus depuis de nombreux mois, soit parce que la présidence en a refusé la validation, soit semble-t-il faute de candidats compétents. De plus, le pays a beaucoup souffert de la crise de 2020 : une récession de 8,8%, un déficit budgétaire de 11,4% du PIB et un déficit courant de 6,7% du PIB, faisant progresser le double surendettement public (89% du PIB) et externe (2,7 fois les exportations) à des niveaux très alarmants. L'effondrement de l'épargne

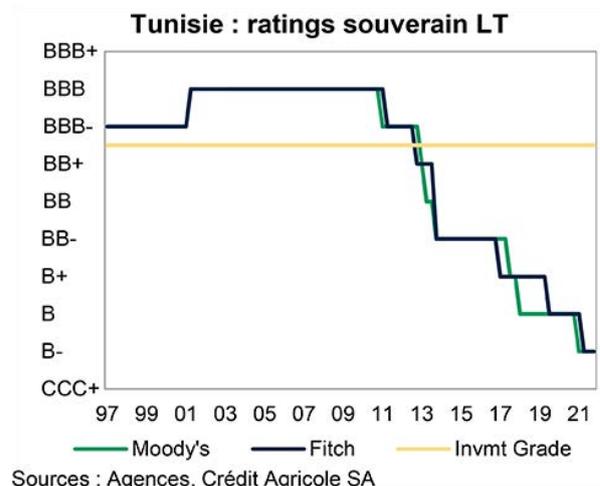
va maintenir le déficit courant au-delà de 6% du PIB cette année.

La recrudescence de la pandémie de coronavirus en juin 2021 est exponentielle : les cas positifs ont progressé de 8 000 à 46 000 en un mois et les décès à presque 800 par semaine. Le système de santé est saturé et ne peut plus prendre en charge les contaminés. Des reconfinements partiels et localisés ont été décidés pour contenir la progression du virus. Un léger impact sur la croissance est probable au troisième trimestre. Cette situation compromet aussi totalement la saison touristique de cet été et le manque à gagner va être très élevé pour la deuxième année consécutive, alors que le pays a besoin de 4 milliards de dollars de ressources en devises pour servir sa dette externe d'ici à la fin de l'année. La Tunisie a déjà fait l'objet d'un plan de soutien du FMI depuis 2015, mais le Fonds s'impatiente devant l'absence de réformes.

Le gouverneur de la Banque centrale vient de lancer un cri d'alarme contre le gouvernement pour lui demander d'agir sur le niveau des subventions et les salaires des fonctionnaires. Effectivement, la réforme la plus urgente à réaliser est celle de l'État, mais les gouvernements successifs semblent y renoncer. De son côté, la BCT essaie de défendre la parité de change du dinar pour éviter une inflation importée qui accentuerait encore un peu plus l'instabilité sociale. Les réserves en devises ont baissé de 8% entre fin 2020 et fin mars 2021 à 8,4 milliards de dollars. C'est un signal très inquiétant, d'autant plus que 49% de ces réserves sont constituées des quatre prêts du FMI encore actifs.

La perspective d'un défaut sur la dette externe s'est donc singulièrement accentuée ces dernières semaines, en l'absence d'accord politique sur les

réformes urgentes à mettre en œuvre et ouvrant la porte à une nouvelle aide du FMI. Bien que l'aide actuelle représente déjà 11% du PIB du pays, une extension semble indispensable pour résoudre les tensions de liquidité externe. Pour l'instant, le gouvernement se refuse à envisager une telle restructuration de dette. Effectivement, sur les 40 milliards de dollars de dette externe du pays (soit 105% du PIB), seulement 17 milliards sont portés directement par le souverain. Une crise de liquidité pourrait alors prendre une intensité très sévère et entraîner une contagion aux acteurs endettés en devises. Une restructuration affecterait principalement les créanciers des entreprises et des banques. Elle obligerait le pays à entrer dans une douloureuse négociation avec les créanciers du secteur privé. Si le pays devait tomber dans les catégories de CCC, un phénomène auto-réalisateur pourrait se matérialiser par fermeture totale des marchés internationaux de refinancement.



**Notre opinion** – Spirale inflation-salaire sous la pression des partenaires sociaux, dérive du coût de la dette à 25% des dépenses budgétaires, monétisation des déficits publics par la Banque centrale sous la pression du gouvernement : les réponses à la crise ne vont pas dans la bonne direction. Et cela nourrit à la fois l'instabilité gouvernementale et la défiance des créanciers extérieurs. À l'instar du Liban, les créanciers externes habituels (FMI, multilatéraux, pays européens et pays du Golfe) sont de plus en plus réticents à aider les pays émergents où les blocages politiques (et non une crise externe comme celle du Covid) les entraînent dans une spirale de difficultés. Par ailleurs, et comme dans le cas de Beyrouth, seul un accord préalable avec le FMI pourra débloquer les fonds des pays amis disposés à soutenir financièrement Tunis.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Ukraine : un pas en avant vers un accord avec le FMI ?

