

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/193 – 28 mai 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

<i>☞ Faire preuve de pédagogie sur le bon timing et le juste tempo pour éviter l'emballement !</i> .....	2
<i>☞ Zone euro : défaillances, fin de la trêve ?</i> .....	3
<i>☞ France : le climat des affaires rebondit très nettement en mai</i> .....	4
<i>☞ France : net recul de la consommation en biens en avril</i> .....	4
<i>☞ France : révision en baisse du PIB au T1 2021, -0,1% t/t contre une première estimation de +0,4%</i> .....	5
<i>☞ Zone euro : les dernières enquêtes d'activité confirment l'élan de la reprise économique</i> .....	5
<i>☞ Italie : légère amélioration du chiffre d'affaires dans les services</i> .....	6
<i>☞ Espagne : le commerce de détail encore faible en avril</i> .....	7
<i>☞ Thaïlande : Covid-19, fossoyeur ou accélérateur de l'évolution du modèle de croissance ?</i> .....	8
<i>☞ Colombie : la petite goutte d'eau qui fait déborder un vase déjà très plein</i> .....	10
<i>☞ Moyen-Orient – Afrique du Nord : Covid, la vaccination à la traîne sauf en Israël et dans le Golfe</i> .....	12
<i>☞ Oman : début de contestation sociale ?</i> .....	12
<i>☞ Serbie : rapprochement militaire avec la Russie</i> .....	13
<i>☞ Kenya : le rebond sera-t-il à la hauteur des attentes ?</i> .....	14
<i>☞ News géo-économiques</i> .....	15

## Faire preuve de pédagogie sur le bon timing et le juste tempo pour éviter l'emballement !

La tendance haussière des marchés actions s'est poursuivie plus timidement cette semaine incitant les investisseurs à scruter le moindre signe susceptible de guider leurs décisions. D'un côté de la balance, les perspectives de croissance qui se renforcent sous l'effet des moindres tensions sanitaires aux États-Unis et surtout en Europe grâce au développement accéléré de la vaccination qui permet enfin d'esquisser un début de normalisation de l'activité tant attendue. De l'autre côté, se dresse la liste des inquiétudes entourant cette sortie de crise, au premier rang desquelles les pressions inflationnistes actuelles qui seraient susceptibles de précipiter la remontée des taux directeurs au risque de tuer dans l'œuf cette croissance embryonnaire. Partout, les investisseurs questionnent sur la réduction des mesures de soutien apportées à l'économie qu'elles soient monétaires ou budgétaires. Le « timing » et le « tempo » sont aux origines de ces inquiétudes susceptibles de faire fondre les valorisations des actifs financiers.

Du côté de la Réserve fédérale américaine, le message délivré par Jerome Powell fut des plus limpides : la réduction du rythme d'achats d'actifs, le fameux « tapering » n'est à ce stade pas d'actualité. D'autres responsables de la Fed ont également pris le temps de déminer les craintes portant sur l'inflation en martelant que celle-ci n'était que transitoire et que l'institution disposait des moyens nécessaires pour contrer une éventuelle spirale des prix. L'autre élément décisif dans l'assurance d'un soutien durable de la Banque centrale réside dans sa cible de plein emploi qui demeure loin d'être atteinte. En effet, à ce jour, encore huit millions d'emplois sont manquants par rapport au niveau d'avant-crise. Une résorption progressive est à l'œuvre mais prendra néanmoins un certain temps avant que l'objectif de « plein emploi » ne soit atteint. Même constat du côté de la BCE, où les banquiers centraux se sont également montrés rassurants tant sur le caractère temporaire de l'inflation que sur le soutien durable de la politique monétaire à l'économie. La décision d'une éventuelle réduction des achats d'actifs par la Banque centrale européenne lors de sa prochaine réunion apparaît dès lors plutôt improbable.

Sur le plan des indicateurs macroéconomiques, les États-Unis ont confirmé une croissance du PIB de 6,4% en rythme annualisé au premier trimestre, attestant ainsi de la vivacité de l'activité de la première économie mondiale. Les inscriptions hebdomadaires au chômage, en recul plus prononcé qu'attendu, ont été favorablement accueillies. En revanche, l'indice des prix à la consommation, mesuré par les dépenses des ménages, a confirmé la forte poussée des prix en avril, en enregistrant une augmentation de l'indice hors énergie et alimentation (*core* PCE, indicateur

« préféré » de la Fed) de 3,1% sur un an, soit bien au-dessus de la cible de 2% de la Fed. Par ailleurs, les négociations sur le vaste plan de modernisation du pays s'annoncent plus musclées avec la proposition du camp républicain de circonscrire davantage les dépenses aux infrastructures au sens strict, c'est-à-dire hors de toute dépense sociale ou d'éducation. En Europe, l'intensification des campagnes vaccinales a permis de réduire significativement les tensions hospitalières et d'assouplir les contraintes sanitaires, laissant la place à une réouverture plus large des commerces et à une mobilité plus grande. La levée des restrictions sur les services et la solide demande en biens industriels plaident pour une reprise dynamique de l'activité en zone euro déjà confirmée par l'indice composite PMI de mai. Le redressement de la confiance du consommateur suggère que les ménages seraient davantage enclins à utiliser leur épargne accumulée durant la crise au profit d'une consommation plus robuste dans les mois à venir.

Dans ce contexte raisonnablement favorable, les marchés actions mondiaux ont poursuivi leur ascension avec un indice Eurostoxx 50 en progression de 0,3% et le S&P500 de 1,1%. Sur les marchés obligataires, les rendements des bons du trésor américain à 10 ans et du Bund allemand de même référence ont baissé respectivement de 2 et 4 points de base, davantage convaincus par la pérennité des soutiens monétaires et de leur efficacité sur la croissance que par l'emballement des pressions inflationnistes. Cette détente a également profité aux *spreads* des pays de la périphérie, notamment italiens et espagnols qui ont bénéficié tous deux d'un abaissement de leur prime de risque face au Bund de respectivement 6 et 8 points de base. Sur le marché des changes, la devise européenne s'est légèrement appréciée face au dollar (de 0,1%) en dépit des très bons chiffres de la croissance américaine. L'effet de rattrapage des économies européennes sur la croissance américaine étant maintenant enclenché. Enfin, le prix du baril de Brent en mer du Nord ressort en progression de 4,1%, hissé par les perspectives enthousiasmantes de la croissance mondiale.

## Editorial

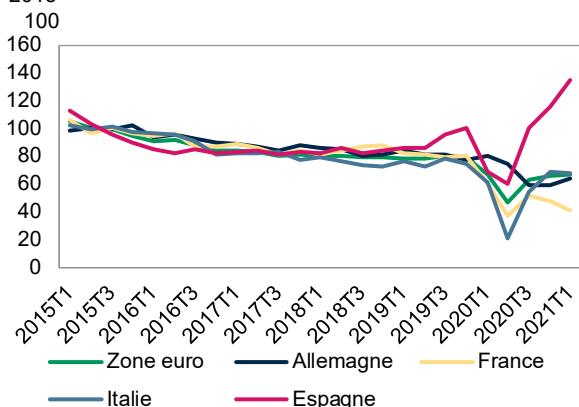
### Zone euro : défaillances, fin de la trêve ?

Au premier trimestre 2021, dans la zone euro, le nombre de faillites déclarées a augmenté de 1,8% par rapport au trimestre précédent, en ralentissement par rapport à la fin 2020 (+5,6% au T4).

Les défaillances avaient montré une nette tendance à la baisse depuis 2015 et ont enregistré une forte chute au premier semestre 2020 (-16,7 au T1 et -29% au T2), en lien avec les mesures de suspension des déclarations et de soutien aux trésorerie d'entreprises, à l'emploi et avec les aides au financement. La reprise de l'activité au T3 2020 et la fin des suspensions des déclarations a induit une remontée rapide du nombre de défaillances (+32,8%). En dépit de la hausse continue depuis l'été, le nombre de déclarations de faillite reste inférieur de 15% à son niveau d'avant-crise.

Les secteurs de l'hébergement, restauration (+34%) et des transports (+25%) ont vu le nombre de défaillances dépasser largement le niveau pré-crise, avec une remontée continue depuis l'été pour le premier et un nouveau pic en début 2021 pour le deuxième (+62%). Dans le commerce, le nombre de défaillances a également rapidement augmenté au T1 2021 (+16,2%) mais reste encore bien inférieur au niveau d'avant la crise. C'est aussi le cas du secteur de la construction où la remontée des faillites est plus modérée, bien qu'ininterrompue depuis l'été.

indice 2015 = 100 **Zone euro : déclarations de faillite**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

C'est en Espagne que la remontée des défaillances est la plus rapide (+16,2% au T1 2021) et ininterrompue depuis le T3 2020. Ainsi, le niveau pré-crise a déjà été largement dépassé (+34%). À noter que la hausse des faillites, puisque débutée fin 2018, y sévissait avant la crise de Covid-19. Dans tous les secteurs, le nombre de défaillances est supérieur au niveau pré-crise, mais dans l'hébergement, restauration et dans les transports, il a déjà doublé.

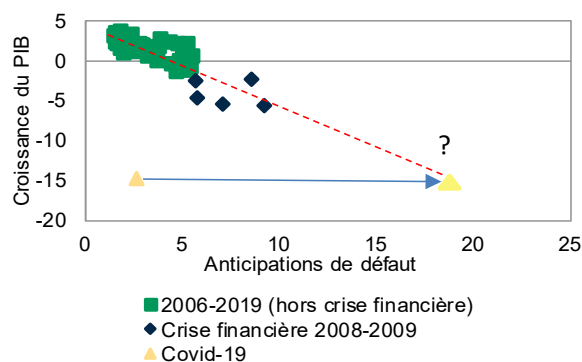
En Allemagne, les défaillances ont également augmenté au T1 2021 (+7,2%), notamment dans la construction, le commerce, l'hébergement et les

transports. Leur remontée y a néanmoins été plus tardive (car elle a débuté fin 2020) et le niveau reste encore inférieur de 17% à celui d'avant la crise.

En France, en revanche, les défaillances sont encore en baisse (-13,2% au T1 2021) dans tous les secteurs à l'exception de la construction. C'est en France que le repli des défaillances est le plus important et encore en retrait de 48% par rapport au nombre enregistré avant la crise.

En Italie, le nombre de faillites s'est replié en début d'année après une très forte remontée au T3 et T4 2020. C'est dans le commerce que les défaillances sont toujours en hausse, le seul secteur où leur nombre a déjà dépassé le niveau d'avant-crise, tandis que dans l'ensemble de l'économie ce niveau n'a toujours pas été atteint (-8,7%).

