

# Perspectives

Trimestriel – N°20/334 – 17 décembre 2020

## MONDE – Scénario macro-économique 2021-2022

### Au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables

Après un premier semestre encore anémié, la perspective d'un vaccin, des stratégies de confinement « aménagé », le maintien de soutiens budgétaires aussi généreux qu'indispensables permettent d'esquisser une reprise modeste mais, tout comme la crise, disparate. Reprise lente, probablement chaotique, incertitudes multiples, souplesse monétaire maximale et durable : un contexte éminemment propice au maintien de taux d'intérêt extrêmement faibles.

#### Sommaire

|                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| Pays développés – Une reprise, certes, mais faible et disparate..... | 3  |
| Pays émergents – La dérive des continents s'intensifie .....         | 14 |
| Pétrole – On ne change rien .....                                    | 21 |
| Politique monétaire – L'accommodation à son maximum.....             | 23 |
| Taux d'intérêt – Sous cloche.....                                    | 27 |
| Taux de change – Légères pressions sur le dollar.....                | 30 |
| Prévisions économiques et financières .....                          | 33 |

Le profil et la vigueur de la croissance seront encore placés sous le sceau de la pandémie et de l'arbitrage entre croissance et sécurité sanitaire, arbitrage délicat dont on peut espérer qu'il soit moins radical qu'en 2020. La perspective d'un vaccin et des stratégies de confinement « aménagé » permettent ainsi d'espérer que la croissance échappe au « *stop and go* » violent expérimenté en 2020. Après un premier semestre encore anémié, la reprise sous perfusion monétaire et budgétaire serait néanmoins modeste et disparate. Ensuite, à la faveur de l'allègement progressif des plans de soutien, apparaîtront les cicatrices durables du choc économique lié à la pandémie.

Et tout d'abord, un rapide tour du monde par grandes zones géographiques. Aux **États-Unis**, alors que les contours et le calendrier d'un nouveau plan de relance sont encore à dessiner, la résurgence du virus fait planer un risque de forte décélération au

premier semestre. L'accélération attendue sur la seconde partie de l'année conduirait à une reprise de 3,1% après une contraction limitée à 3,6% en 2020. Fin 2021, le PIB en volume serait encore très légèrement inférieur à son niveau pré crise (*i.e.* fin 2019). En **zone euro**, où l'on suppose que seront maintenus les dispositifs de soutien à l'activité en faveur des ménages et des entreprises, la croissance se situerait autour de 3,8%, après s'être contractée de 7,4% en 2020. Selon les caractéristiques structurelles (dont composition sectorielle de l'offre et de l'emploi, poids des services, capacité d'exportation et adéquation des produits exportés, etc.) et les stratégies nationales (arbitrage santé/économie, abondance et efficacité des mesures de soutien), tant l'ampleur du choc que la vitesse et la puissance de la récupération seront extrêmement diverses. Ainsi, fin 2021, si le PIB de la zone euro est encore inférieur de 2,4% à son niveau d'avant crise, l'écart serait limité à 2% en Allemagne,

alors qu'il resterait proche de 7,4% en Espagne pour se situer autour de 2,2% et 3,9%, respectivement, en France et en Italie. Au **Royaume-Uni**, qu'il y ait un accord commercial *a minima* permettant d'éviter un *Brexit* sous sa forme la plus « *hard* » ou pas, aux conséquences de la pandémie s'ajoutera le processus de « désimbrication » : succédant à une contraction majeure puisqu'estimée à 11,1% en 2020, la croissance approcherait 4,5% laissant, fin 2021, le PIB inférieur de 3,8% à son niveau pré-crise.

Dans les **pays émergents**, la reprise économique sera plus laborieuse et éminemment plus disparate que ne le suggère la croissance prévue pour 2021. Après une contraction un peu inférieure à 3% en 2020, une reprise proche de 5,6% se profile. Ce chiffre masque une grande diversité : une illusion d'optique qui dissimule tant les effets immédiats de la crise, dérivés notamment de contraintes monétaires et budgétaires plus sévères et diverses que dans l'univers développé, que ses conséquences durables sous la forme du creusement du fossé structurel entre les émergents asiatiques et les autres. L'Asie (notamment l'Asie du Nord) a moins souffert et s'apprête à mieux rebondir, Chine en tête ; **Chine** où la croissance approcherait de nouveau 8% en 2021 après n'avoir payé qu'un tribut très modeste en 2020, puisque ralentissant vers 2,6% en échappant à la récession. Peut-on dès lors compter sur le dynamisme chinois pour tonifier l'Asie et promouvoir le redressement du reste du monde à l'aune de l'expérience de 2009 ? Non. À la faveur de l'épuisement de la majeure partie du rattrapage, la croissance chinoise a ralenti ; la Chine n'a plus les moyens de tracter le reste du monde. De plus, elle n'en a plus envie, comme l'atteste sa nouvelle stratégie dite de « circulation duale » qui vise à limiter sa dépendance vis-à-vis de l'extérieur.

Il faudra donc essentiellement compter sur ses propres forces : **les grandes économies seront encore aidées** par des soutiens budgétaires massifs, des politiques monétaires particulièrement accommodantes, des conditions financières favorables allégeant par ailleurs les contraintes de financement externe des pays émergents. En réponse à la crise, **les digues monétaires ont en effet cédé** et l'accommodation paraît proche de son maximum. Si certains totems peuvent encore tomber (comme l'hypothèse de taux négatifs au Royaume-Uni qui ne peut être exclue), il semble que l'exercice d'assouplissement ait atteint un terme (entendu au sens d'outils nouveaux) et qu'il faille plutôt compter sur des améliorations/extensions des dispositifs existants. Si ceux-ci semblent calibrés pour accompagner la sortie de crise, ils devront être suppléés par la politique budgétaire pour consolider la reprise, une fois les soutiens exceptionnels allégés. Le cas du Japon, où l'innovation monétaire semble aboutie, l'indique : la politique budgétaire

joue un rôle plus direct dans la réduction de l'écart de production et la Banque du Japon l'accompagne en agissant comme un « stabilisateur intégré » des taux longs via le contrôle de la courbe des taux.

**Reprise lente, probablement chaotique, incertitudes multiples et assouplissements monétaires** : un tel environnement est propice au maintien de taux d'intérêt extrêmement faibles. Il faudra attendre qu'enfin se matérialisent les nouvelles favorables tant en termes sanitaires qu'économiques pour que se dessine une amorce de redressement, limitée par l'absence d'inflation et les excès de capacité. Par ailleurs, c'est notamment à l'aune de l'évolution passée et prévue des taux d'intérêt que peuvent être jugés les progrès accomplis par la zone euro : une solidarité manifeste qui se traduit par une fragmentation évitée, un resserrement des primes de risque acquittées par les pays dits de la « périphérie », une bonne tenue de l'euro. Notre scénario retient donc des taux souverains à dix ans américains et allemands proches fin 2021 de, respectivement, 1,25% et -0,40%, couplés à des *spreads* au-dessus du Bund de 20 points de base (pb), 50 pb et 100 pb pour la France, l'Espagne et l'Italie. En ligne avec un scénario de reprise même timide et peu synchrone, le dollar, contra-cyclique par excellence, pourrait se déprécier au profit de l'euro et de devises procycliques ou portées par l'appétit pour le risque. La dépréciation du dollar serait toutefois limitée par la résurgence des tensions sino-américaines pesant, en particulier, sur les devises asiatiques : la crise n'a que temporairement éclipsé les dissensions entre les États-Unis et la Chine.

Si le calendrier de « reprise des hostilités » est incertain (installation de la nouvelle administration américaine, gestion de ses problèmes domestiques, reconstruction de ses alliances internationales), si la présidence de Joe Biden augure d'un changement de ton (moins unilatéral, plus prévisible et moins bruyant), les racines du ressentiment américain demeurent. La désescalade factice des tensions commerciales sino-américaines ne peut cacher un phénomène de « dislocation ». La montée du protectionnisme et du risque politique étaient propices à l'essoufflement de l'hyper-globalisation : la crise devrait être favorable à une régionalisation accrue des pôles de croissance, comme l'atteste la signature du *Regional Comprehensive Economic Partnership* unissant la Chine, les pays membres de l'ASEAN et de grands alliés américains (Australie, Corée du Sud, Japon, Nouvelle-Zélande). **De la crise, accélérateur de fragmentation et amplificateur de fragilités, émergera également une disparité accrue des performances et perspectives de croissance, mais aussi des indicateurs sociaux, particulièrement visible au sein des pays émergents.**

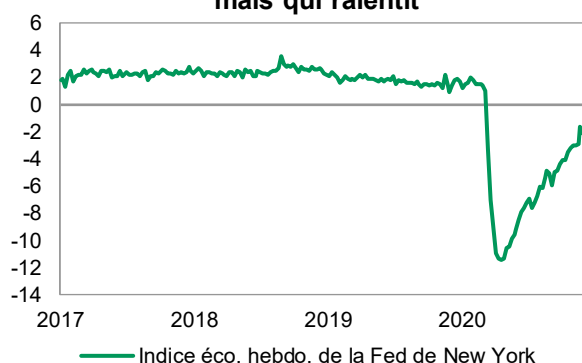
## Pays développés – Une reprise, certes, mais faible et disparate

La perspective d'un vaccin et des stratégies de confinement « aménagé » permettent d'espérer que la croissance échappe au « stop and go » violent expérimenté en 2020. Après un premier semestre encore anémié, la reprise sous perfusion monétaire et budgétaire serait modeste et disparate. Ensuite seront visibles les cicatrices durables de la pandémie.

### États-Unis : des temps encore difficiles en 2021, avant que le vaccin ne produise ses effets

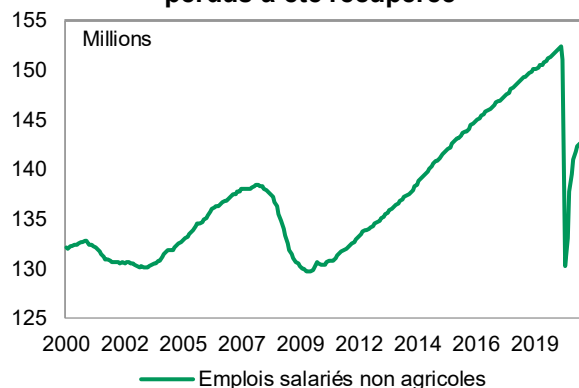
Après un début de reprise meilleur que prévu, l'économie américaine devrait décélérer au cours du premier semestre 2021 : celui-ci s'annonce plus difficile, avant que les effets positifs des vaccins ne se fassent sentir vers la fin de l'année. Le PIB restera inférieur à son niveau d'avant-crise jusque vers fin 2021, voire début 2022.

**USA : une activité résiliente face à la montée des cas de Covid, mais qui ralentit**



Sources : NY Fed, CA CIB

**USA : à peine la moitié des emplois perdus a été récupérée**



Sources : BLS, Bloomberg, CA CIB

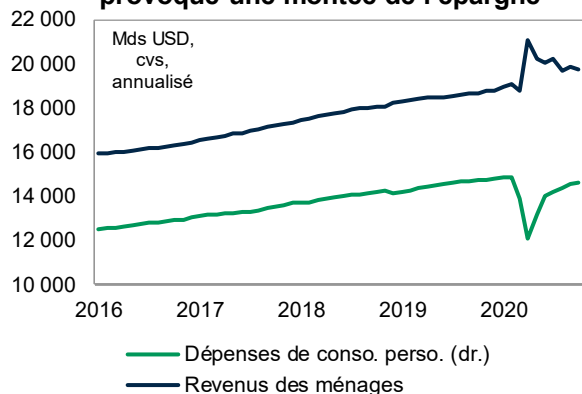
Après un rebond historique de 33,1% au troisième trimestre 2020, la croissance avoisinerait 3,0% au quatrième trimestre, pour se contracter d'environ 3,6% en moyenne annuelle sur l'ensemble de 2020. La récente résurgence du virus et l'absence d'accord sur un nouveau plan de relance, au moment où nous écrivons, conduisent à anticiper une économie quasiment à l'arrêt au premier trimestre, avec une croissance de 0,7% seulement, puis assez faible au deuxième trimestre. La croissance n'accélérerait qu'au second semestre, à la faveur d'une distribution plus large du vaccin et de la levée des restrictions, avec une croissance d'environ 3,1% pour l'ensemble de l'année 2021.

**Deux facteurs exerceront une influence décisive sur la trajectoire de la reprise : d'une part, l'évolution de la pandémie et des mesures de confinement, et, d'autre part, l'ampleur et le calendrier des nouvelles mesures de relance budgétaire.** En ce qui concerne le virus, malgré des fluctuations, le nombre de cas restera élevé pendant une grande partie de l'hiver. Faute de volonté politique conduisant à instaurer un confinement national comparable à ce qui avait été mis en place en mars/avril, notre scénario table sur des mesures plus strictes prises de manière locale et ciblée. Cela se traduira par une poursuite des divergences entre secteurs économiques : les nombreuses entreprises de services qui nécessitent un contact direct continueront à souffrir, tandis que la reprise pourra se poursuivre dans d'autres secteurs, comme le logement et l'industrie manufacturière.

Les premières personnes à être vaccinées seront les personnels soignants, suivis des personnes âgées et des personnes présentant des facteurs de risque. La levée des restrictions ne commencera pas réellement avant le mois d'août pour se poursuivre progressivement sur le reste de l'année : l'effet positif de la vaccination sur la croissance ne serait donc pas significatif avant la fin de l'année 2021.