Peut-être, mais pas très simple d'y voir clair en ce moment ! Après la récession de 4% en 2020, l'Ukraine se projette vers une croissance du PIB de 3,7%, selon nos prévisions. Cette perspective reste néanmoins très fragilisée par la situation sanitaire et le faible taux de vaccination des Ukrainiens, exposant ainsi plus fortement le pays à une nouvelle vague de pandémie et de restrictions. Même si la consommation des ménages a relativement bien résisté, le taux d'emploi diminue de 4% depuis 2019 et il ne devrait pas retrouver rapidement son niveau d'avant-crise, puisque les entreprises sont encore hésitantes en matière d'embauches. Les investissements également, après avoir chuté de 24%, mettront du temps avant de retrouver leur niveau d'avant-crise en raison du manque de confiance dans la dynamique économique et institutionnelle du pays. Les exportations devront progresser autour de 3,5% à 4%. Toutefois, la reprise des importations devrait annuler les excédents courants de l'année dernière et on devrait retrouver un léger déficit en 2021, autour de -0,7% du PIB selon nos prévisions.

Avec la reprise économique, on observe également en Ukraine une reprise de l'inflation qui a atteint 9,5% en mai et devrait dépasser les 8% en augmentation annuelle. La Banque centrale a déjà procédé à un resserrement de sa politique monétaire avec une hausse du taux directeur de 6% à 7,5%. Dans sa dernière déclaration, la Banque

centrale s'est exprimée et est assez confiante dans la stabilisation des prix pendant l'été après les augmentations des prix de l'énergie.

Enfin, les dernières évolutions politiques font référence aux lois votées la semaine dernière qui devraient satisfaire les exigences du FMI. L'amendement à loi bancaire prévoit un renforcement de la surveillance réglementaire du secteur bancaire, grâce à l'introduction d'un certain nombre de règles inspirées de la réglementation Bâle III avec également un pouvoir d'intervention plus fort de la Banque centrale en cas de manquement.

Rappelons également que cette année la loi « anti Kolomoyski » a également été votée, écartant ainsi les ambitions de reprise de l'ancien propriétaire majoritaire de PrivatBank, institution qui a dû être nationalisée pour éviter la faillite.

Ensuite, une autre loi très importante pour les efforts de lutte contre la corruption a été votée. Elle prévoit la pénalisation de l'absence de déclaration de richesses ou de fausse déclaration.

Ces deux textes étaient des préalables à la reprise des négociations avec le FMI qui ne s'est pas encore prononcé sur les réformes votées. Mais un éventuel déblocage des fonds pourrait intervenir au troisième trimestre, moment qui correspond également au pic de remboursement des dettes publiques.

### Bulgarie : à l'heure du changement

Après la victoire des législatives d'un comédien en Ukraine, c'est aux Bulgares d'élire leur gouvernement dirigé par une star de la télé. Slavi Trifonov est un très célèbre chanteur et présentateur d'émissions de télévision en Bulgarie. Il a entamé une carrière politique en 2020 avec la création de son parti « un tel peuple existe » : une formation politique populiste qui se base pour le moment quasi uniquement sur la popularité de son dirigeant. En outre, les discours de son créateur s'articulent autour d'une recette déjà connue en Europe de l'Est. Ils se composent d'un mélange savant de dénonciations des élites corrompues, de promesses de rapprochement avec le peuple et d'un amour fort pour la patrie. Pour comprendre pourquoi cette formule fait autant recette en Bulgarie, il faut se pencher sur la gouvernance du parti sortant GERBI et de son dirigeant, Boïko Borissov. Au pouvoir depuis 2009, le gouvernement Borissov a connu sa plus forte crise de légitimité en 2020, suite aux mouvements protestataires demandant sa démission, à la demande du procureur général, ainsi qu'à une forme d'assainissement de la politique et du système judiciaire dans ce pays gangréné par la corruption et le crime organisé. Le vote du 11 juillet était avant tout un vote de contestation et à juste

titre. Mais que faut-il attendre de ce nouveau gouvernement qui porte le nom de Trifonov ? Tout d'abord, Slavi Trifonov qui a remporté 23,9% des voix contre 23,7% pour le GERBI, a déclaré qu'il ne fera pas partie lui-même de l'équipe gouvernementale pour des raisons de santé. Ensuite, il a indiqué vouloir constituer une équipe de technocrates peu connus de la scène politique, mais qui ont les qualifications requises pour chaque poste bien que sans expérience gouvernementale. Mais d'un autre côté, il souhaite également intégrer certaines personnalités de l'ancien gouvernement. Enfin, le programme électoral est resté très flou et le positionnement politique de Trifonov sur les questions économiques et géopolitiques n'est pas suffisamment clair.