**Anticipations de défaut et croissance du PIB**



Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

En dépit de la relative résilience, la baisse des revenus et des marges des entreprises au cours du deuxième semestre 2020 s'est poursuivie et s'additionne à celle bien plus massive du premier semestre. Au total, ces évolutions ne sont plus très éloignées de celles de la grande crise financière de 2008, et le recul des revenus et des marges des entreprises continue de peser sur leur rentabilité augmentant la pression sur la solvabilité. Certes, le soutien public est bien plus important qu'à l'époque et la reprise plus rapide ; si à niveau agrégé, la forte accumulation de liquidités a compensé la hausse de l'endettement, le risque de liquidité est néanmoins plus important pour les PME qui sont plus exposées à un durcissement des conditions de financement. Temporairement à l'abri du fait de leur plus forte dépendance aux prêts garantis par l'État, elles seront plus affectées par le durcissement anticipé des conditions sur les PGE. Dans sa dernière revue de stabilité financière, la BCE met en garde : avec le retrait du soutien public, l'augmentation des défaillances peut se révéler abrupte et les arriérés de déclarations risquent de congestionner les systèmes judiciaires et d'allonger la période des résolutions rendant ces dernières plus inefficaces.

## Zone euro

### France : le climat des affaires rebondit très nettement en mai

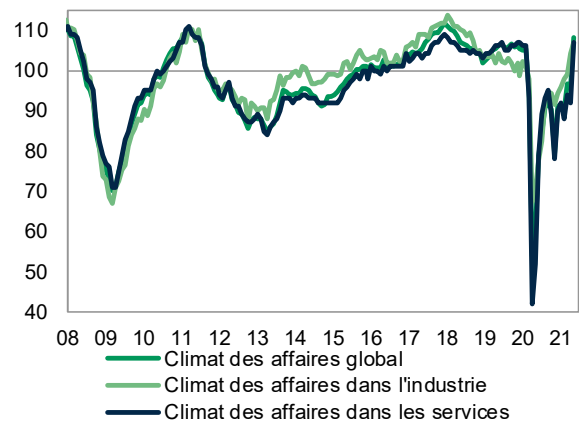
En mai, le climat des affaires Insee se redresse très fortement, de 12 points, passant de 96 à 108. Il repasse donc nettement au-dessus de sa moyenne de longue période, 100, et affiche son meilleur résultat depuis fin 2017.

Dans l'industrie, le climat des affaires était déjà élevé en avril, 104, mais progresse encore de 3 points, à 107. Les perspectives de production s'améliorent fortement et les carnets de commande continuent à se remplir. De plus, les industriels annoncent une hausse probable de leurs prix de vente. Le climat des affaires remonte fortement dans l'industrie agro-alimentaire et est à peu près stable dans les autres secteurs.

Le rétablissement de la confiance est spectaculaire dans les services et le commerce de détail, l'indicateur synthétique passant de respectivement 92 et 90 en avril à 107 dans les deux cas en mai. Ceci est lié à l'allègement des contraintes sanitaires et à la réouverture graduelle des commerces non essentiels, des cafés-restaurants et des lieux culturels. Le climat des affaires s'améliore dans tous les secteurs de services. Le rebond est impressionnant dans l'hôtellerie-restauration, 40 points, de 74 à 114, avec des perspectives d'activité et de demande très favorables et supérieures à la normale.

Enfin, le climat de l'emploi s'améliore nettement. À 100, il rejoint sa moyenne de longue période.

**Climat des affaires INSEE**



Sources : Insee, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes PMI indiquent également un redressement marqué du climat des affaires, qui passe de 51,6 en avril à 57 en mai, plus haut niveau depuis début 2018. L'enquête auprès des directeurs d'achats du secteur manufacturier est quasi stable à un haut niveau en mai, 59,2. En revanche, le climat des affaires dans les services remonte sensiblement à 56,6 en mai après 50,3 en avril et s'installe clairement en zone d'expansion économique. L'amélioration du climat des affaires dans les services est portée en particulier par l'activité future.

**✓ Notre opinion** – Les enquêtes du climat des affaires, très favorables, confirment le redressement en cours de l'activité. Celui-ci s'explique par la levée progressive des contraintes sanitaires et la montée en puissance des campagnes de vaccination, en France comme dans l'ensemble des pays européens. L'activité devrait donc progresser assez fortement au cours des prochains mois, notamment la consommation des ménages en services.

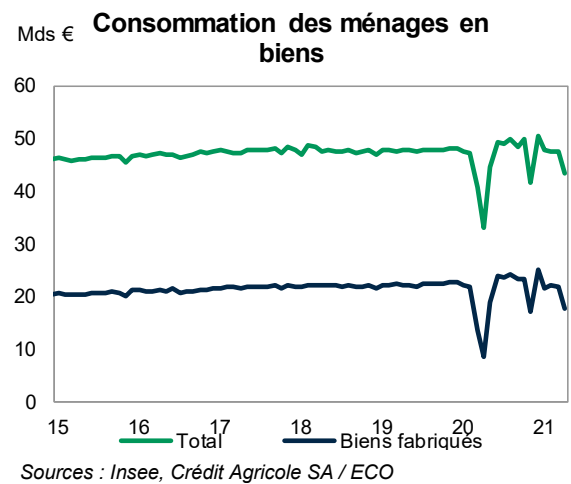
La remontée de la confiance des chefs d'entreprises, très nette dans les commerces et services, est principalement imputable aux opinions sur l'activité et la demande prévues sur les trois prochains mois. Mais le niveau d'activité global n'est pas encore revenu à son niveau d'avant-crise. Au T2 2021, le PIB devrait être encore en repli de 4,5 à 5% par rapport au niveau du T4 2019. Toutefois, au vu de ces enquêtes, un redressement assez net du PIB au T3 semble probable.

### France : net recul de la consommation en biens en avril

Les dépenses de consommation des ménages en biens ont nettement reculé en avril (-8,3% en volume par rapport à mars). Cette baisse est liée à la mise en place du troisième confinement en avril. Les dépenses sont inférieures de 9,5% à leur niveau « normal » (niveau moyen du T4 2019). Ce recul est toutefois moins prononcé que celui observé lors du premier confinement en avril 2020 (-31,4% par rapport au niveau normal) ou lors du deuxième confinement en novembre 2020 (-13,6%).

Sur un mois, le recul est très marqué pour les biens fabriqués, -18,9%, avec notamment une chute des dépenses en habillement-textile de 50,2%, liée à la fermeture des commerces non essentiels. De même, les achats de biens d'équipement du logement se replient fortement (-20,7%). En revanche, sur les postes essentiels, la consommation reste quasi stable en mai, -0,2% pour la consommation alimentaire et -0,6% pour l'énergie.

**☑ Notre opinion** – La consommation de biens s’est nettement repliée en avril en raison de la mise en place d’un nouveau confinement et de la fermeture des commerces non essentiels. Le repli est toutefois moins net que lors des deux premiers confinements : mesures restrictives un peu moins sévères, adaptation de certains commerces et recours plus important à la vente en ligne. A partir de mi-mai, la réouverture des commerces non essentiels devrait conduire à un rebond des achats de biens. De plus, la levée progressive des contraintes sanitaires dans les établissements de services fermés depuis octobre devrait conduire à un redémarrage de la consommation de services. Par ailleurs, les ménages bénéficient d’une importante épargne accumulée, qui pourrait être en partie consommée. Ils devraient toutefois rester assez prudents. En mai, la confiance des ménages se redresse modérément, de 95 à 97. L’opportunité d’épargner baisse un peu mais l’opportunité de faire des achats importants reste stable, un peu au-dessus de sa moyenne de longue période.



**👉 France : révision en baisse du PIB au T1 2021, -0,1% t/t contre une première estimation de +0,4%**

Au T1 2021, le PIB a baissé légèrement en volume, - 0,1% t/t après -1,5% au T4 2020. La première estimation était une hausse de 0,4%. La révision en baisse s’explique principalement par l’intégration de données sur la construction, moins dynamiques qu’estimé initialement : l’évolution de la FBCF en construction au T1 passe de +5,1% à +0,6%. Par rapport au niveau « normal » (T4 2019), le repli du PIB au T1 2021 est de -4,7%, après -4,6% au T4 2020.

A l’inverse, le PIB de 2020 a été révisé légèrement en hausse, avec une baisse annuelle en volume

désormais chiffrée à -8%, contre -8,2% estimé précédemment. Au T1 2021, l’acquis de croissance pour 2021 est de 3,5% (contre 4,1% estimé précédemment).

La consommation est révisée en baisse au T1 2021, mais l’investissement est revu un peu en hausse et son redémarrage a été plus rapide que prévu en 2020. Par rapport au T4 2019, le repli de la consommation demeure assez marqué, -6,8%, tandis que l’investissement est désormais assez proche de son niveau d’avant-crise, -2,3%.

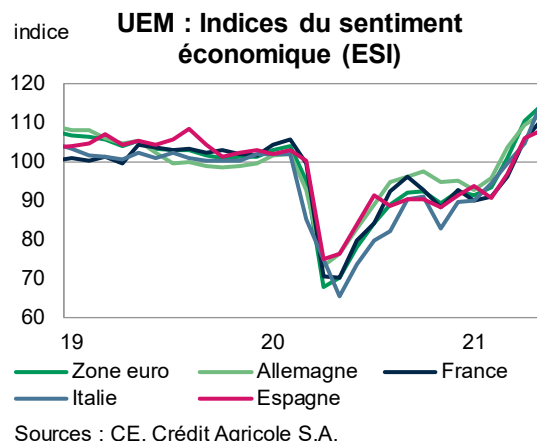
**☑ -Notre opinion** – Ce nouveau chiffrage du PIB au T1 devrait conduire à une croissance annuelle en 2021 moins forte que prévu. Mais au vu des enquêtes récentes très favorables sur le climat des affaires (cf. ci-dessus), le redressement de l’activité pourrait être plus rapide que prévu en juin et au T3. La croissance du PIB en 2021 ne devrait donc être revue en baisse que modérément par rapport à notre prévision de 5,4%.