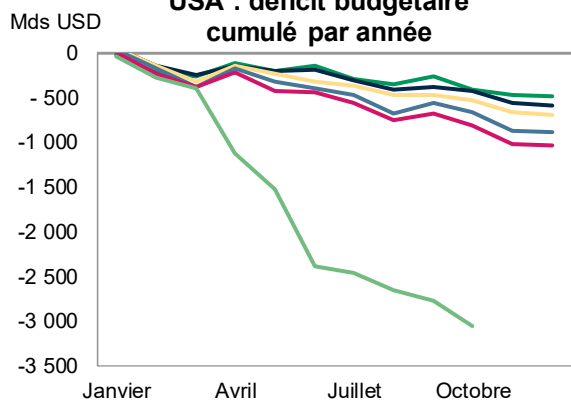
**Le calendrier du nouveau plan de relance demeure une grande inconnue.** Les négociations sont restées dans l'impasse pendant des mois, chacun des deux camps refusant de faire un geste avant l'élection présidentielle de début novembre. Les discussions ont cependant progressé et un compromis élaboré par un groupe bipartisan de parlementaires issus des deux chambres du Congrès a été esquissé sous la forme d'un plan de relance de 908 milliards de dollars. Le leader de la majorité républicaine du Sénat, Mitch McConnell, n'a cependant pas donné son accord : compte tenu du peu de temps disponible avant

### USA : les mesures de relance ont provoqué une montée de l'épargne



Sources : BEA, Bloomberg, CA CIB

### USA : déficit budgétaire cumulé par année



Sources : Dpt du Trésor, Bloomberg, CA CIB

la fin de la session parlementaire, une approbation avant la fin de l'année reste incertaine. Bien que la probabilité d'une adoption avant fin 2020 ait augmenté significativement, l'accord pourrait n'être entériné que début 2021. La taille du plan de relance sera probablement proche de celle du projet ; un plan plus vaste et favorable à la croissance à court terme serait toutefois possible en cas de victoire démocrate lors du second tour des élections sénatoriales en Géorgie.

**Alors que certaines prestations sociales (telles que les indemnités chômage « améliorées ») doivent cesser à la fin de l'année, un soutien supplémentaire à court terme serait évidemment bienvenu.** Si l'on considère la reprise moins rapide du marché du travail (en raison de l'augmentation des cas de coronavirus) et de nouvelles pertes d'emploi possibles au cours des prochains mois, comme le suggèrent les chiffres récents de demandes d'allocations chômage, l'absence d'accord sur un nouveau plan d'aide crée un vrai risque pour la consommation, soit sur 70% de l'économie.

La réponse budgétaire adoptée très rapidement au début de la crise sanitaire avec la loi CARES de 2 200 milliards de dollars (qui a instauré des aides très conséquentes sous la forme de paiements directs aux consommateurs et d'indemnités chômage améliorées) a provoqué **une augmentation historique du revenu des ménages et un pic ponctuel d'épargne, en avril**. L'épargne accumulée constitue un amortisseur susceptible de prévenir une nouvelle contraction de l'activité. L'épargne étant néanmoins concentrée sur les ménages à revenus élevés, notre scénario retient **une quasi-stagnation de la consommation au cours du premier semestre**, avant que les restrictions ne soient levées et que les effets positifs de la vaccination ne se fassent sentir.

**Notre scénario retient également une croissance faible de l'investissement au cours du premier semestre, anémié par la persistance des incertitudes** : celles qui concernent la Covid-19 ne diminueront pas réellement avant que la vaccination ne soit largement répandue et celles qui entourent l'environnement politique persisteront jusqu'au début de l'année (jusqu'au résultat du second tour des élections sénatoriales en Géorgie et à la clarification des priorités par la nouvelle administration après l'entrée en fonction de Joe Biden).

**La Fed continuera de soutenir l'économie et les marchés financiers en conservant une politique accommodante.** Les taux étant déjà bas sur l'ensemble de la courbe, les actions de la Fed ne pourront avoir qu'un impact limité sur l'économie réelle par rapport à l'effet d'entraînement qu'elles ont pu exercer jusqu'à présent : la politique budgétaire joue désormais un rôle plus important.

**S'essouffant progressivement après le second semestre de 2021, la reprise se poursuivrait en 2022, pour se rapprocher de sa tendance de long terme.** Cela se traduirait par une reprise en « V asymétrique<sup>1</sup> », avec une croissance de 2,9% pour l'ensemble de l'année 2022.

**Les risques ne manquent pas mais, pour la première fois depuis le point bas atteint en avril, ils semblent « équilibrés » en ce qu'ils sont inscrits tant à la hausse qu'à la baisse.** Du côté des risques à la baisse, des vagues de contamination supplémentaires avant la vaccination de masse pourraient entraîner de nouvelles restrictions handicapant plus qu'attendu l'activité économique, avec une possibilité de nouvelle récession, si la situation sanitaire se détériore plus que

<sup>1</sup> Scénario dans lequel la jambe de droite du V (la reprise) est beaucoup moins pentue que celle de gauche (la contraction), *swoosh-shaped recovery* en anglais.

prévu. Les vaccins pourraient également se révéler moins efficaces qu'espéré ou la vaccination se heurter à des problèmes de logistique ou de distribution : l'accélération actuellement attendue au second semestre 2021 serait différée.

*A contrario*, l'approbation d'autres vaccins et une distribution de masse plus efficace, permettant au vaccin d'atteindre une plus grande partie de la population plus rapidement, ne peuvent être exclues. **Toutefois, même dans un scénario sanitaire plus optimiste, l'impact économique favorable ne se manifesterait pas significativement avant le milieu de l'année 2021.**

### Focus – Les relations sino-américaines sous l'administration Biden

#### Les raisons d'une probable recrudescence des tensions

Les marchés sous-estiment l'impact à moyen et long terme de la rivalité américano-chinoise sous l'administration Biden. Celle-ci prendra la forme d'une rivalité hégémonique « dirigée », une rivalité très vive, en particulier dans tous les secteurs stratégiques (notamment la défense, la 5G, l'intelligence artificielle et les produits pharmaceutiques) et sur les questions de pouvoir.

Il est encore trop tôt pour prévoir le calendrier et les outils précis de la politique américaine. Ils dépendront de la situation politique, économique et sanitaire intérieure, ainsi que de la composition de l'équipe chargée de mettre en œuvre la politique étrangère américaine.

La désescalade en cours, initialement motivée par les calculs politiques de l'administration Trump à l'approche de l'élection présidentielle, devrait se poursuivre à court et moyen terme. L'administration Biden va, en effet, avoir besoin de temps pour assurer son installation au pouvoir, s'attaquer aux problèmes intérieurs, reconstruire ses alliances internationales et – point crucial – tenter de négocier une solution sur les questions qui concernent la Chine, potentiellement dans le cadre de l'OMC. La Chine, de son côté, a besoin de temps pour améliorer sa capacité de production en biens de haute technologie et pour renforcer son arsenal militaire.

Une nouvelle escalade des tensions peut se produire à tout moment, sa nature et son calendrier dépendront du degré avec lequel Joe Biden entend se conformer aux propos musclés qu'il a tenus avant les élections et du temps nécessaire aux États-Unis pour reconstruire ses alliances et mettre sur pied une approche multilatérale.

L'une des principales sources potentielles de risque sera le comportement du Congrès américain et, plus particulièrement du Sénat, où une coalition bipartisane anti-chinoise pourrait déclencher un risque d'escalade à tout moment. Il pourrait être politiquement difficile pour Joe Biden de s'opposer à des lois hostiles à la Chine, sous peine de paraître trop indulgent envers Pékin.

Une escalade pourrait survenir notamment sur la question des droits de l'homme ou à propos de Taïwan. Un tel scénario défavorable pourrait être déclenché par une action de la Chine ou attisé par une crise politique domestique aux États-Unis, compte tenu du fort degré de polarisation de la vie politique américaine. Les politiciens, en particulier dans le camp républicain, peuvent être tentés de renforcer leur légitimité en faisant la promotion de lois hostiles à la Chine, lesquelles rencontreraient un écho favorable auprès des électeurs.

Les éléments matériels, attendus en février 2021 et montrant que la Chine n'a pas respecté ses engagements en matière d'importation au titre de l'accord commercial dit « de phase 1 », pourraient être le premier élément déclencheur d'une nouvelle escalade. Une « certaine » réaction de la part des États-Unis, souhaitant ne pas paraître faibles, peut être attendue. Il est toutefois probable que le non-respect s'explique en partie par la pandémie et qu'aucune réponse drastique ne sera immédiatement apportée.

Des épisodes de volatilité générant des tensions sur les marchés pourraient également survenir lorsque certaines négociations deviendront plus difficiles. Cela risque plutôt d'intervenir au cours du second semestre 2021, une fois que l'administration Biden aura commencé à renouer des alliances.

### **Position, objectifs et politiques probables des États-Unis vis-à-vis de la Chine**

Au final, sous Joe Biden la politique américaine vis-à-vis de la Chine risque de devenir étonnamment similaire à celle de Donald Trump : les objectifs sont les mêmes (la concurrence avec la Chine est un moteur essentiel des actions américaines), les enjeux stratégiques sont identiques (les États-Unis adopteront probablement une position très ferme) et le ressentiment de la population américaine à l'égard de la Chine continuera d'influencer la politique américaine.

Une des principales différences entre Joe Biden et Donald Trump sera le style personnel : les mesures adoptées divergeront en conséquence et une coopération accrue dans des domaines non stratégiques est possible. Il semble notamment probable que les États-Unis essaieront d'agir de manière multilatérale et prévisible et qu'ils s'engageront dans une communication plus directe avec la Chine, ce qui suppose une rivalité mieux gérée, des méthodes moins spectaculaires et donc moins d'impact sur les marchés.

Dans le détail, la nouvelle administration continuera d'utiliser l'arme des droits de douane, avec le maintien des droits existants et la possible instauration de nouvelles taxes sur les importations. De nombreux autres moyens de pression seront utilisés à des degrés divers (limitations de l'accès aux technologies et aux marchés que ce soit pour les investissements directs ou de portefeuille, certaines formes de sanctions financières, obstacles à la circulation des personnes, rivalité diplomatique, renforcement de la présence militaire dans les régions proches de la Chine continentale tout en évitant une crise), mais probablement dans une moindre mesure et pas aussi publiquement que sous Donald Trump.

Le découplage et une rivalité exacerbée se poursuivront sur les questions stratégiques, notamment en ce qui concerne la technologie et les données. La question des droits de l'homme et de l'espionnage numérique seront deux des principaux déclencheurs possibles de toute action américaine contre la Chine.

En conclusion, une telle position signifierait que la guerre froide avec la Chine, commencée sous Donald Trump, se poursuivra très probablement sous Joe Biden, sur un mode moins tapageur. Ceci dit, l'objectif ultime des États-Unis, qui est de s'opposer à l'ascension de la Chine, pourrait évoluer : il pourrait être de mieux contrôler les méthodes utilisées par la Chine et de limiter les ambitions de Pékin.

### **La réaction probable de Pékin**

L'impact sur la Chine dépendra de la réponse de Pékin aux actions américaines mais aussi de la stratégie chinoise elle-même, en particulier dans sa périphérie immédiate et sur la délicate question des droits de l'homme. Nous nous attendons tout au plus à une poursuite de la riposte proportionnée. Mais la Chine essaiera, vraisemblablement, de préserver autant que possible son accès aux marchés, aux capitaux et aux technologies des États-Unis. Cela n'empêchera pas certaines conséquences économiques : limites aux exportations, diminution des investissements directs étrangers, diminution des investissements de portefeuille et accès restreint à la technologie extérieure.

### **Zone euro : faire le dos rond**

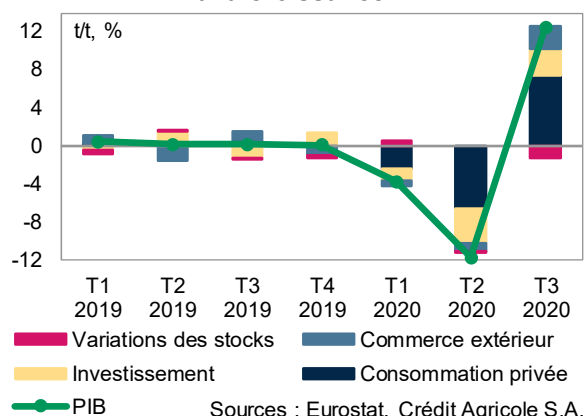
**Le profil de notre scénario en 2021 reste largement déterminé par la diffusion du virus.** La disponibilité d'un vaccin ne modifie pas ce profil mais réduit le risque extrême. La vigueur de la croissance dépendra encore crucialement du degré de soutien des politiques économiques. Nous prévoyons une croissance du PIB de 3,8% en 2021 et de 3,9% en 2022.

### **Un profil encore dicté par l'épidémie : nos hypothèses**

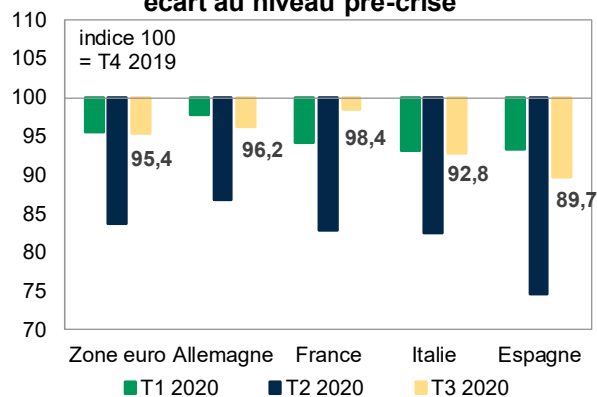
Les signes d'une nouvelle diffusion de la pandémie étaient déjà visibles lors de l'élaboration de notre scénario de septembre ; nous faisons cependant l'hypothèse, alors plausible et consensuelle, d'une diffusion contenue du virus, contrôlée par des comportements de distanciation sociale, par l'identification rapide des cas positifs grâce à l'élargissement de la capacité de test et par d'éventuels confinements localisés. Mais, la dynamique de la pandémie s'est envolée et la gestion du confinement, aussi « aménagé » soit-il, revient cruellement au centre du scénario. La diversité dans la temporalité et l'ampleur du déploiement de la deuxième vague conduisent pour l'instant à des stratégies moins invasives pour l'activité, voire différenciées sur les territoires nationaux.