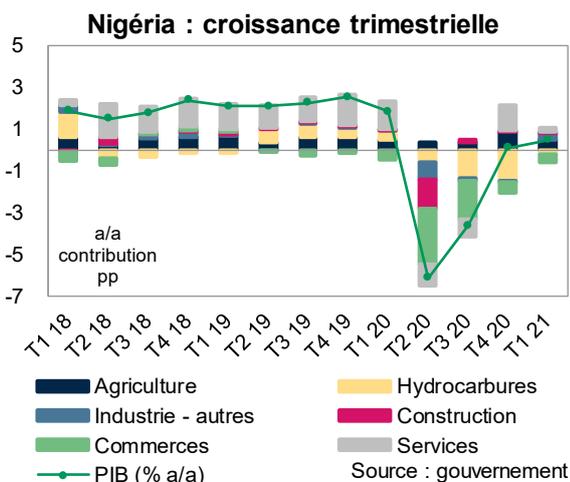
Au final, la situation politique est plus que fragile, car ITN n'a pas la majorité au Parlement et ne souhaite pas non plus faire une coalition politique. Le manque d'expérience et de clarté risque de créer beaucoup de bruit et peu de réformes dans une période de crise où le pays a tout intérêt à concentrer ses énergies pour optimiser l'utilisation des enveloppes européennes, afin de dynamiser sa reprise économique.

## Afrique sub-saharienne

### Nigéria : des avantages et des inconvénients de vivre au rythme du pétrole

#### Premier trimestre : reprise, excepté pour les usual suspects des services

Grand producteur d'or noir, le Nigéria profite de la remontée des cours à l'image de la quasi-totalité des pays pétroliers. Encore 20% sous son niveau d'activité pré-crise au dernier trimestre, le secteur des hydrocarbures a dépassé son niveau d'activité de 2019 au premier trimestre 2021 (+2,3%) et est seulement 0,2% sous son niveau du premier trimestre 2020.



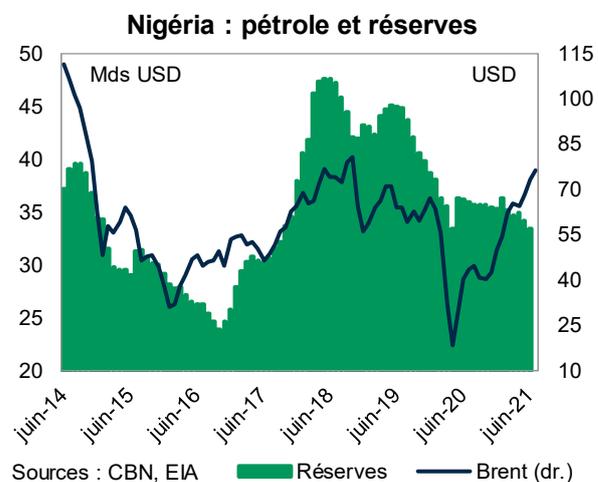
Le reste de l'économie efface également à son rythme le retard pris en raison de la crise : alors que le pays était déjà sorti de la récession au quatrième trimestre 2020 (+0,1% en variation annuelle), le premier trimestre 2021 confirme cette tendance avec une croissance de 0,5% par rapport au premier trimestre 2020. Désormais, peu de secteurs demeurent à la traîne par rapport à leur niveau d'activité de 2019. On trouve dans cette liste, sans surprise, quasi-exclusivement des activités de services, au premier rang desquelles le commerce (-2,4% en variation annuelle), le transport (-21,9% en variation annuelle) ou encore l'hôtellerie et la restauration (-4,6% en variation annuelle). Néanmoins, avec le secteur financier et les hydrocarbures, ce dernier secteur est parmi ceux qui accélèrent le plus par rapport au trimestre précédent.

Dans l'ensemble, le pays a peu été touché par l'épidémie de Covid-19, mais la crainte d'une potentielle troisième vague se fait actuellement sentir dans l'État de Lagos, sans que cela ne soit pour le moment perceptible dans les chiffres de contamination à l'échelle nationale. À l'origine de ces craintes se trouvent la détection du variant Delta, qui a d'ores et déjà semé le chaos dans nombre de pays ayant bien résisté aux premières vagues, en raison de l'augmentation rapide du taux de positivité dans l'État.