**👉 Zone euro : les dernières enquêtes d’activité confirment l’élan de la reprise économique**

Les enquêtes de la Commission européenne sur le sentiment économique au mois de mai font ressortir une nette amélioration de la situation des entreprises dans l’ensemble des pays de la zone euro. L’indice global est ainsi passé de 110,5 points en avril à 114,5 points en mai, soit son plus haut niveau depuis 2018. Les quatre grands pays de la zone enregistrent tous une dynamique très favorable de reprise grâce à la baisse des contaminations rendue possible par l’intensification de la vaccination enfin à la portée d’un grand nombre. Cette évolution favorable de la maîtrise épidémique autorise un assouplissement plus ample des contraintes, notamment la réouverture des commerces et des services et explique ce rebond. Si l’activité industrielle poursuit une orientation haussière déjà

entamée précédemment, ce sont surtout les activités de services qui tirent l’indice global à la hausse, avec un indice de confiance particulièrement dynamique quel que soit le pays. Les ventes au détail redémarrent également au niveau global de la zone mais le détail par pays est plus hétérogène et moins franc que dans les autres secteurs. Le secteur de la construction continue de bien se porter dans les différents pays et poursuit son rétablissement. Enfin, la confiance du consommateur se redresse pour le quatrième mois consécutif même si le solde d’opinion demeure légèrement négatif. L’indice du climat des affaires allemand s’est lui aussi fortement redressé pour atteindre 99,2 points, soit son plus haut niveau atteint depuis mai 2019. Cet essor semble se diffuser sur l’ensemble des

secteurs : industrie, services, construction, vente de gros et de détail, qui enregistrent tous une amélioration marquée en mai. Les anticipations d'activité à six mois se tassent légèrement dans l'industrie tandis qu'elles remontent dans la construction et la vente au détail en dépit d'une situation jugée toujours délicate. Les anticipations dans les services rebondissent en revanche nettement sous l'effet des moindres contraintes sanitaires attendues grâce à la montée en puissance de la vaccination, qui couvre dorénavant 40% de la population à la mi-mai contre à peine 11% à fin mars.



**Notre opinion** – La situation des entreprises en zone euro s'améliore grandement au mois de mai sous l'effet conjoint de la baisse des contaminations constatées et de la montée en puissance de la couverture vaccinale qui permettent d'envisager un début d'assouplissement des contraintes et une prochaine sortie de crise. Les anticipations d'activité semblent plus favorables et la hausse de la confiance des consommateurs suggère un net redressement de la consommation des ménages, ce qui devrait relancer très significativement la croissance de la plupart des pays de la zone euro.

**Italie : légère amélioration du chiffre d'affaires dans les services**

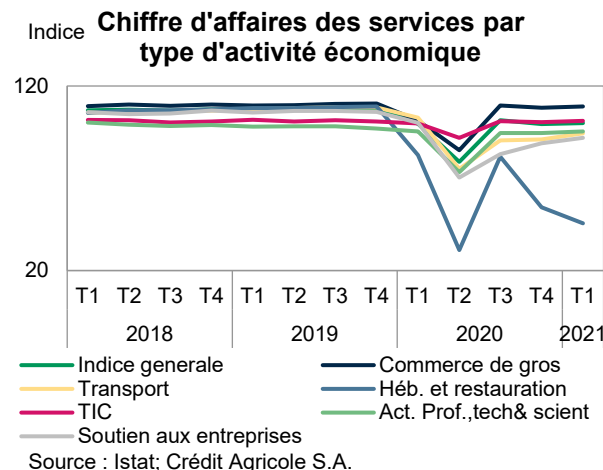
Le secteur des services a été particulièrement touché par la crise sanitaire et notamment par les restrictions administratives qui ont rythmé l'année. La valeur ajoutée dans les services a baissé de 16% sur l'année. Une contraction de la production qui s'est traduite par une baisse du chiffre d'affaires des acteurs du secteur de 12,1%, soit la baisse la plus importante depuis le début de la série historique (disponible depuis 2001).

La perte de chiffre d'affaires a touché la quasi-totalité des secteurs de services mais a été plus prégnante dans les activités les plus impactées par les restrictions liées à l'urgence sanitaire, comme le tourisme (activités des agences de voyages -76,3%, transport aérien -60,5%, hébergement et restauration -42,5%). Certaines activités ont néanmoins bénéficié du bouleversement induit par l'urgence sanitaire. C'est le cas des services postaux et de messageries qui ont cru de 4,4%, favorisé par le recours aux commerces en ligne alors même qu'une partie des commerces non essentiels était sujet à des fermetures au cours de l'année. Le déploiement du télétravail s'est également traduit par une croissance du chiffre d'affaires dans les services informatiques et autres services d'information, de 1,8%.

En fin d'année 2020, le chiffre d'affaires dans les services se situait à -7,6% par rapport à son niveau d'avant-crise (T4 2019). L'activité dans l'hébergement et les services de restauration reste inférieure de 50,0% par rapport à son niveau de 2019, celle des agences de voyage et des services de soutien aux entreprises de -16,3% tandis que celle des services de transports et de l'entreposage de -16,1%. Le différentiel par rapport au niveau

d'avant-crise dans les activités de commerce et de services d'information et de communication reste négatif mais plus contenu avec respectivement -2,2% et -0,5%.

L'assouplissement des contraintes sanitaires sur les premiers mois de l'année semble avoir donné un peu de répit aux activités de services. Bien qu'elles restent inférieures à leur niveau d'avant-crise (-7,3%), l'indice du chiffre d'affaires des services a augmenté de 0,6% par rapport au trimestre précédent au cours du premier trimestre 2021. Cette évolution masque cependant une forte hétérogénéité. Les activités les plus étroitement liées à l'industrie du tourisme, telles que les agences de voyage, l'hébergement et la restauration, le transport maritime et aérien, restent en effet bien en deçà de leurs niveaux de 2019 ; tandis que le commerce et la réparation ainsi que les services postaux ont connu une forte croissance.

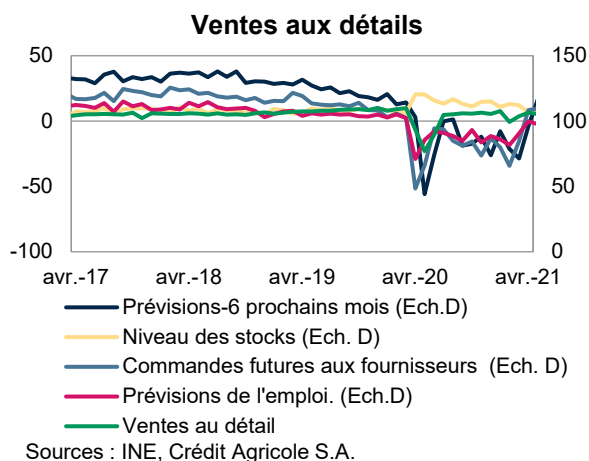


**Notre opinion** – Alors que l'industrie semble bénéficier d'un redémarrage du cycle industriel mondial, la convalescence des services, et en particulier des services liés à l'industrie du tourisme, devrait être plus lente et devrait constituer l'un des talons d'Achille de la reprise italienne. La phase de réouverture qui devrait s'étaler sur la seconde partie de l'année devrait favoriser une récupération partielle de l'activité qui sera caractérisée par une forte croissance trimestrielle mais à des niveaux qui devraient rester inférieurs à ceux d'avant-crise. Une analyse récente de Cerved et de la Confindustria confirme ce constat et pointe la grande vulnérabilité des entreprises de services, en particulier celles fragilisées par les fermetures et qui pourraient représenter le gros contingent des défaillances en sortie de crise. À forte dominante de PME, elles seraient 40% dans la restauration à présenter un risque de défaut, 60% dans les activités de foires, 33% dans l'hôtellerie et 30% dans la vente des produits de mode et d'habillement.

**Espagne : le commerce de détail encore faible en avril**

La variation mensuelle de l'indice général du commerce de détail à prix constants entre les mois d'avril et mars, est de -0,4% (-2,7% en mars). L'indice général hors les stations-service enregistre un recul mensuel de -0,8%. Les ventes de produits alimentaires ont diminué de 0,2%, celles des équipements personnels de 1,5%.

Sur un an, l'indice progresse de 41% (avril 2020 étant une période de restrictions à la mobilité extrêmement fortes). Les ventes ont augmenté en rythme annuel dans toutes les communautés autonomes en avril. La Communauté de Madrid (48,6%), les Iles Baléares (42,4%) et l'Andalousie (40,6%) ont enregistré les augmentations les plus élevées. L'indice d'occupation du commerce de détail reste inchangé par rapport à avril 2020.



**Notre opinion** – Suite à de fortes augmentations en février, probablement en raison des achats reportés pendant les mois de décembre et janvier, le commerce de détail s'est affaibli en avril. L'excédent d'épargne cumulée par les ménages aurait diminué, ce qui se traduirait dans un apport de la consommation plus faible à la croissance. Pourtant, les indicateurs de confiance de l'enquête de la Commission européenne enregistrent une hausse de la confiance des consommateurs et du secteur du commerce de détail en mai. Le profil de la consommation devrait donc se maintenir positif au deuxième trimestre. L'investissement, soutenu par les fonds européens, et les exportations des services, avec la réactivation du tourisme, doivent néanmoins prendre le relais pour stimuler l'économie au deuxième semestre.

## Pays émergents

### Asie

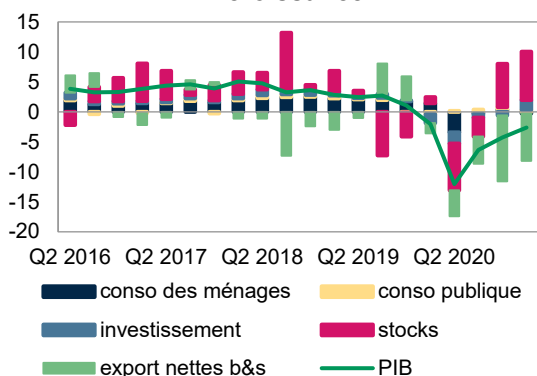
#### Thaïlande : Covid-19, fossoyeur ou accélérateur de l'évolution du modèle de croissance ?

Après une phase d'expansion (hausse du PIB par tête de 50% en dix ans), la Thaïlande montrait dès 2019 des signes de ralentissement : baisse de la productivité, manque de relais de croissance internes, concurrence des pays exportateurs voisins. Très dépendant du tourisme, le pays a subi de plein fouet la crise et enregistré une forte récession en 2020.

#### Choc profond, reprise lente

**La Thaïlande fait partie des pays d'Asie les plus fragilisés par la crise avec une récession supérieure à 6% en 2020.** Plus inquiétant, le rythme de reprise est très lent. Au T1 2021, la croissance restait encore négative (-2,6% en g.a.), pour le quatrième trimestre consécutif. Malgré un bilan sanitaire très positif (à peine 150 000 cas et moins de 1 000 morts), le pays paye sa dépendance au secteur du tourisme (environ 20% du PIB), dont l'effondrement pénalise fortement les exportations de services. Malgré un ralentissement net des importations de biens, la contribution du commerce extérieur à la croissance explique en grande partie l'ampleur de la récession.

Thaïlande : contribution à la croissance



Sources : nationales

Contrairement à d'autres pays de la zone, en effet, la Thaïlande a réussi à limiter les mesures de distanciation sociale et donc le coût en termes d'activité. Mais **la consommation privée** ne s'est relativement maintenue que grâce à une forte désépargne des ménages (le taux d'épargne est passé de 31% du PIB en 2019 à 25% en 2021), dont les revenus ont eux aussi pâti de la fermeture des frontières. En l'absence de réouverture du pays et de couverture vaccinale suffisante (seule 3% de la population a reçu au moins une dose, 1% est entièrement vaccinée), la croissance devrait rester faible en 2021, autour de 2,5%. Le PIB ne devrait

pas retrouver son niveau de pré-crise avant 2022 ou 2023.