Le scénario doit forcément reposer sur des hypothèses sanitaires scientifiquement plausibles. Les scénarios sanitaires et, partant, les scénarios relatifs à la mobilité sont entourés d'un degré élevé d'incertitude et sont mutuellement dépendants. Il est très plausible que l'endiguement de la contagion soit plus long à obtenir qu'au printemps dernier car le confinement « aménagé » autorise encore une mobilité importante des personnes. Si le dernier trimestre de 2020 est caractérisé par une croissance négative, la préservation d'un grand nombre d'activités économiques par le confinement « doux » et l'adaptation progressive des comportements de consommation devraient néanmoins permettre d'en réduire l'impact délétère sur la croissance. Aussi le rebond qui se dessine au premier trimestre 2021, à la sortie du confinement, pourrait-il ne pas être calé sur l'exemple de l'été 2020 mais se révéler plus modéré, du fait à la fois de mesures plus durables de distanciation sociale et de comportements d'autocensure dans la mobilité. L'acquis de croissance fin 2020 pour l'année 2021 serait alors assez faible. Or, sur cet acquis modeste, c'est une dynamique de croissance elle-même bridée qui risque d'être observée, notamment durant tout le premier semestre : une première moitié d'année susceptible d'être caractérisée par de nouveaux arbitrages à chaque possible reprise épidémique. L'expérience du confinement du printemps met, en effet, en évidence certaines dimensions nouvelles du compromis entre sécurité sanitaire et croissance économique. On a notamment appris que les pertes d'activité économique sont globalement « linéaires » et les contaminations « exponentielles » par rapport au temps : il pourrait ainsi y avoir une prime aux actions précoces.

### Zone euro : contributions à la croissance



### Consommation : écart au niveau pré-crise



### Troisième trimestre 2020 ou l'arbitrage économie-santé

**Le rebond du PIB au troisième trimestre a été spectaculaire et plus robuste qu'anticipé : +12,5% sur le trimestre, après la chute de 11,7% au deuxième trimestre.** En dépit de ce fort rebond, le PIB est au sortir du troisième trimestre encore inférieur de 4,4% à son niveau de fin 2019. L'acquis de croissance laissé à l'année 2020 demeure fortement négatif (à -6,6%).

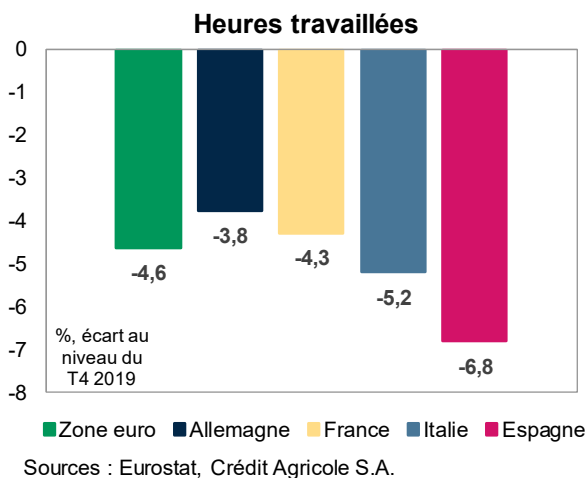
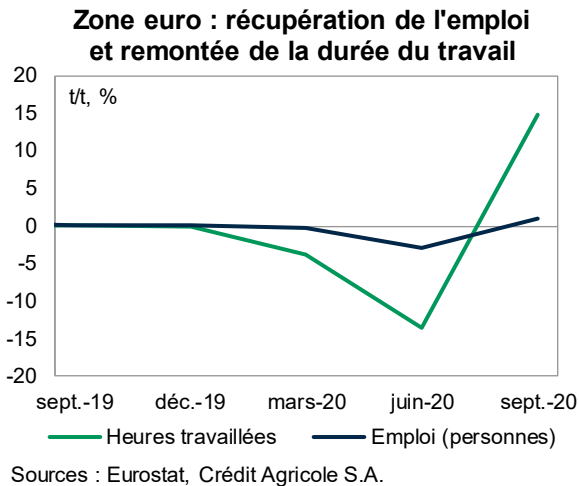
Après avoir amputé la croissance de 10,6 points au deuxième trimestre, **la demande intérieure** a contribué très positivement à la croissance au troisième trimestre (+11,3 points). **La consommation privée** (+14% troisième trimestre/deuxième trimestre) et **la consommation publique** (+4,8%) se sont rapidement redressées après leur repli au deuxième trimestre (-12,4% et -2,2% respectivement). La consommation des ménages est encore inférieure de 4,6% à son niveau de fin 2019. C'est en France qu'elle a le plus récupéré ; elle est plus en retard en Allemagne et encore bien davantage en Italie et en Espagne. Le rebond de **l'investissement** a été aussi important (+13,4%), mais insuffisant pour compenser la chute du deuxième trimestre (-16%). L'investissement reste donc plus en retrait et inférieur de 10,2% à son niveau d'avant-crise dans la zone euro. Enfin, **le commerce extérieur** en biens et services a apporté une contribution positive à la croissance au troisième trimestre (de 2,4 points), mettant ainsi fin à trois trimestres consécutifs durant lesquels il avait freiné la progression du PIB. Si le niveau des exportations est encore inférieur de 8,7% au niveau d'avant-crise, le rebond des exportations a été significatif (+17,1%, après -18,9% au deuxième trimestre).

**Le rebond a donc été très vigoureux, mais inégal, parmi les grandes économies de la zone** : il s'étage de +18,7% en France à +8,5% en Allemagne, en passant par +15,9% en Italie et +16,7% en Espagne. L'écart par rapport au niveau pré-crise est moins différencié : en France, en Allemagne, en Italie, il est « contenu » (autour de -4%) avec, de nouveau pour exception, l'Espagne (-9,1%). Ces différences de performances entre pays sont, notamment, le résultat d'évolutions sectorielles très contrastées : récupération rapide de l'activité industrielle en Italie et en Espagne, mais à la traîne en France et plus encore en Allemagne ; activité dans le commerce toujours très déprimée en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie ; la

construction dépassant son niveau d'avant-crise en Italie, mais y étant encore inférieure en Allemagne, en France et surtout en Espagne.

### L'illusion d'optique est encore forte sur l'emploi

L'emploi a crû de 1% au troisième trimestre (après -3% au deuxième trimestre), mais le nombre de personnes employées est inférieur de 3,6 millions à son niveau pré-crise. **Le seul chiffre de l'emploi ne raconte en effet pas la totalité de l'histoire, car la durée du travail s'est beaucoup contractée sous l'effet des dispositifs de chômage partiel.** Le recul des heures travaillées a atteint 26% en Espagne, 15,3% en Italie et 14,8% en France au deuxième trimestre 2020. Si l'on cumule la baisse du nombre de personnes employées et celle des heures travaillées, alors le résultat est plus cohérent avec le repli de l'activité. **Le redressement rapide des heures travaillées au troisième trimestre (+14,8%, après -13,6% au deuxième trimestre) devance légèrement celui de l'activité, mais demeure incomplet et laisse la durée effective inférieure de 4,6% à son niveau pré-crise.** À la différence du PIB, cet écart est du même ordre dans chacune des grandes économies de la zone.



**Le taux de chômage a légèrement baissé dans la zone euro en octobre à 8,4%**, après 8,5%, poursuivant ainsi le lent repli entamé en août. La zone compte 1,9 million de chômeurs de plus qu'au mois de février avant la diffusion de la pandémie, soit 1,2 point de taux de chômage supplémentaire. **Mais les chiffres du chômage ne relatent pas non plus la totalité de l'impact de la crise.** Les mesures visant à limiter les pertes d'emploi ont conduit à des absences temporaires plutôt qu'à des licenciements. De plus, les personnes, ne pouvant pas chercher de travail ou n'étant pas disponibles en raison des mesures de confinement, n'ont pas pu être comptabilisées comme des chômeurs. Une part importante des personnes qui étaient déjà inscrites dans les agences pour l'emploi n'étaient plus en recherche active d'emploi ou n'étaient plus disponibles pour travailler parce qu'elles devaient, par exemple, s'occuper de leurs enfants pendant cette période. **L'indicateur de sous-utilisation de main-d'œuvre ou de halo du chômage a donc fortement augmenté au cours du deuxième trimestre dans la zone euro.** Il a atteint 8,3% de la population active (élargie) en Allemagne, 15,3% en France, 23,6% en Italie et 25% en Espagne. Ces indicateurs ne sont pas encore disponibles pour le troisième trimestre dans la zone euro ; en France, cependant, le halo du chômage s'est fortement réduit au troisième trimestre retrouvant presque son niveau de fin 2019. Dans d'autres grandes économies, les baisses d'activité diminuent et la population active se rapproche du niveau d'avant la pandémie. Mais si, en octobre, le nombre d'actifs est supérieur de 0,2% au niveau d'avant-crise en Allemagne, il est encore inférieur de 1,3 % en Italie et en Espagne au troisième trimestre. **En dépit de ce retour sur le marché du travail et dans l'emploi, les dégâts de la crise sur l'emploi se matérialiseront plus tardivement : nous prévoyons une hausse du taux de chômage en 2021 (10,1%, après 8,2% en 2020) et une stabilisation en 2022 (10,2%).**

### Attention à la lame de fond !

Les performances de l'emploi seront forcément liées à celles de la rentabilité et à l'état de santé financière des entreprises. La baisse de l'activité a eu un coût immédiat sur la rentabilité des entreprises. Dans la zone euro, les marges bénéficiaires ont chuté de 6% au premier trimestre 2020 et de 18% au deuxième. Cependant, au deuxième trimestre 2020, les défaillances d'entreprises ont baissé de 41,7% sur un an en moyenne. Le taux de défaillance des indépendants a pour sa part augmenté, tout en restant proche de sa moyenne de long terme.

En revanche, la baisse de 28,5% du nombre de nouvelles entreprises enregistrées au cours du printemps doit alerter. Car ces évolutions sont imputables aux suspensions des déclarations de faillite, mais aussi largement aux mesures de prévention qui, à défaut de pallier la baisse du chiffre d'affaires, ont permis de pallier les risques de liquidité. Les sociétés non-financières (SNF) ont ainsi pu préserver leur trésorerie : leurs actifs liquides ont augmenté de 9,6% au premier trimestre et de 18% au deuxième. Les dispositifs de chômage partiel et de report des charges ont contribué à limiter les coûts liés à la réduction temporaire d'activité. Les garanties étatiques sur les prêts ont permis d'allonger les maturités, de payer les intérêts, les dépenses de fonctionnement et d'ajuster la production au nouvel environnement.

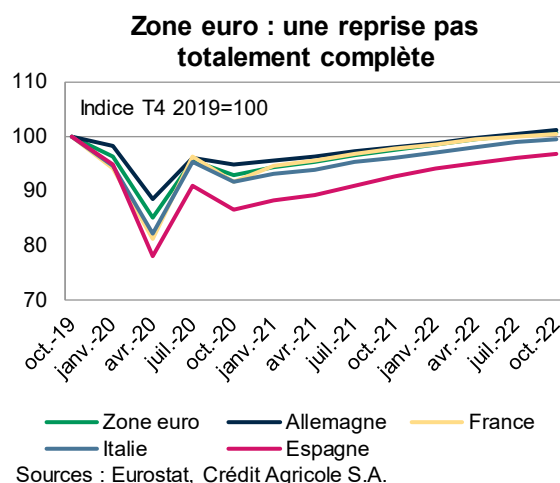
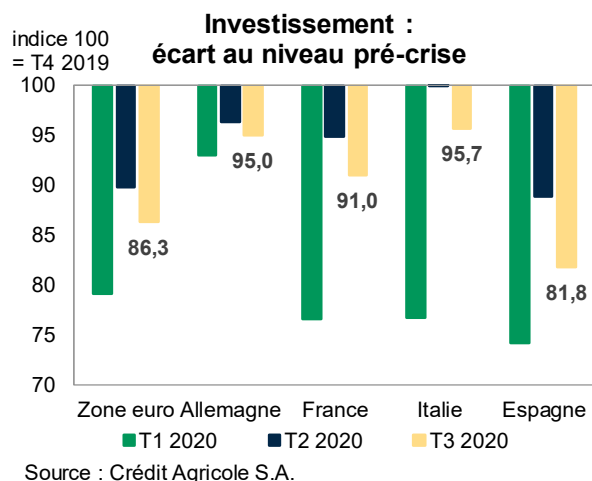
La part des prêts faisant l'objet de garanties d'État était de 1,6% en Allemagne, de 4,8% en France, de 5,6% en Italie et de 9,2% en Espagne au deuxième trimestre 2020. Pour les grandes entreprises, ces prêts comptent pour 3,8% du total en moyenne en zone euro ; pour les PME, 14,3%. Les moratoires sur les prêts aux SNF ont aussi joué un rôle. Leur part est de 2,6% du total des prêts en Allemagne, de 7,7% en France, de 13,9% en Italie, contre seulement 0,2% en Espagne. L'impact de ces politiques a été plus important en Italie et en Espagne, où le stress de liquidité serait intervenu plus rapidement qu'en France ou en Allemagne. Mais ces mesures sont temporaires et favorisent la hausse de l'endettement. Elles se sont donc accompagnées d'un abaissement des notations ou des perspectives de notation d'un certain nombre d'émetteurs *corporate* ; la probabilité de défaut sur les prêts aux SNF a augmenté de 2% fin 2019 à 2,6% en septembre 2020, la hausse étant quatre fois plus importante pour les PME que pour les grandes entreprises (selon AnaCredit).

Durant la phase initiale de la pandémie, les entreprises ont augmenté leur endettement bancaire principalement pour couvrir leurs dépenses courantes, avec des prêts de maturité inférieure à un an. Au deuxième trimestre, l'endettement bancaire est resté à un niveau élevé, pendant que l'endettement de marché des entreprises atteignait des niveaux records encouragés par l'action stabilisatrice de la BCE sur les marchés. Avec le rebond de l'activité de l'été, les émissions *corporate* et le flux d'endettement bancaire ont ralenti, tout en demeurant soutenus. Entre temps, les sociétés non-financières ont allongé la maturité moyenne de leurs prêts (la part des flux nets de crédits de maturité supérieure à cinq ans a augmenté de 57% en moyenne en 2019 à 100% en septembre 2020), réduisant ainsi leurs besoins immédiats de refinancement et consolidant les conditions de financement actuelles très favorables. Le volume des garanties étatiques a dépassé le montant net des nouveaux crédits, ce qui suggère que des crédits existants ont été transformés en prêts garantis, notamment en Italie et en Espagne. Malgré une remontée du risque sous-jacent, les conditions de crédit restent favorables. Les garanties publiques ont réduit les risques de perte et contenu la pression à la hausse sur les taux, causée par des probabilités de défaut plus élevées. Mais les conditions de crédit pourraient se tendre rapidement avec la fin de ces dispositifs notamment dans les secteurs les plus touchés par la crise, où la dette nette a augmenté et où le risque de refinancement s'est fortement accru.