#### Secteur pétrolier : une béquille chancelante pour l'économie nigériane

Plus qu'un outil pour la croissance, le secteur pétrolier nigérian est le socle du compte courant (85% des exportations) et de la base fiscale nigériane (environ 50% des revenus du gouvernement). À ce titre, la remontée des cours ne peut être qu'une bonne nouvelle. Néanmoins, et en dépit des aides multilatérales, le simple effet prix ne semble pas en mesure d'endiguer l'érosion des réserves de change du pays et la pression sur le naira. Par ailleurs, de profondes interrogations quant aux volumes subsistent dans le cas nigérian.

Si le pays profite de la remontée des prix, il est très difficile d'affirmer que le secteur sera en mesure de répondre à une augmentation des volumes dans l'éventualité d'un accord OPEP+. Or, à l'échelle internationale, si cette augmentation des volumes de production devait produire un effet modérateur sur les prix, le Nigéria pourrait y perdre et manquer ses objectifs budgétaires. La tâche est pourtant critique : les revenus du gouvernement sont tombés à un maigre 6,3% du PIB en 2020. Depuis la chute des cours du pétrole en 2015, le gouvernement n'a jamais su réinventer sa base fiscale pour ramener son niveau de revenus au-dessus de 10% du PIB.



Toute nouvelle loi mais très ancien projet, la *Petroleum Industry Bill*, censée relancer l'investissement dans le pétrole *off-shore*, vient tout juste d'être promulguée. Malgré dix années de négociation, la loi fait peu d'heureux et sa capacité à susciter l'investissement est incertaine. Cette nouvelle formule fiscale réveille également l'activisme de groupes, parfois armés, dans les États du sud (États pétroliers), dont la politisation suit le rythme de la vie du secteur des hydrocarbures et des accords de répartition de sa richesse entre échelle locale et fédérale.

## Géo-économie

### L'Afghanistan à l'heure du départ

Le 12 juin, le commandant des forces américaines en Afghanistan s'est retiré, dernier symbole de la présence américaine dans le pays. **Le retrait définitif des troupes devrait être achevé le 31 août**, en avance par rapport à l'échéance du 11 septembre choisie par le président Biden au printemps. Les talibans y mènent pourtant une offensive coordonnée, bousculant les troupes régulières afghanes et encerclant progressivement les villes. Selon *The Long War Journal*, le 10 juillet, **c'était 215 districts (54% du territoire, 41% de la population) qui étaient contrôlés par les talibans, contre 96 un mois avant**. La débandade est telle que le renseignement américain a revu à la baisse ses [prévisions](#) concernant l'espérance de vie du gouvernement de Kaboul, estimant crédible un effondrement six mois après le départ des américains.

Dans les territoires contrôlés, les talibans rendent justice (selon leur loi), font fonctionner des écoles, et collectent des taxes, mêmes douanières : la frontière avec le Tadjikistan et l'Ouzbékistan est totalement contrôlée par les talibans. **À long terme, il s'agit pour eux de se légitimer comme une organisation capable de gouverner**. Ils ont donc cherché à [rassurer les pays voisins](#), et continuent à gérer la frontière : « *Dans l'ensemble, c'est comme avant. Seuls certains membres du personnel des frontières et des douanes ont changé. Et c'est tout* », indique un routier à *Eurasianet*. De même, il semblerait que les talibans tolèrent la culture du pavot, dont l'exportation sous forme d'opium assure une rente substantielle. En 2019, l'ONU estimait les revenus totaux tirés de la plante entre 1,2 et 2,1 milliards de dollars, davantage que les revenus des exportations licites du pays.

L'Afghanistan est un territoire disputé depuis des siècles, et les échecs répétés pour le contrôler lui ont valu le surnom de « Cimetière des Empires ». Sans essayer de produire une analyse complète des différents intérêts et stratégies qui s'entrecroisent, contentons-nous de situer quelques acteurs et leurs principales motivations.

**Les voisins directs d'Asie centrale (Ouzbékistan, Tadjikistan, Turkménistan) se préparent à gérer un flux d'immigrés chassés par l'effondrement du pays**. Le Tadjikistan a même fait appel à l'Organisation du Traité de Sécurité Collective (partenariat Russie-Asie centrale) pour l'aider à contrôler la population aux frontières, et a positionné 20 000 soldats. Le Pakistan continue de soutenir les talibans.

**Les États-Unis se retirent après vingt ans d'intervention**. C'est difficile à justifier vis-à-vis de l'importance accordée aux droits de l'Homme dans la politique étrangère de l'administration Biden. Mais l'objectif est clair, et a été [exprimé](#) ainsi par le secrétaire d'Etat A. Blinken en avril : cesser de gaspiller des ressources qui seraient mieux utilisées (selon Washington) en les concentrant en Asie de l'Est.

**La Russie est inquiète d'un retour d'un foyer terroriste islamiste international** et se prépare donc à garder un engagement sécuritaire dans la région. Et ce d'autant plus que Moscou voit l'Asie centrale comme faisant partie de son « pré carré », et est donc soulagée de voir les Américains quitter la zone.