#### Des marges de manœuvre réduites

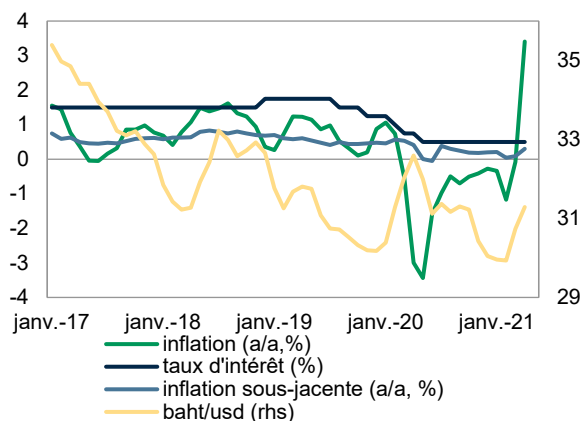
Pourtant, les autorités n'ont pas lésiné sur les moyens pour soutenir l'économie. **Au niveau budgétaire**, avec un plan de soutien représentant près de 20% du PIB, principalement dirigé vers l'industrie touristique. Le déficit public est ainsi passé de 1,9% à 6,8% du PIB entre 2019 et 2020, et la dette de 41% à 49% du PIB.

**Au niveau monétaire** ensuite, où la baisse des taux (75pb) s'est accompagnée d'un relâchement des contraintes réglementaires.

À court terme, **le pays dispose encore de certaines marges de manœuvre** pour éviter une crise de liquidité : les réserves de change représentent plus d'un an d'importations et trois fois la dette à court terme, et la Thaïlande dégage encore des excédents courants (qui se sont fortement réduits cependant). Le plus grand risque est que **le pays se retrouve dans une impasse monétaire** : croissance atone, désinflation voire déflation et taux plancher, alors que des pressions à la hausse pourraient venir de la politique de la Fed.

**Les arbitrages de la Banque centrale entre contraintes internes et externes** n'en seraient alors que plus difficiles, d'autant que la Thaïlande est encore parfois victime de son passé sur les marchés (les crises asiatiques ne sont toujours pas oubliées) et que le pays subit parfois de brusques mouvements de change, à l'image de ceux observés en avril 2020. Après une période de normalisation aux troisième et quatrième trimestres 2020, **les pressions sur le baht se sont accentuées** depuis le début de l'année 2021 et traduisent les inquiétudes des marchés concernant le rythme de la reprise.

Thaïlande : inflation



Sources : OIE, BoT



### Les défis de la transition du modèle de croissance

**La Thaïlande est un des pays les plus représentatifs du phénomène de la trappe à revenus intermédiaires** : rapide convergence vers un niveau de pays à revenus moyens, puis **stagnation** ces quatre dernières années (PIB par tête autour de 18 000 USD en ppa). Pour passer à la catégorie de développement supérieure, les recommandations sont également classiques : **investissements en infrastructures** (transports, eau et assainissement, énergie), **mise en place de filets de sécurité sociale** afin de diminuer encore les niveaux d'inégalités (qui s'est améliorée depuis dix ans) et le taux d'épargne de précaution, et de **faire émerger des relais de croissance internes**, via la consommation privée.

Le basculement vers **un modèle de croissance plus internalisé**, moins dépendant du tourisme et mieux placé dans les chaînes de valeur de la zone (la Thaïlande reste pour l'instant cantonnée à une production à valeur ajoutée faible ou moyenne, liée aux processus d'assemblage et subit une forte concurrence des pays voisins comme le Vietnam ou les Philippines, où le coût de la main-d'œuvre est inférieur), est également un enjeu fort. **Le pays dispose en effet d'un marché intérieur vaste** (70 millions d'habitants), où le développement de la

classe moyenne et le passage à une croissance mieux équilibrée entre consommation privée et excédents courants constitueraient une évolution idéale du modèle.

Pour financer son développement, la Thaïlande s'était dotée **d'un cadre budgétaire solide**, temporairement mis à mal par la Covid-19 qui a augmenté l'endettement de tous les acteurs. La dette externe (37% du PIB) reste cependant modérée, tout comme sa dette publique.

Les principaux freins à la mise en place de plans d'investissements plus audacieux sont en réalité surtout **liés à la gouvernance**. Le processus décisionnel demeure fastidieux, et les budgets votés ont parfois du mal à être décaissés en temps et en heure. À cela s'ajoute une **instabilité politique chronique** : coup d'État militaire en mai 2014, nouvelle constitution en 2017 accordant plus de pouvoir aux militaires, élections législatives remportées par la junte en 2019, nouvelles vagues de contestations (notamment parmi les étudiants) depuis 2020 pour demander la révision de cette constitution et, pour la première fois, une réforme de la monarchie. Ces problèmes de gouvernance freinent donc le développement du pays, tant au niveau interne (lenteur administrative, forte informalité, inefficacité budgétaire) qu'externe (attraction des IDE).

**☑ Notre opinion** – *La Thaïlande fait partie des pays à surveiller dans la zone. Entrée dans la crise en phase de ralentissement, elle s'est rapidement fait rattraper par ses faiblesses structurelles. Et si la prise de conscience a été rapide et que les autorités ont tenté de proposer des solutions pour soutenir l'activité, le poids du tourisme est tel que ces mesures ont rapidement montré leur limite. Le pays se retrouve maintenant confronté à un choix difficile : diversifier à marche forcée, en tentant de bénéficier du redéploiement de certaines chaînes de valeur hors de Chine, créneau sur lequel son voisin vietnamien semble avoir pris une longueur d'avance, ou tenir jusqu'à la fin de la crise et espérer le retour des touristes. Entre les deux, tracer la voie du milieu, d'autant que les pressions pour diminuer le tourisme de masse et son impact réel sur l'environnement et la biodiversité se sont également accentuées. La preuve s'il en est que dans certains pays le « monde d'après » pourrait bien devenir une réalité.*

## Amérique latine

### Colombie : la petite goutte d'eau qui fait déborder un vase déjà très plein

Depuis fin avril, alors que se manifeste une troisième vague de pandémie, la Colombie est secouée par un mouvement de protestations : protestations contre le gouvernement de droite du président Ivan Duque dont le projet de réforme fiscale présenté le 15 avril au Congrès<sup>1</sup> constitue le détonateur mais dont les racines sont multiples, structurelles, exacerbées par la crise du coronavirus. Ce qui a commencé comme une contestation classique contre une réforme fiscale s'est transformée en colère politique, avivée par une répression policière violente.

Le projet, intitulé « Loi de Solidarité soutenable », visait à accroître les recettes de l'État de 2 points de % du PIB (soit 6,3 Mds USD) dans le but de financer les programmes sociaux en prévoyant notamment l'élargissement de la TVA à de nombreux produits et de l'assiette de l'impôt sur le revenu. Accusé de taxer injustement la classe moyenne, il a été massivement rejeté par l'opposition, les syndicats et des cadres du parti au pouvoir. Alors que le projet a été retiré le 2 mai par le président, le gouvernement semble dans l'impasse. Pour la population, déjà épuisée par la crise économique et les ravages de la pandémie, la réforme fiscale constitue la goutte d'eau qui a fait déborder le vase.

#### Une facture économique et sociale lourde

En effet, dans une région qui recense à cette date plus d'un million de morts du coronavirus, la Colombie figure parmi les pays d'Amérique latine durement touchés par la crise de Covid-19 : 4<sup>e</sup> pays de la région en termes de décès<sup>2</sup> et 5<sup>e</sup> en termes de contraction économique. La crise sanitaire n'a fait qu'accroître la précarité et les inégalités déjà historiquement élevées dans un pays où près de la moitié de la population active vit d'emplois informels. Selon les chiffres officiels de la DANE<sup>3</sup>, entre 2019 et 2020, l'indice de Gini est passé de 0,526 à 0,544 et le taux de pauvreté a augmenté de près de 7 points de pourcentage pour atteindre 42,5%. De plus, en mars 2021, le chômage atteignait encore 14,2%, contre 12,6% en mars 2020. Certes, une amélioration conjoncturelle se dessine et, au premier trimestre 2021, le taux de croissance du PIB a surpris positivement. Malgré les restrictions à la mobilité imposées en janvier pour contrer la deuxième vague de pandémie, après trois trimestres consécutifs de déclin impliquant une chute de 6,8% en 2020, le PIB a enregistré une croissance positive

de 1,1% sur un an. En voie de récupération depuis le second semestre 2020, la croissance a dépassé les attentes de la Banque Centrale<sup>4</sup> (-0,3%) qui a même révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 2021 de 4,6% en janvier à 6% en avril : une révision qui risque néanmoins de faire pâle figure au regard du mécontentement.

Déjà confrontés aux mobilisations dans les rues depuis 2018, ce sont en effet le président et, au-delà, le système politique qui semblent être remis en question. Les manifestants réclament une politique plus sociale mais expriment également un désir de « pacification » et de respect des droits. Ils exigent notamment le retrait de nombreuses réformes proposées par le gouvernement de Duque touchant au système de santé et de retraites, la création d'un revenu de base universel et un accès à l'éducation gratuite dans le système public. Par ailleurs, les citoyens dénoncent la violence sous ces multiples formes. Celles-ci concernent, notamment, la non-consolidation de l'accord de paix signé en 2016 avec les FARC, une remontée des crimes et violences, l'impunité et le renversement des rôles de la police et des paramilitaires et les abus des forces de l'État envers les manifestants. En effet, les mobilisations ont été le scénario de violences de la part des forces de l'ordre qui ont suscité de sévères critiques de la part de l'ONU, l'Union européenne, les États-Unis et des ONG internationales et locales. Alors que plus de 540 personnes ont été portées disparues, les répressions auraient causé la mort d'au moins 43 personnes et plus de 1 700 blessés, d'après le ministère de la Défense<sup>5</sup> et le Défenseur du peuple<sup>6</sup> (entité publique de protection des droits de l'Homme). Enfin, les réclamations portées par les manifestants concernent également la gestion de l'épidémie par l'exécutif et le rythme lent de la campagne de vaccination. Alors que sévit une troisième vague d'infections, encore en pleine ascension, et que Bogota est soumise à de nouvelles restrictions, seuls 10% de la population ont reçu une première dose du vaccin jusqu'à cette date<sup>7</sup>.

#### Vaste problème, moyens limités, calendrier complexe

Face aux contestations, le 2 mai, le président Duque a donc retiré le projet et proposé un débat national, en promettant un nouveau texte qui exclurait les points les plus contestés (TVA sur les aliments,

<sup>1</sup> Voir [Hebdomadaire du 30 avril 2021](#) : « Colombie – Le projet de réforme fiscale ou l'exercice d'équilibrisme »

<sup>2</sup> Avec un ratio de 211,27 morts pour 100 000 habitants, le Brésil est en tête de liste, suivi du Pérou (206,4), du Mexique (171,91), de la Colombie (166,51) et de l'Argentine (163,87) ([WHO Coronavirus \(COVID-19\) Dashboard – 26 mai 2021](#)).