### Des forces contraires impactent le scénario

**Nous anticipons une baisse de l'activité de 3% au quatrième trimestre et une croissance annuelle moyenne de -7,4% en 2020.**

Si les indicateurs de mobilité à haute fréquence indiquent un repli de l'activité de 2,5% au quatrième trimestre, peu d'indicateurs d'activité sont encore disponibles sur cette période. Mais que nous signalent-ils ? Les quelques indicateurs de demande (ventes au détail, immatriculations de voitures neuves) sont, en début de période, plus dynamiques que ceux de l'offre. Les enquêtes dans la zone euro signalent un affaiblissement en novembre dans l'industrie, où la confiance se dégrade pour la première fois depuis le mois de mai, et annoncent un ralentissement de l'activité. Dans le secteur des services,



la confiance, en baisse depuis octobre, se détériore fortement en novembre et l'activité se contracte depuis septembre.

**Le rebond inscrit au premier trimestre 2021 (+1,8%) permet une récupération incomplète de la baisse d'activité de fin d'année. L'hypothèse d'un relâchement partiel des contraintes de mobilité pèse sur le profil de croissance de la totalité du premier semestre, avec une progression du PIB limitée à +0,9% au deuxième trimestre 2021.**

L'incertitude sur la maîtrise de la pandémie continuera de peser sur les décisions de dépense tant de consommation que d'investissement, y compris au deuxième semestre de 2021. L'enquête de la BEI nous signale que près de la moitié des entreprises de l'UE retarderaient, abandonneraient ou diminueraient leurs plans d'investissement. **La croissance de l'investissement serait modeste (2,7% en 2021 et 4,6% en 2022, après -9,6% en 2020) et principalement tirée par l'investissement public et l'investissement en construction.** L'investissement productif serait concentré sur le remplacement d'équipements ou l'innovation et seulement très marginalement motivé par l'expansion des capacités. Avec une croissance de 3,8% en 2021 et 3,7% en 2022, après -8,2% en 2020, **la récupération de la consommation privée serait plus aboutie ; une partie de l'épargne accumulée en 2020 serait néanmoins conservée pour motif de précaution** (chômage, érosion du soutien public aux revenus).

**Enfin, quid des mesures de soutien à l'économie ?** Certaines dispositions générales continueront d'impacter favorablement les entreprises<sup>2</sup>, mais le panorama des soutiens à l'activité varie actuellement entre les pays, selon qu'ils aient ou non été prolongés : prolongation des dispositifs de chômage partiel dans la plupart des pays, interdiction de licenciement reportée au premier trimestre 2021 en Italie et en Espagne, mais pas de reconduction des reports de charges et des prêts garantis par l'État, dans certains pays, à la fin 2020.

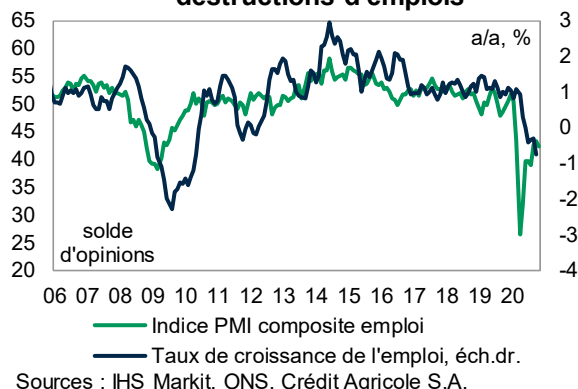
| Echéance des mesures                     | France  | Allemagne | Italie  | Espagne |
|------------------------------------------|---------|-----------|---------|---------|
| PGE enregistrement demandes              | juin-21 | déc-20    | déc-20  | juin-21 |
| Moratoire prêts                          | mars-21 | mars-21   | mars-21 | mars-21 |
| Suspension déclaration de faillite       | août-20 | déc-20    | sept-21 | mars-21 |
| Chômage partiel                          | déc-21  | déc-21    | mars-21 | janv-21 |
| Interdiction de licenciement             | non     | non       | mars-21 | janv-21 |
| Exemption/report contributions et impôts | déc-20  | mars-21   | avr-21  | févr-21 |

**Notre scénario table sur une prorogation de la plupart des mesures de soutien à l'économie, ainsi que sur des mesures additionnelles. Les autorités européennes ont largement alerté sur les risques d'un retrait précoce des mesures de soutien.** La BCE estime que l'ensemble des politiques adoptées (report des taxes et cotisations, soutien direct aux agents privés, chômage partiel, moratoire et garanties publiques sur les prêts, politiques macro-prudentielles et ajustement de la *forbearance*) a contribué positivement à la croissance du PIB à hauteur de 3,4 points en 2020. La contribution positive de ces dispositifs serait identique en 2021.

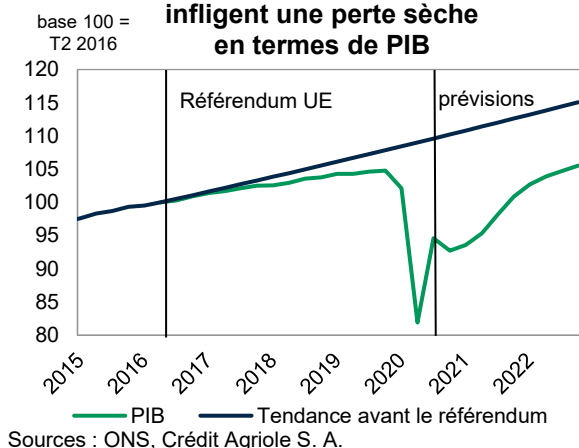
Ces dispositifs seront cependant progressivement retirés au deuxième semestre 2021, au fur et à mesure de la levée de l'incertitude sur

<sup>2</sup> Par exemple, l'EBA a permis l'extension au premier trimestre du régime de traitement prudentiel exceptionnel des moratoires sur les prêts différant *de facto* l'entrée en défaut, y compris dans les pays où la suspension des déclarations de faillite n'a pas été prolongée.

**R-U: l'enquête PMI composite de l'emploi suggère la poursuite des destructions d'emplois**



**R-U : le Brexit et le Covid-19 infligent une perte sèche en termes de PIB**



l'évolution sanitaire et des contraintes de mobilité. La matérialisation du risque sur le bilan des entreprises va intervenir dans une phase de normalisation de l'activité. Dans les pays de la périphérie, le risque sera mitigé par la forte impulsion budgétaire positive permise par la montée en puissance des fonds européens du NGEU. **La remontée des défaillances et du chômage justifie néanmoins en 2022 un profil de croissance inférieur à 1% par trimestre et une croissance de 3,9% en moyenne annuelle.**

**Royaume-Uni : il va falloir surmonter le Brexit et maîtriser la Covid-19 avant de pouvoir espérer une reprise durable**

**La deuxième vague de Covid-19 devrait interrompre la reprise au quatrième trimestre.** Après un rebond de l'activité bref et incomplet au troisième trimestre, qui a laissé l'économie britannique 9,7% sous son niveau de fin 2019, le PIB devrait à nouveau chuter au quatrième trimestre 2020, en raison des mesures de distanciation sociale plus strictes adoptées en octobre, puis du confinement appliqué depuis novembre en Angleterre. Toutefois, la contraction du PIB au quatrième trimestre sera probablement bien inférieure à la chute historique observée au deuxième trimestre, dans la mesure où la reprise semble avoir gagné en vigueur dans les secteurs de l'industrie et de la construction (comme le confirment les enquêtes PMI de novembre), mais aussi en raison d'un mouvement de constitution de stocks avant la fin de la période de transition et de la hausse des exportations, en particulier vers l'UE. Dans les services, les enquêtes PMI indiquent que l'impact du confinement sur les dépenses de consommation est moins important qu'on ne le craignait pour les secteurs qui ne sont pas touchés directement par ce confinement.

**Quant au Brexit, qu'un accord commercial soit finalement signé ou non, le processus long et inédit de « désimbrication » économique avec l'UE ne fera que commencer le 1<sup>er</sup> janvier 2021.**

Le Royaume-Uni quittera le marché unique et l'union douanière de l'UE au début de l'année 2021. Un accord de libre-échange minimaliste devrait être conclu dans les prochains jours et entrerait en vigueur à la fin de la période de transition, ce qui soulagerait les investisseurs et les entreprises. Toutefois, la mise en œuvre de certains aspects de l'accord pourrait prendre des mois, voire des années et, dans certains domaines, les négociations pourraient se poursuivre après le 1<sup>er</sup> janvier. Nous prévoyons une baisse du PIB de 2% au quatrième trimestre 2020, entraînant un recul du PIB de 11,1% pour l'ensemble de l'année, avant une reprise de 4,5% en 2021.

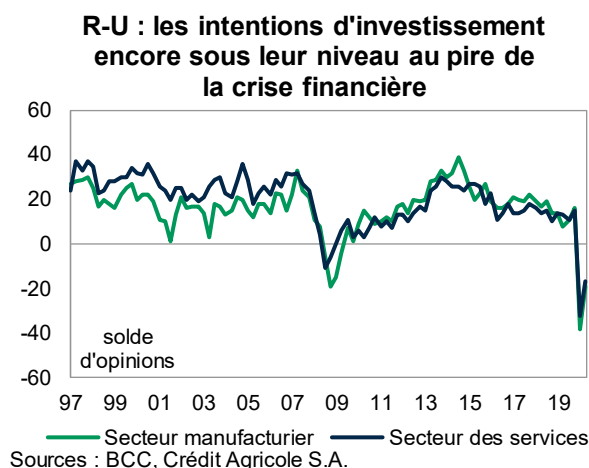
**Notre scénario table sur une reprise lente en 2021.** À court terme, deux facteurs devraient continuer à freiner la croissance : le premier est le risque de résurgence de la pandémie, qui persistera après l'assouplissement du confinement. En effet, alors que la campagne de vaccination contre la Covid-19 vient de commencer, il faudra plusieurs mois avant qu'un pourcentage suffisant de la population ne soit immunisé contre le virus : les mesures de distanciation sociale seront donc maintenues jusqu'à la fin du premier trimestre (au moins), ce qui devrait continuer de peser sur les activités de service qui demandent un contact direct avec le public. Deuxième facteur, le *Brexit* va avoir un impact supplémentaire et potentiellement significatif sur le commerce et l'activité après la fin de la période de transition, le 31 décembre prochain. De nouvelles barrières commerciales vont entrer en vigueur à partir du 1<sup>er</sup> janvier entre le Royaume-Uni et l'Union européenne : formalités douanières, règles d'origine et contrôles réglementaires pour les marchandises, modifications réglementaires dans les services. L'ampleur de l'impact de l'ajustement initial est très incertaine. La

Banque d'Angleterre estime que la baisse des exportations et la perturbation des chaînes d'approvisionnement nationales se traduiront par une baisse du PIB d'environ 1% au premier trimestre<sup>3</sup>.

**Les difficultés vont persister.** Au second semestre, la croissance devrait se renforcer grâce aux effets de la vaccination, à l'amélioration dans le traitement de la maladie et à la dissipation progressive de l'impact initial du *Brexit*. Toutefois, en ce qui concerne la Covid-19, une certaine prudence devrait perdurer de la part de certains groupes d'âge et groupes sociaux, ce qui continuera à peser sur la reprise dans les secteurs où existe un degré élevé de contact physique (hôtellerie, restauration, tourisme). Plus fondamentalement, la hausse du chômage et la fin, en mars, du dispositif de chômage partiel pèseront sur la consommation des ménages. Du côté des entreprises, la dégradation de la situation financière et la hausse de l'endettement continueront de freiner l'investissement.

**Le taux de capacités de production inutilisées est actuellement très élevé et devrait encore augmenter.** L'annonce du démarrage de la campagne de vaccination a propulsé l'optimisme des entreprises pour l'année à venir à son plus haut niveau depuis plus de cinq ans. À court terme, cela pourrait permettre de freiner la hausse des fermetures de sites et des réductions de personnel parmi les entreprises financièrement viables. De plus, le gouvernement a prolongé le régime de chômage partiel jusqu'à la fin du premier trimestre. Des articles de presse suggèrent néanmoins que des destructions massives d'emplois sont prévues dans les secteurs les plus durement touchés par la crise sanitaire : le tourisme, la restauration, l'hôtellerie et les loisirs. Le taux de chômage, qui est passé de 3,9% avant la crise à 4,8% au troisième trimestre, devrait continuer à augmenter et dépasser la barre des 7% au premier trimestre 2021. Un taux de chômage élevé devrait se traduire par le maintien d'une consommation des ménages faible, même après la disparition de la pandémie.

**La construction d'une nouvelle économie après la pandémie prendra du temps et nécessitera davantage de soutien.** La destruction de capacités de production et les risques de changement durable des habitudes de consommation devraient conduire à une réaffectation de main-d'œuvre depuis les secteurs à faible productivité et bas salaires les plus durement touchés par la pandémie vers la création de nouveaux secteurs de croissance plus productifs. Toutefois, ce processus de réallocation sera long et demandera certainement davantage de soutien monétaire et, plus encore, budgétaire. Cela nécessitera le développement de nouvelles compétences chez les personnes licenciées et davantage de capitaux à investir, alors même que la crise sanitaire aura eu pour effet d'alourdir l'endettement du secteur privé.



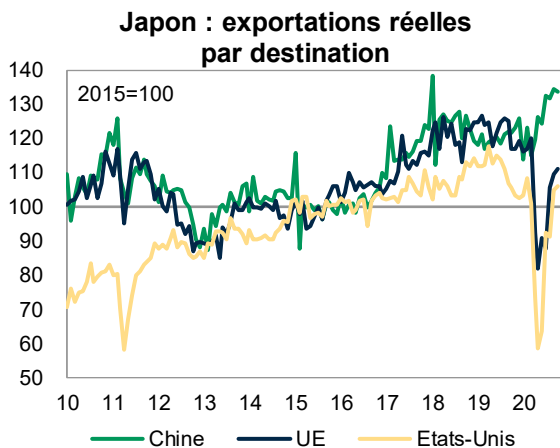
<sup>3</sup> En novembre, les projections centrales du Comité de politique monétaire continuaient de supposer l'application dès le 1<sup>er</sup> janvier 2021 d'un accord de libre-échange (ALE) similaire en termes d'ampleur et de profondeur à celui qui est en vigueur entre le Canada et l'UE. Toutefois, la Banque d'Angleterre (BoE) semblait moins convaincue de la pertinence de son hypothèse de longue date, selon laquelle la transition se ferait en douceur, compte tenu du manque de préparation des entreprises, en particulier des PME. La BoE s'attend maintenant à ce que le *Brexit* entraîne une baisse à court terme des échanges commerciaux et du PIB. La BoE considère que l'essentiel du processus d'ajustement aura lieu au premier trimestre 2021 et qu'il sera quasiment achevé à la fin du deuxième trimestre 2021. Elle estime que les répercussions en termes d'utilisation des ressources (capacités de production, main-d'œuvre) et d'inflation seront faibles, sinon nulles.