La Chine, d'un côté, se réjouit de voir les États-Unis surmonter un échec aussi patent et visible. D'un autre côté, elle est très inquiète d'un effet de contagion au Xinjiang, où elle fait face selon elle à ses propres mouvements terroristes islamistes, en lien avec les talibans. Elle aurait [proposé](#) son soutien en échange de la coopération de ceux-ci sur ce sujet. De plus, Pékin n'a pas caché sa [volonté](#) que l'Afghanistan rejoigne le projet des Nouvelles Routes de la Soie, quel que soit le gouvernement au pouvoir. **La question désormais est de savoir si la Chine, malgré sa politique de non-intervention stricte, va également se retrouver entraînée dans les sables mouvants afghans par ses intérêts politiques et économiques**.

**✓ Notre opinion** – *Le départ des États-Unis, controversé, constitue certainement la fin d'une époque. Cependant, pour la population afghane, il n'est pas certain que cela produise un changement radical. La pauvreté est endémique et la gouvernance, quelle qu'elle soit, est désastreuse. Le pays est dépendant de l'aide internationale (celle-ci a culminé à 100% du PIB en 2009 selon la Banque mondiale), qui a soutenu une croissance rapide entre 2002 et 2015 (9,4% par an en moyenne). Depuis, l'aide internationale a décliné à 42% du PIB et la croissance a ralenti à 2,5% par an en moyenne. Une conférence de donateurs à Genève en novembre 2020 a prolongé cette tendance, peu de donateurs s'étant engagés à plus d'un an. L'avenir des écoles, hôpitaux et infrastructures financés par ces prêts est donc sombre, et avec lui celui d'une population afghane qui, après quarante ans de conflits, ne semble pas voir sa condition s'améliorer.*

 News géo-économiques

## Monde

**L'impact du Covid sur l'alimentation** – La faim dans le monde a augmenté l'an dernier selon [le dernier rapport de la FAO](#) (ONU), le nombre de personnes souffrant de la faim progressant de 118 millions pour atteindre environ 768 millions en 2020, soit 10% de la population mondiale. Près d'une personne sur trois dans le monde n'a pas eu accès à une alimentation adéquate l'année dernière, 320 millions de personnes de plus qu'en 2019. Bien que l'Asie reste le continent avec la plus large population en situation de précarité alimentaire en termes absolus (418 millions), **l'Afrique reste le continent avec le plus haut taux en pourcentage de sa population** : 25,9% sont dans une situation « sévère », et 33,7% dans une situation « modeste ». Au total, ce serait donc presque 60% de sa population qui serait touchée. Quant à l'Amérique latine, son taux a augmenté de 10 points de pourcentage pour dépasser les 40% pour la première fois depuis la publication du rapport, raflant ainsi le triste record du choc le plus brutal en 2020.

## États-Unis

**Nouvelles sanctions sur la Chine** –Vendredi 9 juillet, le département du Commerce américain a [annoncé](#) avoir ajouté vingt-quatre compagnies chinoises à sa « *blacklist* », dont quatorze pour des faits liés à la situation dans le Xinjiang, cinq pour leurs liens avec l'armée chinoise, et quatre pour avoir entretenu des liens avec des compagnies déjà sur la liste. Quatre jours plus tard, le Financial Times [rapportait](#) que selon ses sources, le président Biden comptait annoncer davantage de sanctions économiques contre la Chine, accusant Pékin de poursuivre des violations des droits de l'Homme à Hong-Kong et au Xinjiang. De plus, J. Biden y ajouterait un avertissement officiel aux entreprises américaines opérant à Hong-Kong, pour les mettre en garde contre certaines lois spécifiques récemment introduites, ainsi que contre l'évolution de la gouvernance dans le territoire.

## Asie

**Le Japon s'alerte de la situation à Taïwan** – Le rapport annuel du cabinet en charge de la Défense japonaise a mentionné pour la première fois cette année l'importance de la « paix et la stabilité dans le détroit de Taïwan ». Cette phrase est la formule consacrée par les dirigeants japonais pour manifester leur désaccord avec la politique d'unité nationale menée par la Chine, et avait déjà été utilisée par le Premier ministre Suga Yoshihide lors de sa rencontre avec le président américain Joe Biden en avril. **Sa présence constitue donc en soi un signal lancé par la Défense japonaise à ses voisins chinois et taïwanais, ainsi que le début d'une sensibilisation**

**de la population.** Cette dynamique a également été observée lors de la « [gaffe](#) » (si tant est que cela en soit une) du vice-Premier ministre Aso Taro, n°2 du gouvernement, qui avait déclaré clairement à une levée de fonds tkyoïte : « Si un incident majeur se produisait (à Taïwan), on peut dire qu'il serait lié à une situation menaçant la survie (du Japon). Si c'est le cas, le Japon et les États-Unis doivent défendre Taïwan ensemble. Nous devons réaliser qu'Okinawa pourrait suivre ».