<sup>3</sup> [Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas \(DANE\) – "Comunicado de prensa. Pobreza monetaria. Año 2020" – 29 avril 2021](#)

<sup>4</sup> [Banco Central de la República de Colombia \(BanRep\) – "Informe de Política monetaria, abril 2021" – mis à jour le 7 mai 2021](#)

<sup>5</sup> [Site officiel du Ministère de la Défense National, Centre de presse, Dernières nouvelles – 26 mai 2021](#)

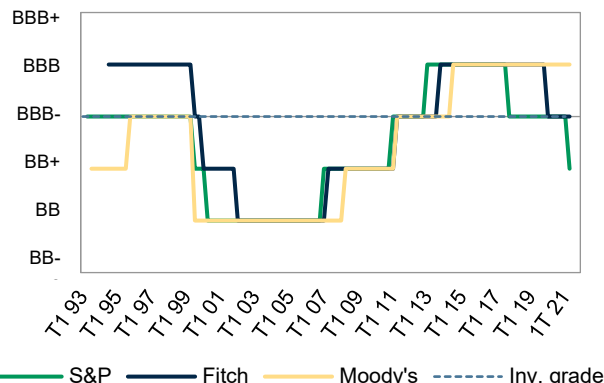
<sup>6</sup> [Site officiel de la Defensoria del Pueblo, Comunicados – 26 mai 2021](#)

<sup>7</sup> [Our World in Data, COVID-19 data explorer – 24 mai 2021](#)

services publics et carburants et élargissement de la base fiscale sur la rente des particuliers). Cependant, à cette date, les réunions entre les représentants du gouvernement et le Comité de Grèves n'ont abouti à aucun consensus. Le comité a annoncé qu'il continuerait de manifester. Tout en refusant d'admettre la répression, pour apaiser les tensions, le chef de l'État a promis la gratuité des frais d'entrée des universités publiques pour les plus modestes et des facilités de crédits au logement pour les jeunes.

Le retrait de la réforme laisse toutefois entier le problème de la collecte fiscale et des moyens dont dispose l'État non seulement pour faire face à la pandémie, aux défis de la pauvreté et de la criminalité mais aussi pour restaurer les finances publiques. Avec un ratio dette sur PIB qui a doublé depuis 2011 (passant de 30% à 59,8% en 2020), la situation fiscale inquiète et, selon le ministère des Finances, en l'absence de réforme, le ratio dette sur PIB pourrait augmenter de 5 p.p. par an, dépassant 70% du PIB en 2024, et serait susceptible d'atteindre 100% du PIB en 2030. L'incapacité du gouvernement à s'engager fermement sur la voie étroite de la stabilisation de la dette publique a contribué à la dégradation de la notation du pays et compromet son *Investment grade* : le 19 mai, Standard & Poor's a dégradé la note du souverain sous *Investment Grade* (de BBB- à BB+). Fitch, en avril 2020, avait abaissé le rating à BBB-, tout en maintenant une perspective négative. Quant à Moody's (Baa2), la perspective a été revue à négative en décembre 2020.

Colombie : ratings



Sources : Agences, Crédit Agricole SA/ECO

À un an de la fin du mandat du président, le temps presse pour mettre au point un projet qui puisse recueillir un consensus et tempérer les ardeurs négatives des agences. La période pour légiférer sur la réforme prendra fin le 20 juin ; le gouvernement a néanmoins la possibilité de convoquer une session extraordinaire avant le 20 juillet pour présenter un nouveau document au Congrès. Au-delà, le divorce avec la société sera difficile à surmonter pour Ivan Duque, dont le taux de confiance est descendu à 33%. D'ici aux prochaines élections générales, prévues fin mai 2022, de nouveaux affrontements sont susceptibles de secouer la Colombie encore en proie à une violence quasi endémique.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Moyen-Orient – Afrique du Nord : Covid, la vaccination à la traîne sauf en Israël et dans le Golfe


Alors que la pandémie de Covid-19 continue de connaître des évolutions très contrastées au Moyen-Orient selon les pays, la vaccination contre le virus ne semble pas se développer aussi rapidement qu'envisagé, sauf en Israël et dans les pays du Golfe qui disposent de moyens financiers élevés et de systèmes de santé efficaces.

Le tableau ci-contre donne par pays, au 25 mai 2021, l'état du nombre de cas de Covid-19 depuis le début de la pandémie et le nombre de vaccinations en pourcentage de la population. Hors Israël et pays du Golfe, la vaccination reste très modeste. Toutefois, le Maroc, avec 23% de sa population vaccinée, fait preuve d'une forte volonté politique d'immunisation collective rapide. Ceci est principalement dû à la nécessité de protéger et de relancer les activités touristiques qui représentent une part importante du PIB, qui emploient un nombre élevé de personnes travaillant dans ce secteur et qui sont une ressource en devises essentielle pour l'équilibre de la balance commerciale. La plupart des autres pays ont à peine débuté leur campagne de vaccination, parfois en raison de la difficulté d'accès aux vaccins. Une illustration de l'inégalité de la lutte contre la

pandémie entre pays développés et le monde émergent.

	PAYS	Population (mios)	Cas Covid (000)	Vaccinés (000)	Vaccinés (%)
1	Algérie	44	127	n.d.	n.d.
2	Arabie	34	442	13 180	39%
3	Bahrein	2	221	1 620	108%
4	EAU	10	558	12 400	124%
5	Egypte	102	255	1 812	2%
6	Irak	39	1 172	550	1%
7	Iran	83	2 844	2 738	3%
8	Israël	9	839	6 442	71%
9	Jordanie	10	731	1 300	13%
10	Koweït	5	300	1 820	39%
11	Liban	6	539	480	8%
12	Libye	6	184	n.d.	n.d.
13	Maroc	36	517	8 168	23%
14	Oman	4	211	296	7%
15	Qatar	3	216	2 370	85%
16	Syrie	7	24	n.d.	n.d.
17	Tunisie	12	336	560	5%
18	Yemen	32	7	n.d.	n.d.


Source: OMS, UoOx, CA sa

 **Notre opinion** – Les pays émergents restent très en retard en termes de vaccination par rapport aux pays développés et le choix de certains vaccins au Moyen-Orient (type Sinopharm) pose question en termes d'efficacité sanitaire. Dans certains pays économiquement ouverts, la vigueur de la reprise va dépendre de la poursuite de la lutte contre la pandémie et pourrait contraindre la croissance du PIB, voire peser sur les déficits budgétaires si les programmes de soutien économiques sont prolongés au cours de l'année 2021.

### Oman : début de contestation sociale ?

Fait très inhabituel à Oman, des rassemblements de jeunes manifestants ont été observés dans plusieurs villes du pays, notamment à Sohar, Rustak, Nizwa et Sur. Ces jeunes chômeurs demandent un meilleur accès au travail dans un pays où le chômage des jeunes atteindrait 11%, un chiffre pourtant modéré en comparaison de nombreux pays du Moyen-Orient.

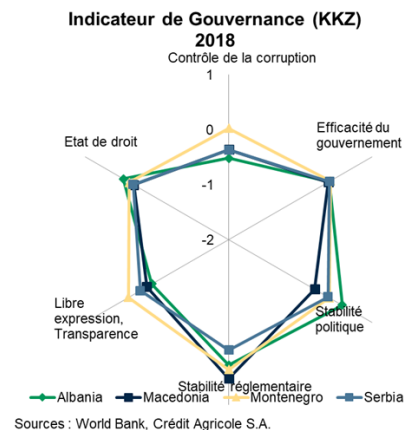
Alors que les récentes réformes fiscales, et notamment l'introduction de la TVA en avril dernier, ont pour but de redresser en partie les larges déficits budgétaires, le sultan Haïtman a annoncé, lors d'un récent discours, la création de plusieurs milliers d'emplois dans la fonction publique afin de résoudre le problème du chômage des jeunes. Comme dans certains pays voisins, le gouvernement souhaite accélérer « l'omanisation » des emplois dans les entreprises privées afin de réduire le chômage.

 **Notre opinion** – Dans un pays très fragilisé tant économiquement que financièrement, l'apparition de tensions sociales est un événement très préoccupant en termes d'image, notamment pour continuer à attirer des investisseurs étrangers.

## Europe centrale et orientale, Asie centrale

### Serbie : rapprochement militaire avec la Russie

Des exercices militaires conjoints des armées des deux pays ont actuellement lieu en Serbie. L'opération porte sur le perfectionnement des techniques de combat anti-terroristes. Les équipes militaires russes sont chargées de transmettre des expertises techniques et technologiques. Le ministre de la Défense serbe a également annoncé une prochaine collaboration militaire sous forme d'exercice commun appelé « Bouclier slave 2021 » qui aura lieu en octobre en Serbie. L'entraînement simulera un atterrissage des troupes sur un territoire étranger afin d'encercler et combattre une armée illégale.



**✓ Notre opinion** – La question militaire est un des piliers de la collaboration russo-serbe, à côté des relations commerciales et plus globalement des liens assez profonds culturels et religieux des deux pays. Sur le plan commercial, le domaine énergétique tient une place centrale à travers la présence du géant russe Gazprom qui détient quasiment le monopole d'approvisionnement et de distribution du gaz en Serbie.

L'intensification de cette relation avec la Russie, qui est d'ores et déjà omniprésente dans l'espace politique et public serbe, pose une question quant à la stratégie de ce pays qui se trouve à la croisée des influences et intérêts de plusieurs puissances.

Bien qu'engagée dans le processus d'adhésion à l'UE avec l'ouverture de 18 chapitres sur 35, la Serbie ne fait pas partie de l'OTAN contrairement à tous les pays déjà membres de l'UE et à la majorité de ceux qui sont demandeurs d'ouvertures des processus de négociation.

L'enjeu est majeur et pourrait se transformer en point de blocage pour le pas final même si celui-ci est encore loin du but.

En effet, Moscou s'oppose très fermement à l'intégration à l'OTAN de la Serbie, pays d'influence et un allié historique de Belgrade notamment lors des guerres d'indépendances de l'ex-Yougoslavie. Au vu des relations européennes avec le gouvernement russe, cette étroite relation pourrait s'avérer délicate pour l'UE du point de vue géopolitique. Parallèlement, la relation Serbie-Chine s'est également fortement intensifiée ces dernières années dans le cadre des projets de la nouvelle route de la soie, ce qui ouvre des opportunités de développement considérables pour la Serbie mais qui l'expose également aux « affrontements » géopolitiques entre les grandes puissances avec des risques de sanctions et de pénalités. Par ailleurs, les intérêts chinois dans le pays portent sur un ensemble très large de domaines : comme l'énergie, les infrastructures de transports, le domaine informatique et sécuritaire, ainsi qu'une forte présence culturelle. En revanche, les orientations politiques sur ces domaines d'intervention sont parfois très divergentes entre l'UE et la Chine, ou l'UE et la Russie notamment sur la transition énergétique et les efforts de décarbonation.