**Japon : rester sur la voie de la reprise malgré les incertitudes liées à l'aggravation de la pandémie, aux changements politiques et aux risques divers**

Après un rebond mécanique de 21,4% en rythme annualisé au troisième trimestre, **le PIB réel devrait progresser à un rythme ralenti au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021.**

Le ralentissement sera principalement lié à la consommation privée, en raison de la levée temporaire des subventions gouvernementales au tourisme intérieur et à la restauration (levée temporaire mise en place pour contrer l'actuelle troisième vague de Covid-19 et compensée par une prolongation de la période d'application des subventions jusqu'en juin 2021). En revanche, malgré la baisse des exportations à destination des États-Unis et de l'Union européenne, le commerce extérieur continuera d'être soutenu grâce aux exportations vers la Chine.

**L'économie japonaise restera sur la voie de la reprise au cours de la seconde moitié de l'année 2021**, sous réserve d'une confirmation de l'organisation des Jeux olympiques et paralympiques à Tokyo entre juillet et septembre, comme prévu.



Source : Crédit Agricole CIB

Depuis la démission inattendue de Shinzo Abe en septembre, le nouveau Premier ministre, Yoshihide Suga, a été bien soutenu par la coalition PLD-Komeito au pouvoir, ainsi que par la population, et prépare son premier budget supplémentaire (le troisième pour l'année fiscale 2020), qui sera soumis à la Diète en janvier. Le montant de ce budget supplémentaire sera compris entre 15 et 20 trillions de yens (2,5 à 3,5% du PIB). **La politique budgétaire se substitue à la politique monétaire pour devenir le principal pilier de la politique économique.**

**L'année 2021 comporte néanmoins des risques pesants, parmi lesquels la disponibilité des vaccins, la faisabilité des Jeux olympiques et la possibilité pour le Premier ministre de dissoudre la Chambre basse** avant la fin de son mandat à la présidence du PLD, et donc de son mandat de Premier ministre, en septembre. Nous sommes réservés sur le premier point et plus optimistes sur les deux suivants ; nous retenons ainsi comme hypothèses que le vaccin ne sera pas diffusé largement en 2021, que les Jeux olympiques se dérouleront comme prévu et que Yoshihide Suga ne dissoudra pas la Chambre basse.

## Pays émergents – La dérive des continents s'intensifie

La reprise économique sera plus pénible dans les pays émergents que le chiffre de croissance prévu pour 2021 ne le suggère. La principale conséquence durable de la crise sanitaire est le creusement d'un fossé structurel entre les émergents asiatiques et les autres.

Le redressement des économies émergentes devrait se poursuivre en 2021 : les chiffres de la croissance pourront paraître impressionnants, mais ils le seront partiellement grâce à l'effet de base (avec, notamment, un deuxième trimestre particulièrement faible en 2020). Toutefois, au-delà du rattrapage, la reprise sous-jacente sera douloureuse, difficile et la crise sanitaire laissera des traces durables.

**Les pays émergents comptent sur leurs propres forces, mais aussi sur les réponses audacieuses des États-Unis et de l'Europe**

Les réponses à la crise ont été variées au sein de la sphère émergente. La plupart des pays ont eu recours à **des mesures budgétaires et à des assouplissements monétaires**, à des degrés néanmoins très divers. Sur le plan budgétaire, des pays comme l'Afrique du Sud et le Brésil verront probablement leur ratio dette sur PIB augmenter de 15 à 20 points de pourcentage, en raison de mesures proactives prises dans un contexte de récession, tandis que la hausse moyenne du ratio dette sur PIB parmi les principaux pays émergents sera plus proche de 10 points de pourcentage.

Sur le plan monétaire, la plupart des Banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs, la baisse étant moins forte en moyenne en Asie que dans la zone Europe/Moyen-Orient/Afrique ou en Amérique latine. Certaines Banques centrales ont également mis en œuvre des mesures non conventionnelles telles que des achats d'actifs. Si certains pays comme les Philippines ou la Pologne ont à cet égard été actifs, les pays émergents ont généralement été moins audacieux que les pays développés.

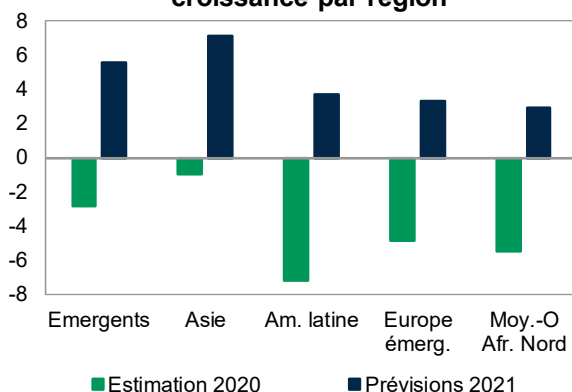
C'est en fait un point essentiel : les pays émergents ont bénéficié des mesures de relance mises en œuvre dans les pays développés. Ces dernières ont limité le recul de la demande mondiale, soutenu l'appétit pour le risque et surtout permis le maintien de conditions financières mondiales favorables. Ce point restera essentiel en 2021.

**La reprise des économies émergentes : plus douloureuse qu'il n'y paraît**

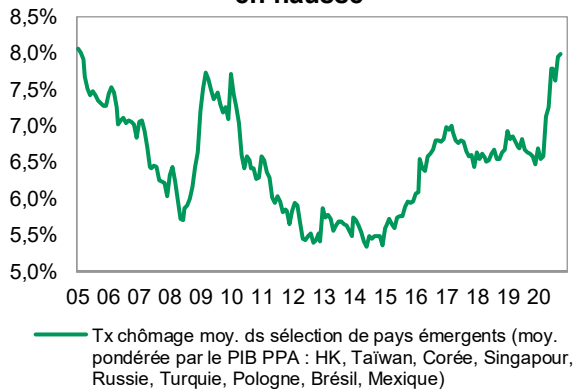
**En 2021, la crise sanitaire et les stigmates de la récession vont continuer de brider la croissance émergente.** La **crise sanitaire**, tout d'abord, pourrait continuer à peser sur la croissance des économies émergentes. Certains pays, comme la Chine et la Russie, ont déjà lancé leur campagne de vaccination. Mais, si l'on considère la sphère émergente dans sa globalité, le réalisme invite à attendre un large déploiement du vaccin au second semestre 2021 (et le quatrième trimestre plutôt que le troisième). Le risque économique dérivé de la pandémie persistera donc pendant les deux voire trois premiers trimestres de l'année 2021, en cas de nouvelle vague de contamination.

Au-delà des risques liés à la pandémie elle-même, il faut intégrer des **effets de second tour de la récession**. La demande et les PME seront touchées lorsque les mesures budgétaires proactives prendront fin. De

Émergents : prévisions de croissance par région



### Émergents : taux de chômage en hausse



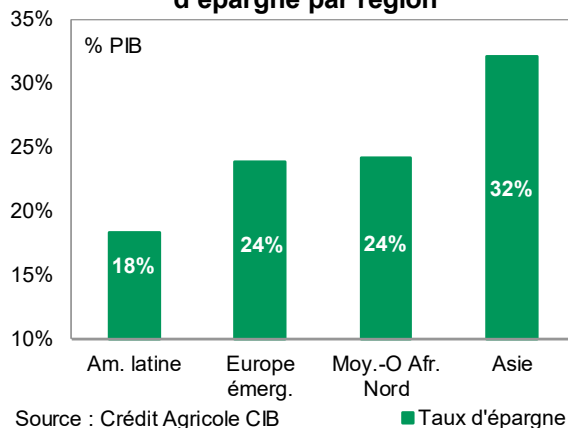
Sources : Thomson Reuters, CA CIB

plus, en moyenne, les taux de chômage ont atteint des niveaux supérieurs à ceux qui avaient suivi la crise de 2009 et ils pourraient continuer à augmenter (en fonction de l'évolution de la pandémie), freinant la reprise de la demande des ménages. Les difficultés financières des entreprises et les prêts non performants, qui se manifesteront avec un temps de retard, devraient également augmenter jusqu'en 2021, limitant la capacité des systèmes bancaires à soutenir la croissance. L'investissement sera également impacté. Il souffrira dans les pays où la détérioration du solde budgétaire public au cours des trois derniers trimestres a davantage restreint la flexibilité budgétaire (c'est notamment le cas du Brésil, de l'Afrique du Sud et de l'Inde).

Sur le plan extérieur, il est intéressant de noter que **les exportations de biens des pays émergents**, après s'être effondrées d'environ 25% en valeur au deuxième trimestre par rapport à l'année précédente, **se sont partiellement redressées** : au quatrième trimestre, elles sont revenues à un niveau proche de celui de l'année précédente. Toutefois, les exportations de services mettront beaucoup plus de temps à se redresser, notamment le tourisme et les voyages. Il en sera de même pour les rapatriements de fonds des travailleurs émigrés. La reprise rencontrera ainsi un obstacle supplémentaire dans les pays où la consommation est fortement dépendante des transferts privés.

**Après une contraction estimée à 2,8% en 2020, nous tablons sur un rebond à 5,6% du PIB de la sphère émergente en 2021**, pour toutefois se modérer ensuite, entre 4,0% et 4,5% en 2022. En termes régionaux, l'Asie continuera à surpasser les autres régions, avec une croissance de 7,1% l'an prochain (8,0% pour la Chine), suivie par l'Amérique latine, la zone Europe et la région Moyen-Orient/Afrique du Nord avec des taux de croissance de 3,7%, 3,3% et 2,9% respectivement.

### Émergents : comparaison des taux d'épargne par région



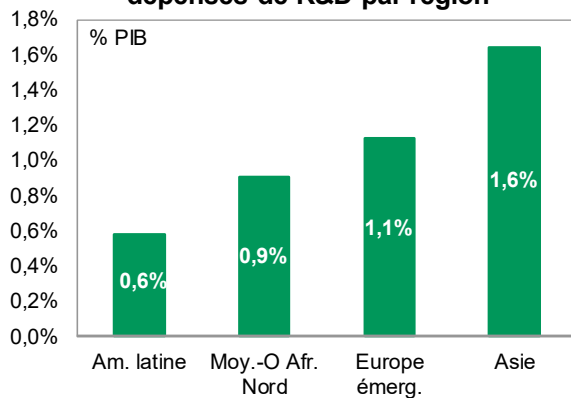
Source : Crédit Agricole CIB

### Changements structurels

Au-delà des considérations de court terme et des chiffres de croissance économique pour 2021, **la crise sanitaire laissera des traces plus prononcées et plus durables sur les marchés émergents**. La crise a mis les modèles de développement à l'épreuve et a aggravé les écarts structurels qui les séparent. Deux grands axes de différenciation se dessinent : les marges de manœuvre dont jouissent (ou non) les différents pays et la manière dont ils interagissent avec l'économie mondiale (modèles de développement « actifs » ou « passifs »).

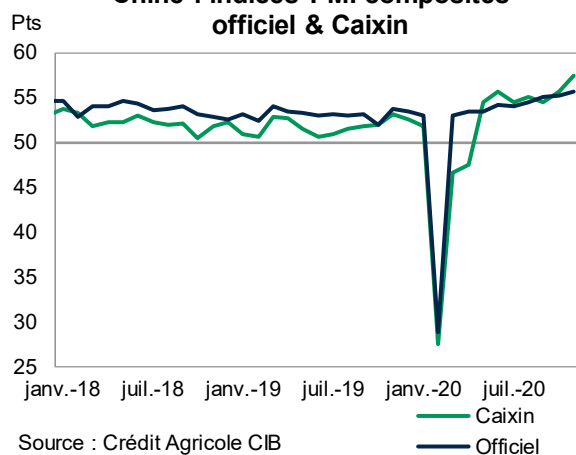
Premier axe de différenciation : **les marges de manœuvre**. Certains pays disposent d'importantes marges de manœuvre domestiques ou externes. Cela leur permet d'engager des dépenses pour lutter contre la Covid-19, sans mettre leur signature souveraine en danger ou bien de baisser leurs taux directeurs sans avoir à se soucier d'une possible perte de confiance des investisseurs ou d'une poussée d'inflation. En revanche, d'autres pays affichaient déjà un profil vulnérable avant la crise sanitaire : la crise actuelle a encore réduit leurs marges de manœuvre et les laissera dans une situation de plus grande vulnérabilité lorsque « les choses rentreront dans l'ordre » et que les investisseurs s'intéresseront à nouveau aux risques souverains et aux risques extérieurs. Parmi les plus grands marchés émergents, le Brésil, l'Inde et l'Afrique du Sud figurent parmi les pays dont la signature souveraine est fragile : leurs profils souverains se sont encore détériorés, ce qui pourrait peser durablement sur la perception qu'ont les investisseurs de leurs perspectives à long terme. Sur le plan extérieur, la Turquie se singularise : sa position extérieure s'est encore détériorée, sa liquidité extérieure s'est dégradée à tel point que la

### Émergents : comparaison des dépenses de R&D par région



Source : Crédit Agricole CIB

### Chine : indices PMI composites officiel & Caixin



Source : Crédit Agricole CIB

Banque centrale a dû relever fortement ses taux, malgré le choc créé par la pandémie.