La bataille de Taïwan pourrait en effet avoir lieu « dans la décennie, en fait, d'ici six ans » selon les [scénarii](#) de l'Amiral Davidson, ex-commandant des forces américaines dans l'Indo-Pacifique, exposés au Congrès américain en mars 2021. Celui-ci avait également ajouté que les forces américaines ne seraient pas capables de pallier seules cette éventualité et devraient compter sur des alliés locaux, si elles veulent réagir assez rapidement, notamment le Japon.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

**L'UE va sanctionner les responsables libanais**–

Le premier diplomate européen J. Borell a annoncé lundi 12 juillet que les dirigeants de l'Union européenne avait atteint un consensus favorisant la mise en place d'un régime de sanctions à l'égard des dirigeants libanais tenus pour responsables de la crise économique qui dévaste le pays depuis deux ans désormais. C'est une progression logique par rapport aux menaces émanant de la France depuis plusieurs mois, suite aux échecs répétés de ses tentatives de déblocage de l'imbroglio politique. **Néanmoins, c'est un changement de vitesse pour l'Union européenne, qui jusque-là s'était concentrée sur les liens avec le Hezbollah.** Il était difficile de maintenir une distinction à long terme, le Hezbollah contrôlant désormais une partie substantielle du pays.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

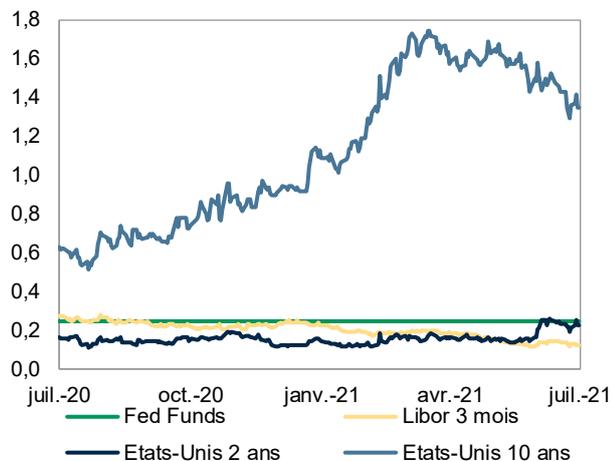
**Le climat rapproche Moscou et Washington** –

John Kerry, envoyé spécial pour le climat de J. Biden, a rencontré le ministre des Affaires étrangères russe, S. Lavrov, cette semaine à Moscou. La réunion a été un succès, les deux hommes se promettant une coopération proche sur le sujet du climat. **C'est un résultat bienvenu, car il rassure sur la capacité des États-Unis et de la Russie à trouver des dossiers de collaboration spécifiques,** alors que la relation a récemment plutôt été caractérisée par des tensions et de la méfiance. Cela signale également un changement de position de la part du Kremlin, auparavant plutôt climato-sceptique, et désormais de plus en plus contraint par la sensibilité environnementale [forte et grandissante](#) de sa population.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

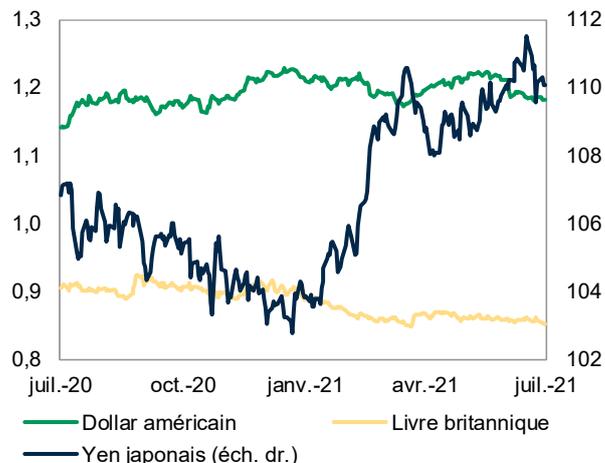
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

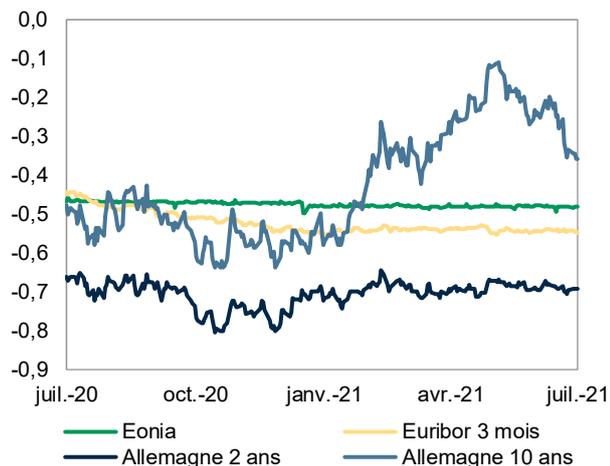
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