Enfin, la politique intérieure est également importante pour comprendre les articulations de l'opinion publique dont le soutien à l'UE s'affaiblit de plus en plus au profit de la Chine et de la Russie. La crise sanitaire a renforcé cette tendance.

Plus largement, la question de l'intégration de la Serbie pourrait se poser dans une optique de zone en prenant en considération les enjeux de l'ensemble des Balkans occidentaux. Les institutions européennes et ses diplomates évoquent de plus en plus une alternative de création d'un marché commun qui contraindra les pays à une certaine convergence des normes, réglementations et qui pourrait contribuer à une amélioration des gouvernances locales.

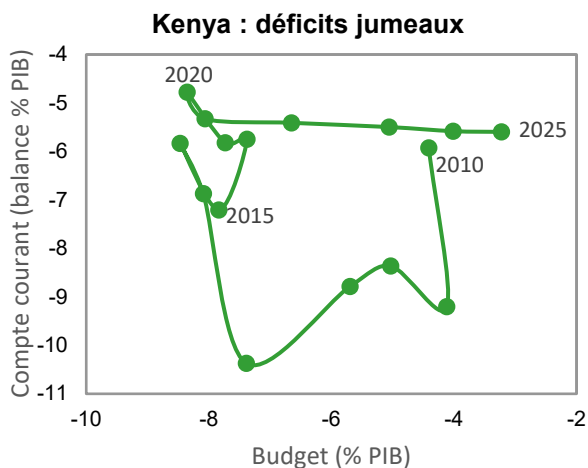
Dans tous les cas, l'UE a tout intérêt à bien renforcer ses liens avec la Serbie et les autres pays, sans décourager les efforts et les attentes des populations compte tenu des évolutions géopolitiques globales et des appétits d'influences des puissances de l'Est de l'Europe.

## Afrique sub-saharienne

### Kenya : le rebond sera-t-il à la hauteur des attentes ?

#### Un optimisme du FMI vite revu à la baisse

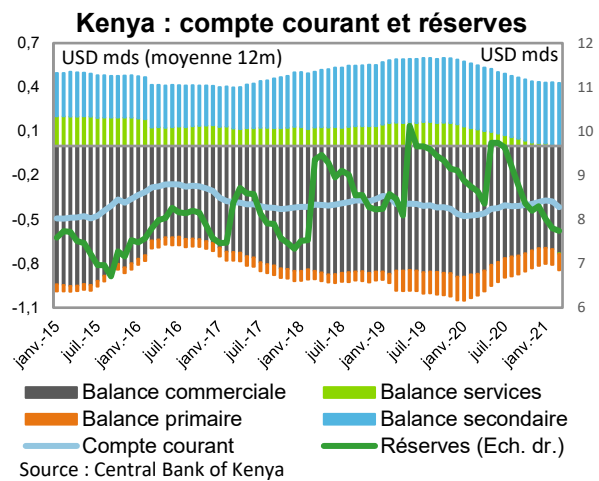
Il y a à peine deux mois, le FMI prévoyait pour le Kenya une croissance de 7,6% de son PIB en 2021, ce qui en faisait le pays sub-saharien devant croître le plus vite en cette année de sortie de crise. Depuis, le FMI a revu à la baisse sa prévision, ramenant la croissance attendue à 6,3%. En effet, faute de vaccins, la sortie de crise est encore théorique dans cette région du monde. Si le retour des confinements stricts qui ont fait plonger l'activité économique au deuxième trimestre 2020 n'est pas au programme, le Kenya a tout même dû réimposer des restrictions sanitaires en avril. Celles-ci ont depuis été levées (début mai) mais de possibles nouvelles vagues font que même ces prévisions revues à la baisse demeurent bien incertaines.



Source : Centrale Bank of Kenya

#### Une sortie de crise sans salut pour le compte courant

Autre aspect difficile de la sortie de crise, le Kenya fait partie de ces pays où en 2020 le déficit du compte courant s'était réduit. Bien que pesant fortement sur les recettes d'exportations et le tourisme, la crise avait plus encore réduit la facture sur les importations. Étant donné l'appétit kenyan pour les projets d'infrastructures en cette sortie de crise, les déséquilibres de son compte courant ne sont pas prêts de se résorber et pourraient s'aggraver en 2021. Le redémarrage du tourisme n'est pour le moment envisagé qu'à la fin de l'année et les exportations de biens kenyans (horticulture, café principalement) ne bénéficient que d'un lent retour à la normale. La pression sur la liquidité du pays est donc maintenue, d'autant qu'elle est également alimentée par le financement de la dette externe du pays. Selon son gouverneur, la Banque centrale devrait recevoir 750 millions USD dans les semaines à venir, ce qui devrait permettre au pays d'endiguer provisoirement la fonte de ses réserves de change.



#### Le FMI vient apporter sa crédibilité et son financement aux promesses de consolidation fiscale

Autre stigmate qui ne sera pas effacé par le retour de la croissance : l'endettement public continue d'inquiéter. En 2021, la dette publique devrait atteindre 71% du PIB, contre 62% avant la crise. Selon le FMI, ce chiffre devrait se stabiliser pour ensuite entamer une lente décroissance. Ce scénario repose sur une réduction du déficit de 8% du PIB aujourd'hui à un peu plus de 3% en 2025.

Pour aider au financement de son déficit budgétaire, le pays a donc récemment conclu un accord avec le FMI pour un programme de soutien d'une durée de trois ans. Ce programme est associé à un financement de 2,34 Mds USD. De cette somme, 307,5 M USD seront immédiatement disponibles, s'ajoutant aux 739 M USD déjà reçus, ainsi qu'un prêt de 1 Md USD de la Banque mondiale. L'assistance du FMI apporte par ailleurs de la crédibilité à la trajectoire de consolidation fiscale annoncée par le gouvernement dans son budget de moyen-terme. En effet, par le passé, le Kenya a souvent dévié de ses objectifs, d'autant plus qu'aujourd'hui les efforts de consolidation fiscale auront lieu alors que le pays approche en 2022 des élections qui devraient être âprement disputées. Par ailleurs, la fragilité des entreprises publiques kenyanes fait peser sur le souverain un risque financier additionnel.

Le pays est également revenu sur sa décision de ne pas participer à l'initiative sur la suspension du service de la dette offerte par les pays du G20 (ISSD). Souhaitant conserver un accès aux marchés internationaux des capitaux, le pays n'avait pas tiré profit de ce mécanisme en 2020. De telles craintes se sont depuis éloignées, motivant la participation du Kenya en 2021.

## Géo-économie

### News géo-économiques

#### Monde

**Conseil de l'Arctique** – Pour la première fois, le Conseil (États-Unis, Canada, Islande, Norvège, Danemark, Suède, Finlande, Russie) a sorti un **plan stratégique pour la zone, intitulé « Déclaration de Reykjavik »**. Il s'agit surtout du démarrage d'un processus de long terme, qui demande davantage de réflexion pour définir des « normes et standards de gouvernance », mais qui donne tout de même pour objectif un « développement économique durable et soutenable », en alertant sur la fonte des glaces et les risques climatiques. En parallèle, la Russie, qui accède à la présidence tournante pour les deux prochaines années, a demandé l'organisation de sommets militaires, inquiète de la militarisation croissante du pôle<sup>8</sup>.

**Débats sur un impôt sur les sociétés international** – La secrétaire au Trésor américain Janet Yellen a proposé vendredi 21 mai à l'OCDE un **taux minimum international pour l'impôt sur les sociétés de 15%**. C'est un compromis par rapport à la proposition initiale à 21%, Washington cherchant davantage de soutien. Pour l'instant, l'Europe, initialement à l'origine de la proposition, reste divisée : l'Allemagne ou la France ont affiché leur support, tandis que l'Irlande (qui impose à 12,5% actuellement) reste fermement opposée. Néanmoins selon le *Financial Times*, le G7 – qui ne participe pas formellement aux négociations mais qui rassemble des membres clés de l'OCDE – pourrait [trouver un accord](#) dès vendredi, facilitant ainsi les négociations à Paris (siège de l'OCDE).

La proposition a été [fortement critiquée](#) par certains représentants de pays émergents, qui considèrent que dans sa forme actuelle, la proposition des États-Unis les « *laisserait (...) avec presque rien* » selon Mathew Gbonjubola, ambassadeur du Nigéria à l'OCDE. En effet, dans la [proposition américaine](#), la taxe ne serait imposée qu'à 100 multinationales, et bien que calculée selon les revenus générés dans les pays où la compagnie opère, elle serait touchée par le pays dans lequel la compagnie a son siège social. De plus, se dessinent implicitement des inquiétudes **quant à la perte d'un outil d'attractivité des capitaux étrangers important** pour des économies n'ayant pas encore terminé de développer leurs infrastructures.

Plusieurs propositions concurrentes sont apparues. L'*African Tax Administration Forum*, une ONG conseillant les États africains sur leur fiscalité,

suggère une approche par niveau, avec des seuils plus bas pour les économies moins développées. À l'ONU, le projet d'un impôt international spécifique aux entreprises digitales est poussé par l'Argentine et l'Inde, et soutenu par plusieurs économies émergentes (Equateur, Nigéria, Vietnam, par exemple). Washington s'était dans le passé opposé à un impôt « digital », soucieux de promouvoir ses champions « tech » (les GAFAs) qui seraient alors disproportionnellement affectés.

Bien que le *momentum* autour du sujet créé par les annonces américaines (qui monopolisent l'attention mondiale) démontre encore l'étendue du *softpower* américain, **les obstacles dressés par les pays émergents pointent également les nouvelles limites de la puissance américaine.**

Ce débat constitue ainsi un baromètre significatif de la géo-économie mondiale.

**Rapport de Facebook sur la désinformation** – Mercredi 26 mai, le réseau social américain a publié son [Threat Report on Influence Operations](#), qui analyse l'ensemble des actes avérés de désinformation et manipulation de l'information sur son site entre 2017 et 2020. **La nouvelle à la Une est le classement des pays à la source des actes : la Russie, l'Iran, le Myanmar, les États-Unis et l'Ukraine.** Des Russes seraient aux commandes de 27 réseaux « comportements inauthentiques coordonnés », dont 15 seraient gérés par l'*Internet Russian Agency*, l'organisation déjà responsable des interférences dans les élections américaines de 2016, et 4 dépendant directement des services d'intelligence. La désinformation politique est ainsi majoritaire chez les 3 pays du podium, et est orchestrée dans des réseaux proches des pouvoirs publics ou de l'armée. Les « trolls » américains seraient à l'inverse plutôt des réseaux d'extrême droite. Les États-Unis sont d'ailleurs aussi la première victime de manipulations d'origines internationales, et la deuxième victime de manipulations d'origines domestiques, après le Myanmar.