Second axe de différenciation : **la façon d'interagir avec l'économie mondiale**. En simplifiant un peu, on peut dire que certains pays s'appuient sur des modèles de développement assez « passifs » (exploitation de matières premières, tourisme, transferts de fonds), tandis que d'autres pays s'appuient sur des modèles de développement plus « actifs » (ces derniers pays se sont davantage habitués à créer de la valeur en canalisant l'épargne intérieure vers l'investissement et l'innovation, en s'appuyant également sur l'éducation pour soutenir la productivité). Les situations sont très diverses. D'un point de vue régional, l'Asie est sans conteste la région la mieux placée pour obtenir de bons résultats dans un monde *post-Covid*. En effet, l'Asie (en excluant le sous-continent indien) bénéficie, en moyenne, d'un taux d'épargne, d'un taux d'investissement, de dépenses de recherche et développement, mais aussi de dépenses d'éducation, plus élevés que les autres régions. En revanche, l'Amérique latine, qui dispose en moyenne de marges de manœuvre plus étroites que les autres régions, pourrait être dans la situation la moins favorable.

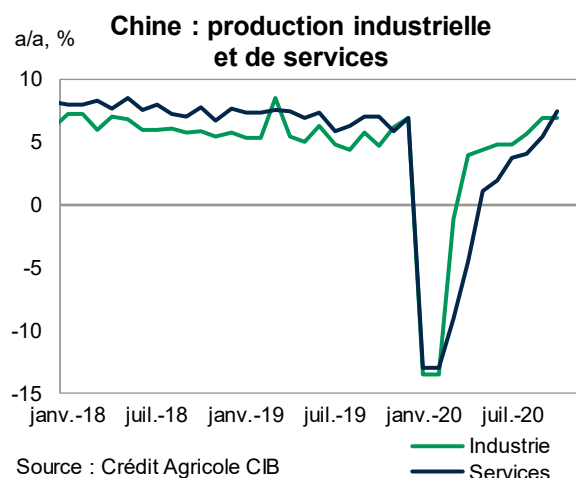
### L'Asie se distingue

À court terme, l'appétit pour le risque au niveau mondial (que les nouvelles concernant la vaccination contre la Covid-19 pourraient continuer à alimenter) pourrait masquer ces changements structurels. Toutefois, à mesure qu'une forme de « normalisation » de dessinera, les marchés devraient intégrer ces évolutions, suscitant un creusement du fossé entre l'Asie (l'Asie du Nord en particulier) et le reste des émergents.

### Chine : en avant toute !

**La Chine a surpassé presque toutes les autres économies importantes en termes de reprise *post-Covid* et de redémarrage de l'activité.** L'industrie et les services ont aujourd'hui retrouvé ou dépassé leurs niveaux d'avant la crise sanitaire. La demande, bien qu'elle soit encore légèrement en retard, continue de rattraper rapidement la production. Les perspectives restent bonnes, comme en témoigne un climat des affaires inhabituellement élevé et en hausse, sur fond de stimulation du crédit à un rythme toujours très soutenu. Si les risques liés à la pandémie, aux conditions extérieures et à l'endettement financier n'ont certes pas disparu, les perspectives semblent favorables.

**La croissance sera clairement positive en 2020, à 2,6%.** C'est un peu moins que notre prévision précédente de 3,0%, en raison de résultats légèrement inférieurs à nos attentes : cela reste un chiffre impressionnant. Notre scénario table sur une expansion de 8,0% en 2021, puis de 5,1% en 2022, en ligne avec l'objectif très ambitieux fixé par les responsables politiques de doubler le PIB à l'horizon des quinze prochaines années. Cet objectif peut être atteint : cela sera néanmoins difficile (en raison notamment de la dégradation à long terme des relations avec les États-Unis) et nécessitera une nouvelle forte augmentation de l'endettement.



**Fait inhabituel, ce niveau de croissance élevé s'accompagne d'une baisse de l'inflation** : les prix à la production et les prix de détail sont en baisse et l'évolution des prix à la consommation est susceptible de passer une demi-année en territoire négatif. Plusieurs facteurs en amont de ce phénomène : Pékin a stimulé la croissance via l'investissement, ce qui a ajouté aux surcapacités existantes ; les autorités se sont concentrées sur la relance de la production, alors que la demande était à la traîne ; enfin, les prix de plusieurs denrées alimentaires et produits de base clés sont en baisse sur un an. En conséquence, l'inflation (prix à la consommation) ne serait en moyenne que de **2,5% en 2020, de 0,6% en 2021 et de 2,2% en 2022**. Notre scénario retient cependant une normalisation de la politique monétaire et une **hausse progressive des taux directeurs** à la faveur du rebond de l'inflation prévu au milieu de 2021. Cette hausse serait de 25 points de base en 2021, puis de 25 points de base également en 2022.

**Une croissance relativement forte devrait réduire l'excédent courant qui passerait de 1,7% du PIB en 2020 à 0,6% en 2021, puis à 0% en 2022**. Toutefois, jusqu'en 2021, un excédent courant combiné à un différentiel de taux d'intérêt important et croissant (susitant une hausse des investissements nets de portefeuille) devraient conduire à une appréciation continue de la devise. Les obligations du gouvernement chinois, en particulier, sont susceptibles d'attirer une demande étrangère croissante, d'autant qu'elles devraient faire leur entrée dans l'indice WGBI et que le FMI augmentera probablement le poids du yuan chinois dans la composition des DTS en 2021. En conséquence, cela plaide en faveur d'une **nouvelle appréciation du yuan face au dollar, de 6,55 fin 2020 à 6,35 en 2021, avant que les tensions avec les États-Unis ne l'affaiblissent un peu, à 6,45 en 2022**.

### Focus – La Chine sera-t-elle la locomotive de la croissance mondiale ?

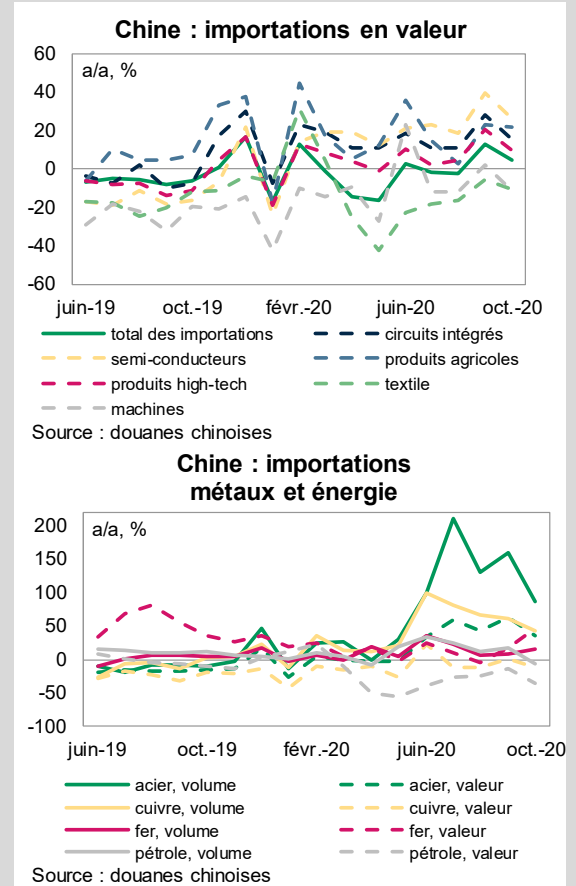
La reprise chinoise est une réalité que renforce chaque publication de données mensuelles et dont la trajectoire toujours ascendante tranche avec certaines autres régions du monde, Europe en tête. En 2009, le dynamisme d'une Chine alors en plein rattrapage (10% de croissance) avait soutenu la croissance de toute l'Asie. Dix ans plus tard, le contexte a bien changé. D'une part, le coronavirus a fait plonger l'ensemble du monde dans une crise bien plus profonde et, dans de nombreux pays, la seule reprise du commerce extérieur ne suffira pas à effacer les traces de la récession. D'autre part, la croissance chinoise a ralenti et la Chine n'a ni les moyens, ni l'envie, de tracter le reste du monde. Sa nouvelle stratégie dite de « circulation duale » l'atteste : elle vise à limiter sa dépendance vis-à-vis de l'extérieur, en particulier dans les domaines les plus stratégiques, comme les nouvelles technologies ou l'intelligence artificielle.

Consciente de ses limites, et désireuse de sécuriser ses approvisionnements en matières premières minérales, énergétiques et agricoles, la Chine vient néanmoins de signer le plus grand accord de libre-échange du monde (le RCEP) avec quatorze autres pays de la zone dont de grands alliés américains (Australie, Corée du Sud, Japon) : un accord qui couvre plus de deux milliards d'habitants et 30% du PIB mondial. Une signature que n'ont pas remise en question les fortes tensions géopolitiques actuelles, en particulier entre la Chine et l'Australie ; une signature qui envoie un double signal : pour l'Empire du Milieu, les considérations économiques priment toujours pour l'instant et ses partenaires savent qu'ils ne peuvent faire sans elle. Ces deux éléments nous donnent un aperçu de ce que pourrait devenir le commerce extérieur chinois dans les prochaines années : des importations à faible valeur ajoutée, des biens primaires ou des ressources indisponibles sur le territoire chinois.

C'est en tous cas ce que souhaitent les autorités chinoises ; la réalisation de ce dessein demandera néanmoins un effort d'investissement et un rattrapage technologique accéléré qui prendra encore du temps.

À plus court terme, l'analyse des données d'importations chinoises nous indiquent quels sont les pays et les secteurs les plus à même de tirer leur épingle du jeu dans les prochains mois. La reprise chinoise se caractérise pour l'instant par une relance *via* l'offre et la production industrielle et une consommation privée plus lente à redémarrer, sauf peut-être sur les segments de luxe qui profitent de la fermeture des frontières rendant la population « captive », le tout dans un contexte de faiblesse du prix des matières premières énergétiques et de modération globale des prix, en raison d'une demande mondiale en berne. Il n'est donc pas surprenant d'observer une hausse significative des importations de matières premières utilisées dans la production industrielle (acier, cuivre, fer), dont la baisse des prix cache la dynamique d'importation, à l'image de ce qui se passe pour le pétrole. Même dynamisme pour les produits agricoles, portés par les importations de viande – et ce alors que la crise du porc touche enfin à sa fin – et de céréales. Du côté des biens manufacturés, les produits électroniques, quelle que soit leur valeur ajoutée (du circuit intégré aux produits *high-tech*) affichent une croissance soutenue, qui montre que la réduction de la dépendance chinoise dans ce domaine n'est pas encore d'actualité. Les biens plus directement liés à la consommation privée et aux services, hors produits *high-tech* (textile et habillement, mais aussi matériel de transport) demeurent quant à eux en dessous de la trajectoire de reprise des importations totales.

Les pays producteurs de matières premières, agricoles ou minières, seraient donc toujours les mieux placés pour bénéficier de la reprise chinoise, si l'effet-prix jouait moins en leur défaveur. Les autres gagnants dans le contexte actuel sont les pays asiatiques (Corée du Sud, Thaïlande, Vietnam) producteurs de composants électroniques, ainsi que les pays européens producteurs de machines et d'équipements industriels (Allemagne). Enfin, l'accord commercial (« phase 1 ») conclu avec les États-Unis prévoyait que la Chine augmente ses importations depuis les États-Unis d'au moins 200 milliards de dollars en 2020 et 2021 pour qu'une partie des tarifs douaniers soient levés : si cet accord n'a pas encore été totalement respecté, les États-Unis ont cependant vu les achats chinois (céréales notamment) augmenter depuis l'an dernier.

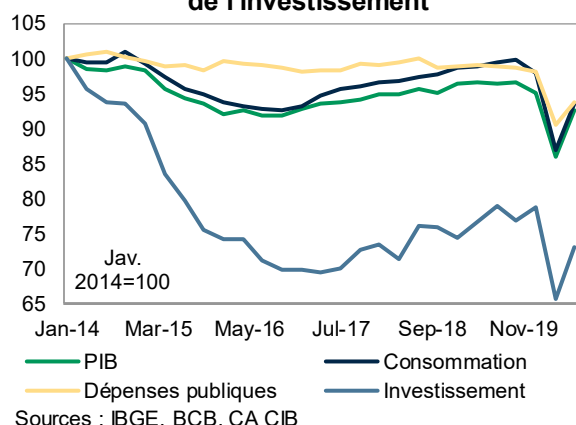


### Brésil : faibles espoirs pour 2021

La reprise économique a accéléré au cours des derniers mois de 2020, suggérant que les mesures de relance budgétaires et monétaires sans précédent mises en œuvre pour soutenir l'activité commencent à porter leurs fruits. **Le rebond de l'économie brésilienne semble être l'un des plus forts de la région.** Néanmoins, les incertitudes sur l'évolution de la pandémie sont fortes et les risques d'une deuxième vague restent élevés, malgré les progrès significatifs observés dans le monde entier en matière de vaccination. Nous restons optimistes pour 2021 et continuons à tabler sur un rebond, qui ne sera toutefois pas synonyme de croissance élevée : le Brésil va rester confronté à la faiblesse de la consommation et de l'investissement privé.

**Avec une dette publique qui devrait bondir à près de 95% du PIB en 2020, les marchés et les agences de notation continueront de surveiller les finances publiques.** Pour le gouvernement, la plus

### Brésil : pas de reprise de l'investissement



grande difficulté sera de se conformer au plafond des dépenses publiques, inscrit dans la loi, tout en maintenant les mesures de soutien à l'économie en 2021. Le budget 2021 reste une source importante d'incertitude pour les marchés et toute tentative du gouvernement de s'affranchir des règles pourrait provoquer un regain de nervosité.

**La tension politique devrait rester forte car les chambres du Congrès élisent toutes deux de nouveaux présidents.** En 2021, le plus grand défi sera de revenir sur une trajectoire budgétaire soutenable après la crise sanitaire, tout en s'attaquant de nouveau au programme de réformes. Le risque d'un glissement vers une politique plus populiste et moins orthodoxe augmente. La Banque centrale du Brésil (BCB) devrait maintenir des taux bas pendant une bonne partie de 2021 : les pressions inflationnistes récentes sont transitoires et seront probablement compensées par les surcapacités, encore élevées dans plusieurs secteurs de l'économie. Le real brésilien pourrait toutefois s'apprécier davantage, dans la mesure où il bénéficie d'un contexte favorable aux actifs risqués. Cependant, une fois achevé le rattrapage partiel de la sous-évaluation observée au plus fort de la crise, les défis structurels du Brésil devraient limiter l'attractivité des actifs brésiliens.