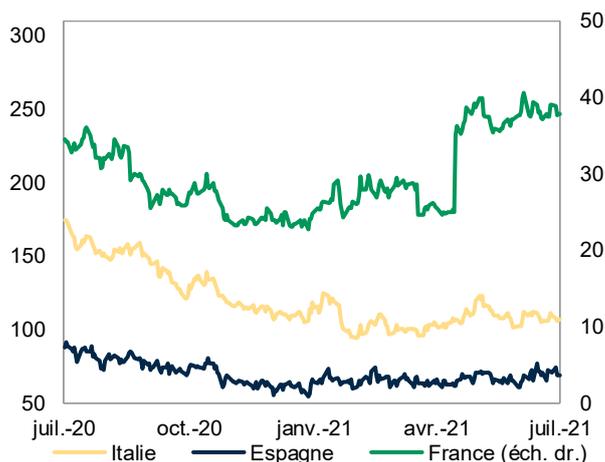
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

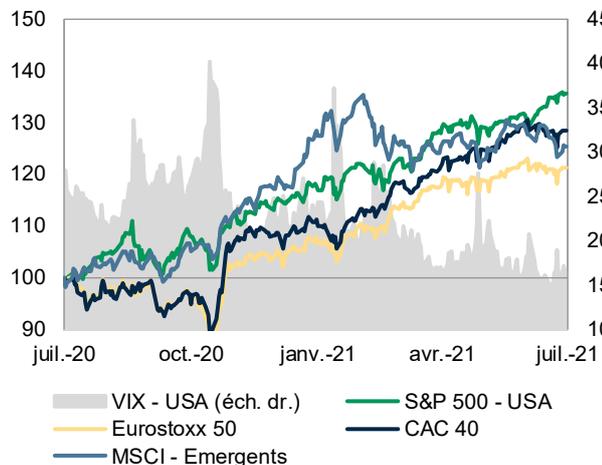
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

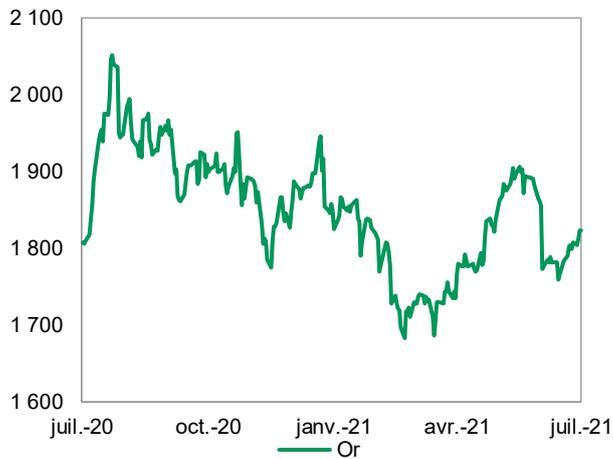
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

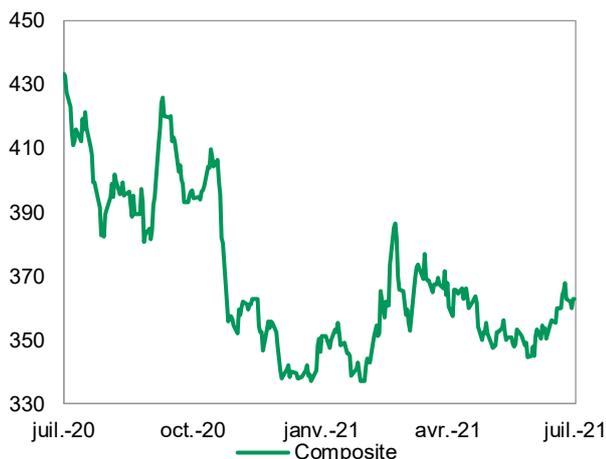
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

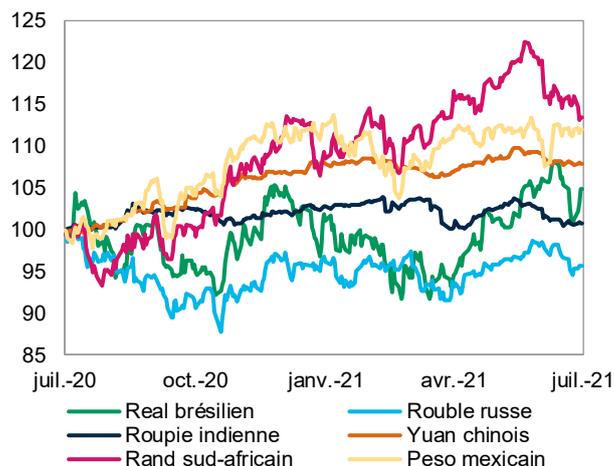
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