#### Asie

**Moon Jae-In à Washington** – La visite du président sud-coréen Moon Jae-In à la Maison Blanche s'est achevée vendredi 21 mai avec des annonces modestes sur la Corée du Nord. J. Biden, qui avait précédemment manifesté son intention de se concentrer sur d'autres dossiers, **semble tout de**

<sup>8</sup> « [Arctique : la vision de Mackinder](#) » Tania Sollogoub, *Perspectives ECO*, 21/05/2021

**même avoir légèrement modifié sa position**, promettant davantage d'efforts, et a nommé un envoyé spécial. Un accord de production en Corée du Sud de vaccins américains a été trouvé, et une série d'investissements de compagnies sud-coréennes aux États-Unis a été annoncée.

**Le Pentagone n'arrive toujours pas à joindre la Chine** – Malgré de multiples essais, le secrétaire à la Défense américain Austin Lloyd n'a toujours pas pu échanger avec des officiers chinois. Des discussions avaient été tenues l'année dernière durant l'administration Trump sur la communication à adopter en cas de crise, et A. Lloyd a participé au sommet organisé en mars en Alaska. Cette absence de protocole de communication clair témoigne du niveau de tensions toujours élevé entre les deux pays.

**Visite diplomatique chinoise à Moscou** – Yang Jiechi, en charge de la commission pour les Affaires étrangères du Comité Central du Parti Communiste, le plus haut diplomate chinois (qui avait fait face à A. Blinken en Alaska en mars, par exemple) est en Russie où il présidera le 16<sup>e</sup> tour de la « consultation stratégique sino-russe », en compagnie de son homologue S. Lavrov. **La visite consacre ce que Poutine a qualifié des « meilleurs liens [entre la Chine et la Russie] de l'histoire ».** Yang Jiechi visitera également la Slovaquie et la Croatie sur le chemin du retour, et l'on pense évidemment à *la Belt and Road* chinoise...

**Le Japon investit dans l'économie verte de l'ASEAN** – Selon le journal tokyôite *Nikkei*, le gouvernement japonais préparerait le lancement d'une **initiative visant à aider les économies de l'ASEAN à réduire leurs émissions** de gaz à effet de serre et à réaliser leur transition écologique. Ce plan se baserait sur un fonds public-privé doté de 10 milliards de dollars par Tokyo, et réalisant des investissements et des prêts dans des projets encourageant le développement d'énergies renouvelables et d'autres infrastructures nécessaires à des économies bas-carbone.

### *Moyen-Orient et Afrique du Nord*

**Les États-Unis tentent de rassurer les Palestiniens** – Anthony Blinken a annoncé aujourd'hui **la réouverture du consulat général américain à Jérusalem qui s'occupait des relations avec les Palestiniens.** Il avait été fermé et adjoint à l'ambassade américaine en Israël lorsque celle-ci avait été déplacée en 2019 de Tel-Aviv à Jérusalem par l'administration Trump. A. Blinken a ajouté que le gouvernement demanderait au Congrès de valider l'envoi de 75 millions de dollars d'aides supplémentaires pour la reconstruction de Gaza, ainsi que de 30 millions de dollars pour la UNRWA, l'organisation de l'ONU

en charge de l'aide aux Palestiniens. Il devrait ensuite aller en Jordanie, ainsi qu'en Égypte.

**Avancée des négociations avec l'Iran** – Le 5<sup>e</sup> round de négociations pour le contrôle du programme nucléaire iranien **serait peut-être le dernier, de nombreux diplomates ayant envoyé des signaux très positifs.** Dans un geste de conciliation, l'Iran a étendu un accord avec l'Agence internationale pour l'Énergie Atomique pour maintenir des caméras de surveillance dans ses centres nucléaires. Pourtant, deux jours plus tard, le directeur général de l'Agence **a alerté** sur le niveau d'enrichissement actuellement poursuivi dans certains centres ; plus de 60%. « Seuls les pays construisant des bombes atteignent ce niveau ».

**Élections en Syrie** – Des élections présidentielles se sont tenues en Syrie le 26 mai. Organisées uniquement dans les zones contrôlées par le gouvernement de Bachar El Assad, leur issue faisait peu de doute. **B. El Assad se maintient donc au pouvoir dix ans après que le soulèvement populaire de 2011 ait évolué en guerre civile.** Il a promis de reconstruire l'économie dévastée...

Le journal américain *Foreign Policy* a révélé la semaine dernière qu'un accord d'exploration de ressources *offshore* de gaz et de pétrole a été signé entre le gouvernement syrien et une entreprise liée au Wagner Group, organisation militaire russe de sécurité privée. Cela renforce encore la présence russe dans le pays, la Russie s'étant montrée le principal soutien militaire et diplomatique du gouvernement El Assad durant la guerre civile. Cela garantit également une implantation russe plus solide dans la Méditerranée orientale, une région de plus en plus contestée.

### *Europe centrale et orientale, Asie centrale*

**Coup de force aérien à Minsk** – La Biélorussie a forcé un vol de Ryanair (Athènes – Vilnius) à atterrir à Minsk pour pouvoir capturer un journaliste d'opposition particulièrement actif durant les manifestations de l'année dernière. L'Union européenne a immédiatement réagi avec de nouvelles sanctions économiques, ainsi qu'en demandant aux compagnies aériennes d'éviter l'espace aérien biélorusse, et enfin, interdisant aux compagnies aériennes biélorusses l'accès aux aéroports de l'Union. Air-France a ainsi été obligée d'annuler un vol Paris-Moscou le 26 mai après que les opérateurs russes n'eurent pas fourni un plan de vol évitant la Biélorussie.

**Maintien des tensions au Nagorno-Karabakh** – Au cours d'une altercation à la frontière le 25 mai, des coups de feu ont été tirés entre les troupes arméniennes et les troupes azéries. **L'Arménie accuse l'Azerbaïdjan d'avoir tué un de ses soldats**, ce que Baku nie. Le lendemain, ce fut au



tour de l'Azerbaïdjan d'accuser l'Arménie d'agression à travers la frontière. Alors que les disputes frontalières ne sont pas réglées, et que les sentiments de nationalisme dans les deux pays atteignent leur paroxysme, la présence de soldats russes reste le seul élément stabilisateur. Moscou s'est d'ailleurs proposé pour faciliter de [nouvelles négociations](#) afin de démarquer la frontière.

**La Pologne achète des drones turcs** – Le samedi 19 mai, le ministère de la Défense polonais a annoncé avoir commandé 24 drones turcs, ajoutant qu'ils « avaient prouvé leur utilité en temps de guerre ». En effet, durant le conflit au Nagorno Karabakh, les drones azéris équipés de technologie turque [auraient abattu](#) 40% des tanks et véhicules blindés arméniens, ainsi que 90% de leurs artilles et missiles. **La Pologne devient le premier pays de l'OTAN a en faire l'acquisition.** S. Lavrov, ministre des Affaires étrangères russes a mis en garde la Turquie cinq jours plus tard à propos de sa coopération avec l'Ukraine « *recommandant que la Turquie analyse avec attention la situation et cesse d'alimenter les sentiments militaristes en Ukraine* ».

### Amérique latine

**Le Costa Rica rejoint l'OCDE** – Le Costa Rica est devenu, le 25 mai, le 1<sup>er</sup> pays d'Amérique centrale, et le 4<sup>e</sup> pays d'Amérique latine à rejoindre l'OCDE, après le Mexique, le Chili, et la Colombie. Dans le cadre du programme officiel d'adhésion, les négociations avec l'OCDE ont débuté en 2015, ainsi qu'une série d'évaluations rigoureuses. Le Costa Rica a été évalué par vingt-deux comités techniques, allant de la pêche au commerce numérique, qui ont abouti par une liste de demandes spécifiques faites au Costa Rica ainsi que des recommandations censées permettre au pays d'améliorer sa structure économique. En 2020, le Costa Rica avait adopté quatorze nouvelles lois ou réformes administratives en réponse aux

recommandations de l'OCDE. Si cela devrait donc forcer le pays aux hauts standards de gouvernance demandés par l'Organisation, **cela devrait également lui permettre d'améliorer son profil auprès des investisseurs.**

### Afrique sub-saharienne

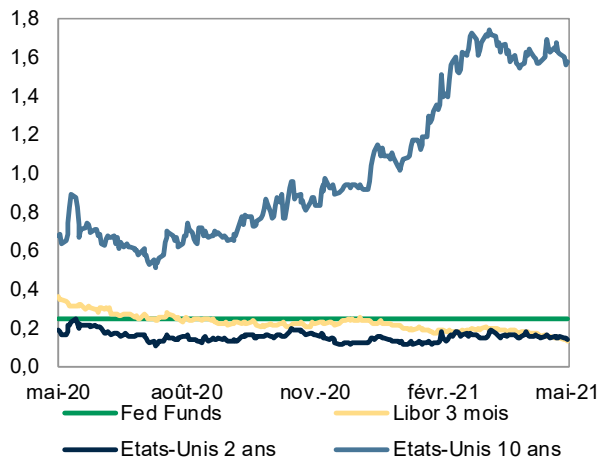
**Un consortium international développera le réseau 5G de l'Éthiopie** – Un consortium contenant des entreprises de télécommunications britanniques (Vodafone), japonaises (Sumitomo), américaines (CDC group) et kenyanes (Safaricom) **a obtenu pour 850 millions de dollars une licence lui permettant de développer le réseau téléphonique 4G et 5G éthiopien.** L'alliance a promis 8 milliards de dollars sur dix ans, ce que le président éthiopien a qualifié de « plus gros investissement direct étranger de l'histoire du pays ».