### Russie : attention aux risques politiques

#### Un choc de croissance moins fort qu'en 2009

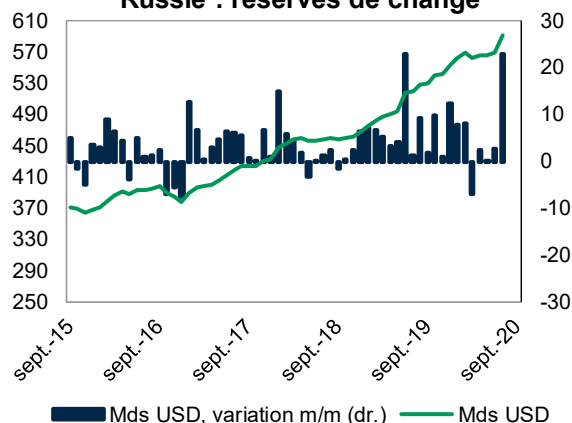
**Le bilan sanitaire n'est pas bon avec une seconde vague assez forte.** Cependant, le pouvoir exclut pour l'instant un deuxième confinement, ce qui limite l'impact de l'épidémie sur la croissance à l'automne. La baisse des ventes au détail reste contenue (-4,8% en variation annuelle sur huit mois), la hausse du taux de chômage limitée (+6,3%) et les dépenses des ménages sont soutenues par un crédit à la consommation dynamique (+14,7% sur un an en octobre). Les exportations russes ont en outre profité de la reprise de l'activité en Chine.

Au cours des prochains mois, **tout va dépendre du prix de l'énergie.** Rappelons cependant que le *break even* budgétaire russe (le prix de l'énergie qui équilibre le budget) est plus bas que celui de la plupart des pays pétroliers du Golfe et que le taux de change flexible russe peut absorber une partie des chocs externes. Si, avec une chute du PIB de 3,6% sur dix mois, **le choc Covid est moins violent que la crise de 2009 dans ses effets immédiats, son impact sera assez sensible à moyen terme, notamment en matière politique et sociale.**

#### Prudence budgétaire et monétaire

**Face au choc de croissance, des marges de manœuvre existent encore en termes monétaires et budgétaires, contrairement à de nombreux pays.** La Banque centrale est très prudente mais une nouvelle baisse de taux est possible, si nécessaire, pour soutenir la croissance. La hausse des prix reste, en effet, dans les objectifs de l'institution et les anticipations d'inflation sont contenues. En matière budgétaire, les Russes ont également été plutôt conservateurs tout au long de la crise. Les mesures de reports de taxes vont être supprimées rapidement et des baisses de dépenses budgétaires sont prévues dès 2021, afin de ramener le déficit à -2,4% en 2021, contre -4,4% prévu cette année. La crise reporte ainsi le grand programme d'investissements publics destinés à soutenir la croissance à moyen terme.

### Russie : réserves de change



Or, la croissance à moyen terme semble surestimée dans les hypothèses officielles de PIB, sans prendre en compte les effets structurels des coupes d'investissements publics sur la croissance potentielle : le taux d'investissement sur PIB va à nouveau diminuer à 18,6% en 2021. Ce recul du taux d'investissement constituera l'un des principaux problèmes de la Russie dans les années à venir.

### Profil souverain préservé, mais risques politiques

Le profil souverain n'a guère été entamé par la crise : les indicateurs de solvabilité, avec une dette publique contenue, et les indicateurs de liquidité, avec des réserves toujours sur des niveaux élevés, sont bons. Mais le rouble reste fragile, parce qu'il exprime le risque géopolitique et les incertitudes sur le cours du pétrole.

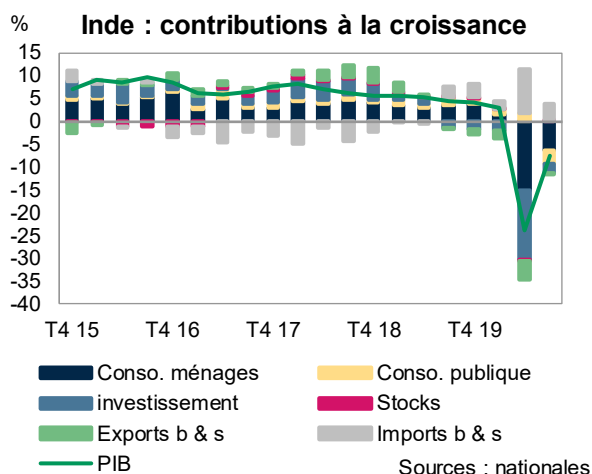
Les principaux risques sont certainement politiques et géopolitiques. En externe, impact des sanctions et déstabilisation progressive de la périphérie russe (Biélorus, Karabakh, Kirghizstan, etc.). L'impact des élections américaines en termes de sanctions peut être important : les démocrates ont toujours été les fers de lance de cette stratégie au cours des dernières années. En interne, évident problème de fatigue du pouvoir : la question latente de la succession de V. Poutine et le mécontentement grandissant d'une classe moyenne pour laquelle la Covid est un choc après beaucoup d'autres (sanctions après la crise de Crimée, crise énergétique de 2015...).

### Inde : accélérer la reprise pour effacer au plus vite les séquelles de la crise

Durement frappée par la crise de la Covid-19, l'Inde terminera l'année 2020 avec une récession historique, une contraction du PIB que nous estimons à 7,7%. Après un deuxième trimestre au cours duquel l'activité s'était effondrée, avec un recul du PIB de -23,9%, la reprise s'est engagée au troisième trimestre. La croissance continue de se contracter en glissement annuel (-7,5%), mais a progressé en termes trimestriels (+23,2%). Tout l'enjeu est maintenant de l'accompagner et de la pérenniser, afin de gommer au plus vite les effets de la crise.

Cette mission s'annonce ardue car la récession a causé certains dommages irréversibles à l'économie, notamment sur le marché du travail, déjà largement précaire et informel. L'Inde ressort aussi de la crise avec des finances publiques encore plus dégradées (dette estimée à 90% du PIB, déficit supérieur à 10% du PIB), non tant en raison de la hausse des dépenses, que de la chute des recettes et des marges de manœuvre très réduites au niveau monétaire. Contrairement à la plupart des autres pays émergents et malgré la forte contraction de la demande interne, l'Inde doit gérer une inflation largement supérieure à sa cible, qui devrait atteindre 6,7% cette année.

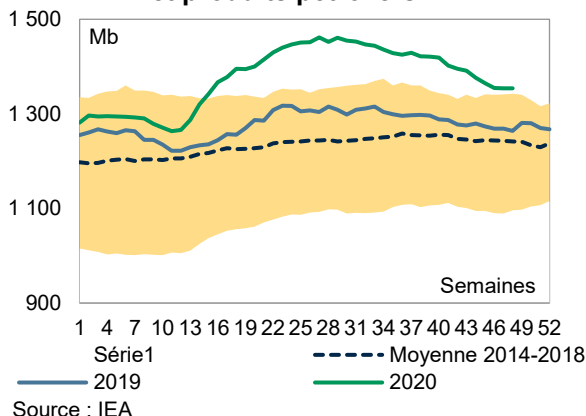
En 2021, la croissance devrait rebondir à 7,9%, portée par la consommation et le commerce extérieur, fait inhabituel pour ce pays en outre familier des déficits commerciaux. L'Inde pourrait ainsi continuer à profiter de la faiblesse du prix du pétrole, tout en s'imposant comme le premier producteur de vaccins contre le coronavirus, qu'elle exportera massivement.



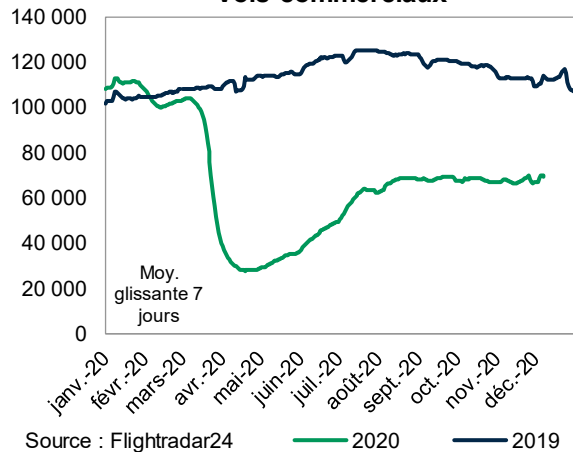
## Pétrole – On ne change rien

Malgré les campagnes de vaccination à partir de 2021, la demande de produits pétroliers dans les pays de l'OCDE resterait inférieure à celle qui prévalait avant la pandémie. Grâce à la croissance retrouvée de la demande asiatique en pétrole, la demande mondiale retrouverait ses niveaux de fin 2019 à la mi-2022. Malgré les risques d'éclosion de l'OPEP+ et une possible nouvelle guerre des prix, le scénario reste basé sur une régulation de l'offre par l'OPEP+, permettant ainsi à la production américaine de se stabiliser autour des niveaux actuels. Ces hypothèses permettront une remontée progressive des cours du pétrole.

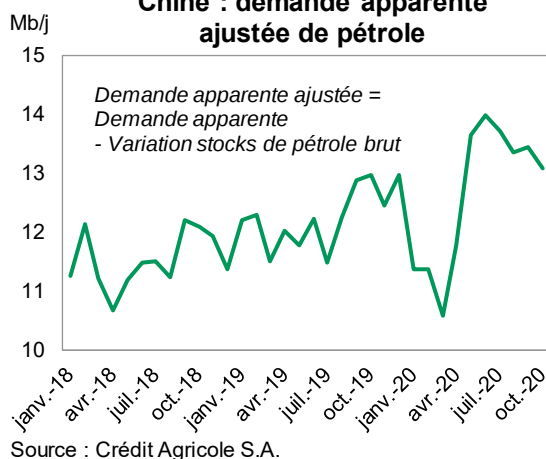
Etats-Unis : stocks de pétrole et produits pétroliers



Vols commerciaux



Chine : demande apparente ajustée de pétrole



Malgré une baisse des stocks notamment aux États-Unis, **le marché pétrolier, reste fragile et exposé aux risques économiques de la Covid-19 et à d'éventuels risques géopolitiques**, consécutifs à un possible changement de la politique américaine au Moyen-Orient. Cette fragilité du marché et la difficulté d'appréhender la reprise de la consommation avec l'arrivée des premiers vaccins ont certainement été au cœur des discussions de l'OPEP+ début décembre. Tirillée entre les producteurs convaincus de la reprise de la demande et l'Arabie saoudite plus réservée sur cette vigueur, l'OPEP+ a mis plusieurs jours à trouver un compromis sur de nouveaux quotas.

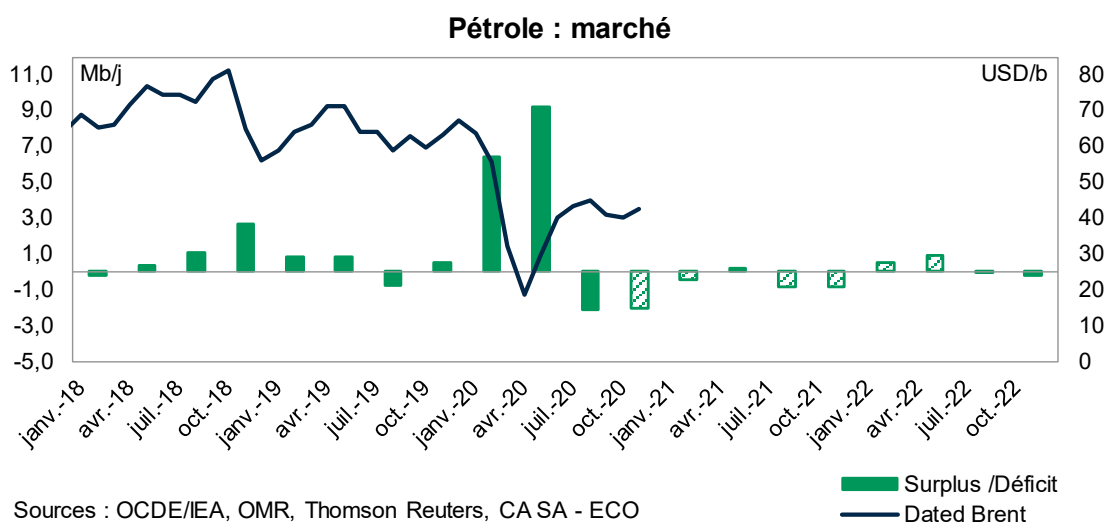
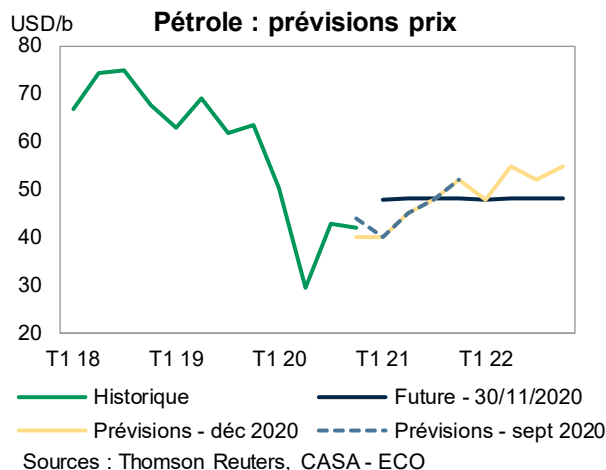
**Plusieurs indices pointent vers un rebond de la consommation de pétrole, soutenu par la reprise de l'économie mondiale et des échanges commerciaux.** La demande en pétrole de la Chine, son trafic aérien domestique ont retrouvé leurs niveaux de fin 2019, tout comme la consommation de diesel aux États-Unis. Les vaccinations de masse suscitent de grandes espérances quant à une fin des politiques de confinement et à leurs conséquences sur la demande de pétrole.