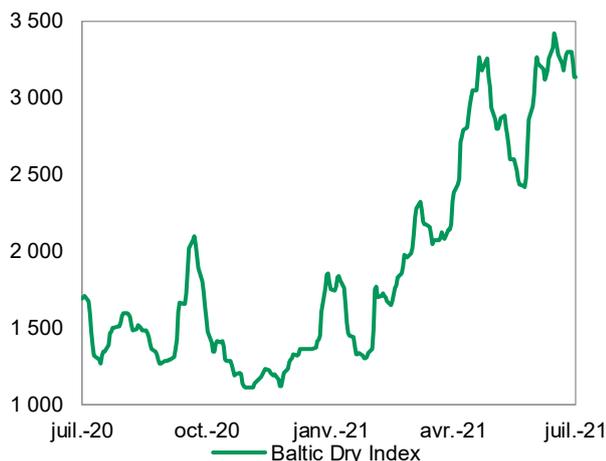
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

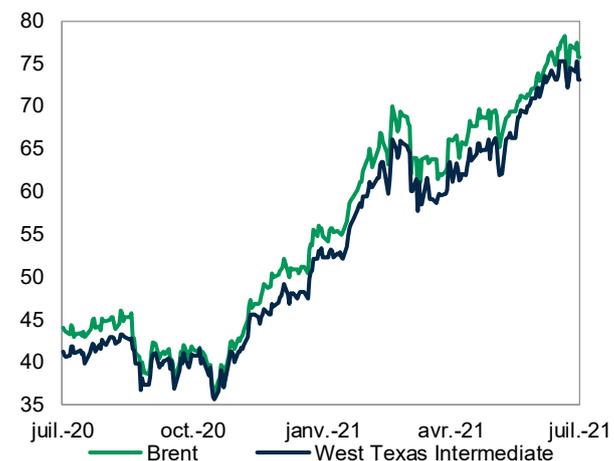
Baltic Dry Index (USD/point)



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

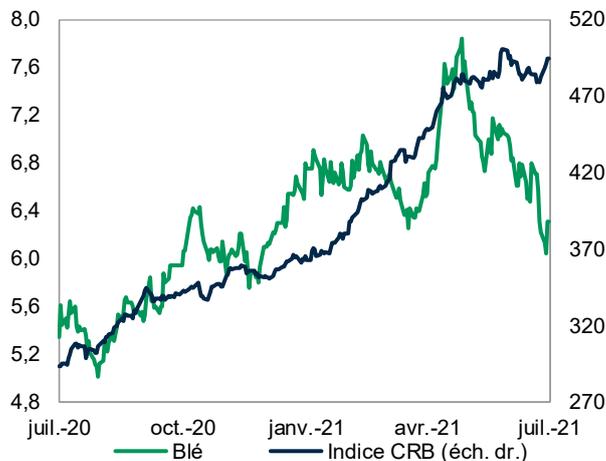
USD/tonne métrique



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                  |
|------------|--|------------------------|
| 13/07/2021 | <u>Allemagne – Scénario 2021-2022 : un sursaut suivi d'une accélération de la croissance</u> | Zone euro              |
| 12/07/2021 | <u>Espagne – Scénario 2021-2022 : un été incertain</u>                                       | Zone euro              |
| 12/07/2021 | <u>BCE – L'occasion ratée : une stratégie pour mener l'ancienne ou la nouvelle guerre ?</u>  | Zone euro              |
| 09/07/2021 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>   | Monde                  |
| 08/07/2021 | <u>France – Scénario 2021-2022 : une reprise bien engagée</u>                                | France                 |
| 08/07/2021 | <u>Le Myanmar – Apocalypse Now</u>   | Asie                   |
| 07/07/2021 | <u>Éthiopie – La guerre n'était donc pas finie</u>   | Afrique sub-saharienne |
| 06/07/2021 | <u>Plans de relance nationaux - Pologne, le plan des transitions</u>                         | Pologne                |
| 06/07/2021 | <u>Bélarus – Panne d'essence à Minsk</u>   | PECO et Asie centrale  |
| 05/07/2021 | <u>La Chine célèbre les cent ans de la création du Parti communiste</u>                      | Asie                   |
| 02/07/2021 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>   | Monde                  |
| 01/07/2021 | <u>Plans de relance nationaux - Espagne, une stratégie proactive</u>                         | Espagne                |

### 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](mailto: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.*