Leur offre était en compétition avec une autre menée par le géant sud-africain MTN, mais comprenant des entreprises et fonds chinois investis dans le projet des Nouvelles Routes de la Soie. Selon le [Wall Street Journal](#), Washington serait ainsi intervenu à travers l'*Agency for International Development*, une agence d'aide américaine. Celle-ci aurait financé une partie du projet avec des prêts à bas taux d'intérêts, en posant comme contrepartie que les gains ainsi engrangés ne seraient pas réinvestis dans des technologies chinoises développées par des entreprises comme Huawei ou ZTE, toutes deux déjà présentes en Éthiopie comme dans le reste du continent. **Ce serait alors une victoire géopolitique forte pour les États-Unis**, et la première concrétisation de sa nouvelle stratégie géoéconomique en Afrique et dans le monde des nouvelles technologies.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

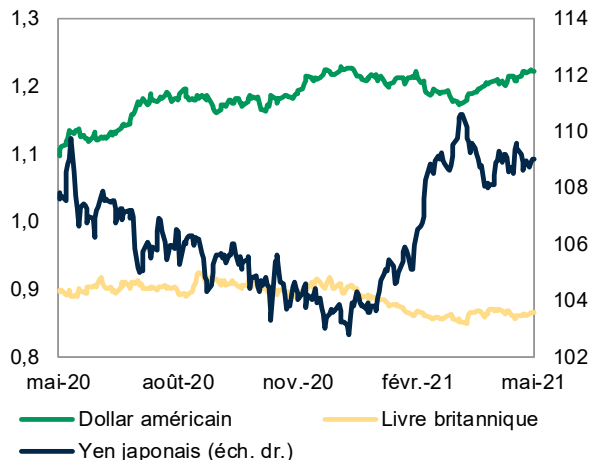
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

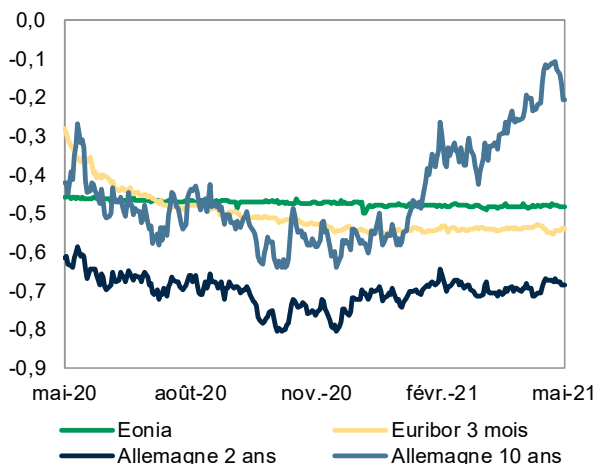
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

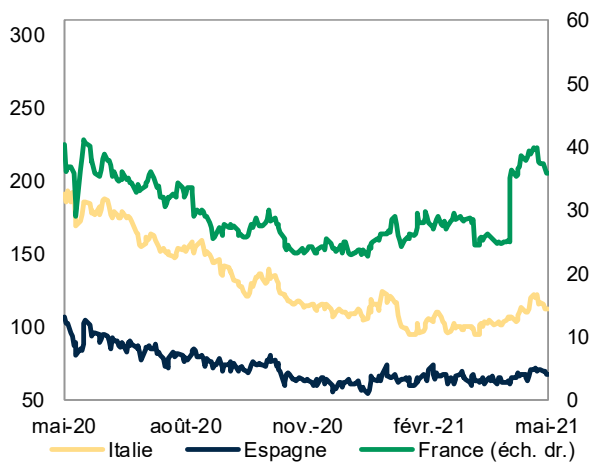
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

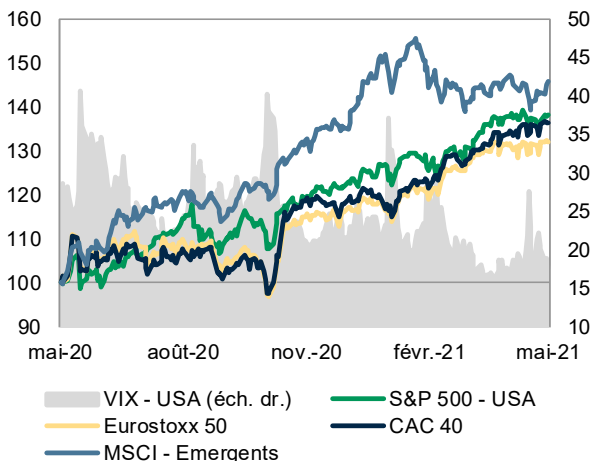
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

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



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

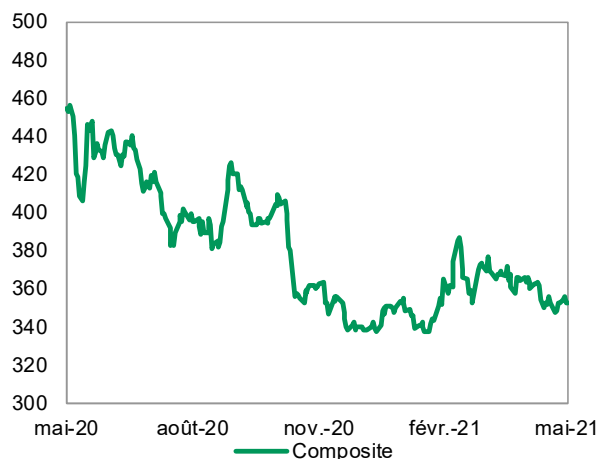
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

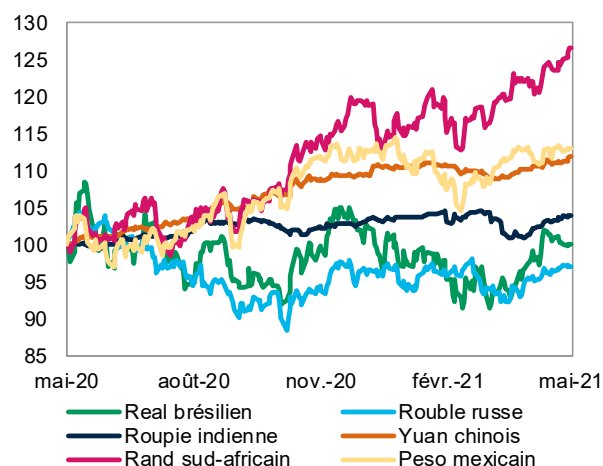
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

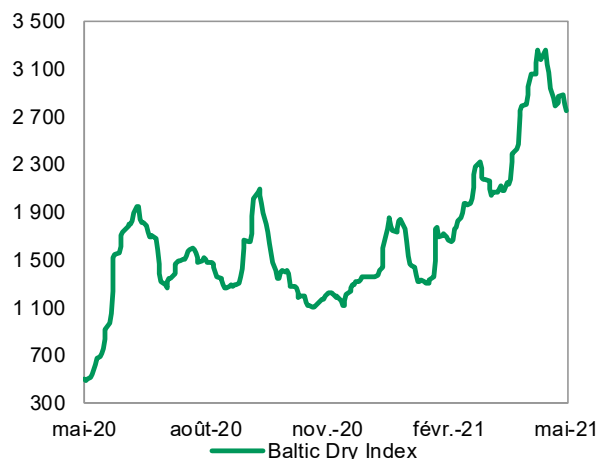
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

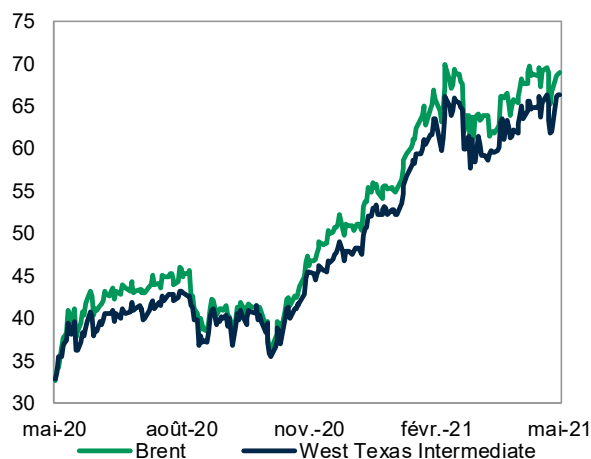
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

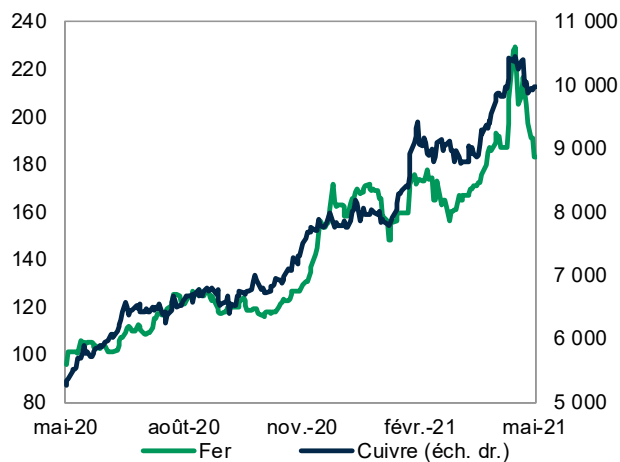
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

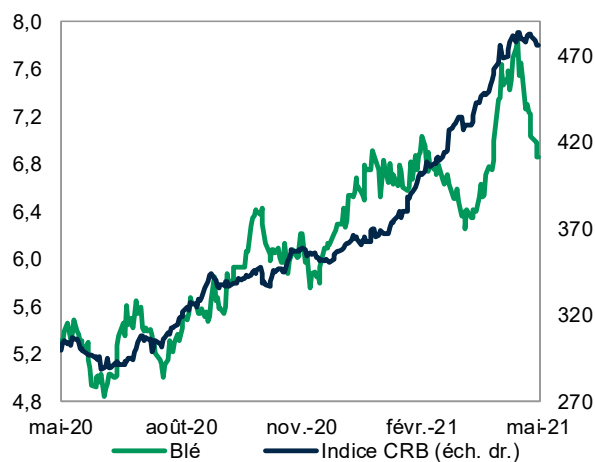
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



## Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 – 13 avril 2021

Une sortie de crise en ordre (très) dispersé

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
27/05/2021	<u>Robinhood, le pire de la Fintech !</u>	Fintech
27/05/2021	<u>Mexique – Un survol pré-électoral</u>	Amérique latine
26/05/2021	<u>Chine – La démographie comme enjeu de puissance</u>	Emergents
25/05/2021	<u>Émergents – La hausse des réserves : trompe-l'œil statistique ou signe d'une crise atypique ?</u>	Emergents
25/05/2021	<u>Les algues, pour un avenir plus vert !</u>	Sectoriel
21/05/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/05/2021	<u>Les métaux pour batteries sous tension</u>	Métaux
20/05/2021	<u>Afrique du Sud – De bonnes nouvelles dans un horizon de contraintes insurmontables ?</u>	Emergents
19/05/2021	<u>Hong Kong – Comment gérer une reprise "en K" ?</u>	Asie
19/05/2021	<u>Royaume-Uni – Après un T1 pas trop mauvais, la reprise s'annonce forte</u>	Royaume-Uni
18/05/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE a confirmé son positionnement relativement hawkish en mai</u>	Royaume-Uni
18/05/2021	<u>Inflation et prix d'actifs</u>	France
11/05/2021	<u>L'inflation et tendance de long terme</u>	Monde
10/05/2021	<u>France – Programme de stabilité 2021-2027 : ratio de dette publique stabilisé à un haut niveau</u>	France
07/05/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/05/2021	<u>L'inflation en zone euro : cible de la BCE</u>	UE

### 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 MEYER

**Réalisation et Secrétariat de rédaction :** Véronique CHAMPION

**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.*