**D'autres indices, comme la consommation d'essence ou de kerojet, toujours confinés sous leurs niveaux d'avant la pandémie, incitent malheureusement à la prudence.** Les raffineries américaines produisent bien en dessous de leur capacité et, dans ce contexte morose, Shell vient d'annoncer la fermeture de sa raffinerie Convent (211 000 barils par jour), l'une des plus importantes raffineries de Louisiane. Par rapport à 2019, la moitié de la baisse de la demande en produits pétroliers est due à la forte chute du trafic aérien de passagers et notamment des vols internationaux. Si les vols domestiques chinois ont repris à la même fréquence qu'en 2019, les vols internationaux à destination ou en provenance de la Chine n'ont guère augmenté depuis avril 2020. Il n'est pas sûr que ces vols reprendront aux rythmes historiques, avant que l'ensemble de la population ne soit vaccinée.

**Les réductions de production de l'OPEP+ devraient encore assurer l'équilibre du marché pétrolier.** Si l'OPEP+ a respecté jusqu'à présent les engagements de réduction, grâce notamment à ses membres les plus importants et influents, l'entente et la cohésion du groupe présentent aujourd'hui quelques fissures. Certains producteurs comme l'Irak, la Russie ou même les Émirats Arabes Unis, pourtant alliés de l'Arabie saoudite, pourraient être tentés de dépasser leurs quotas de production. L'Arabie saoudite décidera-t-elle alors d'ouvrir les vannes en grand, comme elle l'a souvent fait par le passé en guise de représailles et d'avertissement aux producteurs qui ne respectent pas son ordre ? Préfèrera-t-elle dans un premier temps s'abstenir et attendre la direction de la nouvelle diplomatie américaine au Moyen-Orient ? Si les États-Unis cherchaient à réintégrer l'accord sur le nucléaire iranien, permettant un retour rapide du pétrole iranien sur le marché, il serait alors très probable que l'Arabie saoudite et la Russie augmentent leur production, afin de préserver leurs parts de marché au détriment des prix et des producteurs américains. Entre 40 et 50 dollars

par baril, la production américaine est parvenue à se stabiliser autour de 16 millions de barils par jour, grâce à la résilience de la production du bassin Permien au Texas. Une chute des cours sous les 40, voire les 30, dollars par baril serait un choc pour les producteurs américains, même pour les plus solides.

**Notre scénario est donc basé sur une double hypothèse : absence de guerre des prix entre les grands producteurs et production iranienne toujours bridée par les sanctions américaines**, malgré quelques possibles dérogations octroyées par la future administration. Le président élu Joe Biden ne disposera certainement pas d'une majorité suffisamment confortable au Congrès avant les élections de mi-mandat en novembre 2022 pour soumettre la fin des sanctions contre l'Iran. De plus, toute guerre des prix avant 2022 compromettrait les chances démocrates de remporter des sièges de sénateurs supplémentaires dans les États producteurs de pétrole. La production de l'OPEP+ devrait rester relativement respectueuse des quotas, malgré une détérioration par rapport à 2020. La demande de pétrole, poussée par l'Asie, retrouverait les niveaux de fin 2019 à partir de la mi-2022. **En 2022, la demande de pétrole des pays de l'OCDE resterait toujours inférieure à celle de 2019. Nos prévisions tablent sur un prix du pétrole de 46 dollars en 2021 et 53 dollars par baril en 2022.** Ces prix permettraient à la production de pétrole américaine de rester stable légèrement au-dessus de 16 millions de barils par jour.



## Politique monétaire – L'accommodation à son maximum

En réponse à la crise, les digues monétaires ont cédé. Si certains totems peuvent encore tomber (l'hypothèse de taux négatifs au Royaume-Uni ne peut être exclue), il semble que l'exercice d'assouplissement ait atteint un terme et qu'il faille compter sur des améliorations des dispositifs existants. Si ceux-ci semblent calibrés pour accompagner la sortie de crise, ils devront être suppléés par la politique budgétaire pour consolider la reprise.

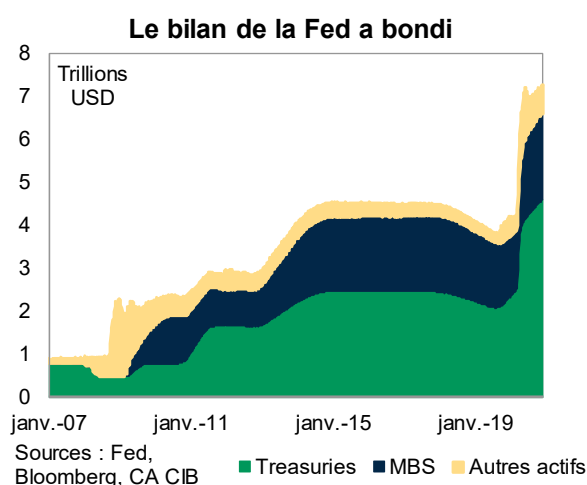
### Réserve fédérale : pas de remontée des taux avant plusieurs années

Suite à une réponse agressive, délivrée sur plusieurs fronts au début de la crise sanitaire (abaissement des taux directeurs à zéro, annonce d'achats d'actifs sans limitation de durée et mise en place de facilités de prêt pour soutenir différents secteurs d'activité), la Fed a clairement indiqué qu'elle maintiendrait une position accommodante et ses taux directeurs à zéro pendant une période prolongée. Cette position a été confirmée dans les dernières communications de la Fed, dont son *dot-plot*, dans lequel la projection médiane indique des taux inchangés jusqu'en 2023 au moins.

Cette position accommodante a également été renforcée par l'adoption d'un ciblage de l'inflation moyenne qui permettra, explicitement, un dépassement de l'objectif d'inflation après des périodes au cours desquelles l'inflation aurait été constamment inférieure à 2% ; cela a été détaillé à l'occasion du FOMC de septembre. Combinée à une approche asymétrique de l'objectif de plein emploi, l'adoption d'un ciblage de l'inflation moyenne rend encore plus improbable une hausse des taux de la Fed : plusieurs années s'écouleront avant que la Fed ne soit prête à relever ses taux directeurs.

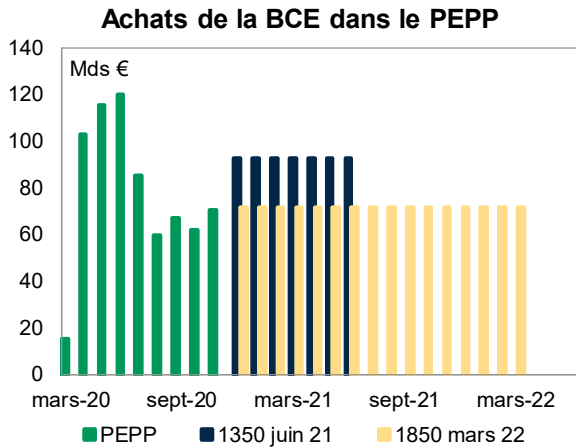
À l'issue de sa réunion de décembre, la Fed n'a apporté aucun changement aux paramètres de son *Quantitative Easing*. Elle a néanmoins signalé que les achats d'actifs se poursuivraient au rythme mensuel de 80 milliards de dollars de bons du Trésor et 40 milliards de dollars de *Mortgage-Backed Securities* « jusqu'à ce que de nouveaux progrès substantiels aient été réalisés » en direction des objectifs de son double mandat. Le président Powell a clairement indiqué que la Fed ne spécifierait pas de marqueurs des « progrès substantiels » (une approche flexible) et ajouté qu'elle enverrait un signal bien avant de réduire ses achats d'actifs.

Tout en restant à l'aise avec le dispositif actuel, la Fed est prête à agir davantage (plus d'achats d'obligations et/ou une extension de maturité) si nécessaire. Compte tenu de notre scénario (l'hiver s'annonce difficile), elle pourrait d'abord opter pour un allongement de la maturité maximale de ses achats de *Treasuries*. Elle pourrait néanmoins envisager ensuite de renforcer son QE si la politique budgétaire n'est pas suffisamment favorable ou si les conditions monétaires ou financières se resserrent sans justification (rendements ou spreads plus élevés).



## Banque centrale européenne : 2021 sur des rails

**Le recalibrage opéré par la BCE lors de son meeting de décembre 2020 devrait structurer la politique monétaire tout au long de l'année 2021 et probablement au-delà.**

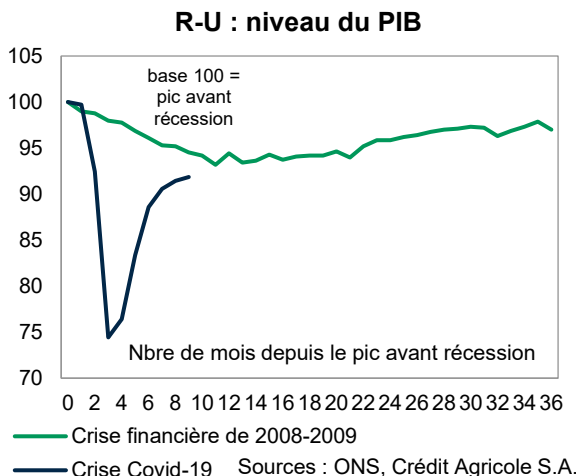


Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

L'expansion du PEPP de 500 milliards d'euros ainsi que son extension jusqu'à mars 2022 offrent une marge de manœuvre suffisante pour que la BCE maintienne des conditions de financement très favorables tout au long de l'année prochaine. La BCE devra probablement étendre encore son programme et augmenter l'enveloppe à l'avenir, mais elle pourra se permettre d'attendre jusqu'à fin 2021 avant de communiquer à cet égard.

Le changement des modalités des TLTRO (extension de la période de taux très favorable jusqu'à juin 2022) devrait encourager les banques à maintenir des conditions de crédit très favorables au cours des prochains dix-huit mois et à continuer d'accumuler du collatéral, afin de maximiser les liquidités obtenues de ces opérations.

Dans l'ensemble, à la suite de ces décisions, **la BCE devrait ne pas modifier davantage sa politique monétaire en 2021**. La flexibilité dans le PEPP lui permet de conserver certaines marges de manœuvre pour déterminer finement les conditions monétaires adéquates. En parallèle, il semble de plus en plus évident que **la politique fiscale se doit de compléter cette politique monétaire accommodante, afin de favoriser une reprise plus rapide et alléger le fardeau de la BCE**.



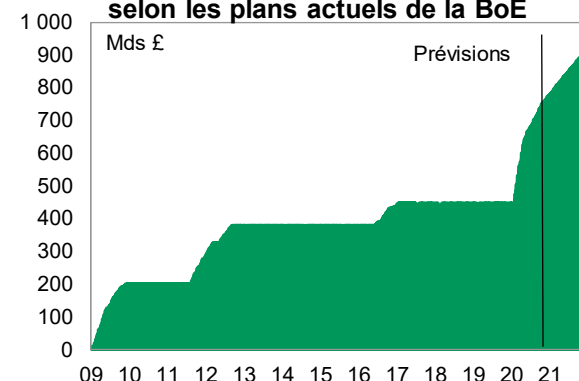
**Banque d'Angleterre : un passage du taux directeur en territoire négatif n'est pas écarté l'année prochaine**

**Des mesures de relance supplémentaires vont probablement être nécessaires.** Les défis posés par la crise sanitaire et par le *Brexit* devraient continuer de nécessiter davantage de mesures de relance monétaire et budgétaire au cours des prochains trimestres. Notre scénario table sur des progrès de la vaccination contre la Covid permettant une réduction des restrictions sociales et ouvrant la voie à une reprise plus soutenue, mais seulement au second semestre 2021. Le pire reste donc à venir à court terme en termes de conséquences de la pandémie sur l'économie, en particulier sur le marché du travail, et en termes d'impact du *Brexit*.

**Nous tablons sur un nouvel assouplissement de la politique monétaire au cours du premier semestre 2021.** L'assouplissement consisterait en une baisse des taux à 0% au deuxième trimestre et une augmentation de 50 milliards de livres de l'objectif d'achats d'actifs. Le contexte économique serait caractérisé par un taux de chômage élevé (qui culminerait à 7,5% au deuxième trimestre), par l'expiration des mesures de soutien du gouvernement (le programme d'aide au maintien de l'emploi devrait s'arrêter fin mars) et par la poursuite de l'adaptation des entreprises à l'environnement *post-Brexit*.

**Deux éléments, au moins, risquent toutefois de compliquer la prise de décision : les perspectives d'inflation à court terme et le choix de l'instrument monétaire le plus approprié.** La Banque d'Angleterre (BoE) s'attend, comme nous, à une forte reprise de l'inflation (prix à la consommation) l'année prochaine (avec un retour anticipé vers la cible de 2% au quatrième trimestre 2021), à mesure que les facteurs temporaires qui ont pesé sur l'inflation en 2020 se

**R-U : les achats de titres vont atteindre 895 Mds £ fin 2021 selon les plans actuels de la BoE**

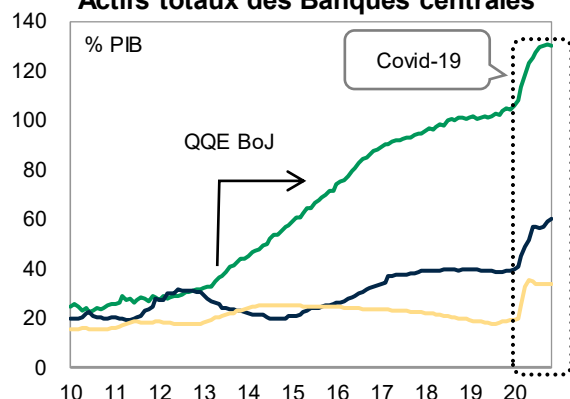


Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

dissiperont. Les prix de l'énergie augmenteront et le taux de TVA de 20% sera rétabli dans le secteur de l'hôtellerie au deuxième trimestre. Le taux de chômage d'équilibre devrait augmenter, en raison de l'inadéquation des compétences des personnes licenciées avec les besoins de l'économie : cela devrait se traduire par des pressions baissières sur les prix moins importantes que les chiffres officiels du chômage ne le suggèrent. Cette configuration accentue les divergences de vues – déjà prononcées – au sein de la BoE. Une majorité de membres devrait néanmoins probablement estimer que, compte tenu du niveau élevé du chômage, de nouvelles mesures de politique monétaire sont nécessaires pour garantir le maintien de l'inflation à un niveau proche de l'objectif à moyen terme.

**Les questions sur la marge de manœuvre existante concernant le QE (programme d'assouplissement quantitatif) et sur les conditions de l'efficacité des achats d'actifs ont remis d'actualité la piste d'une baisse des taux directeurs, si un soutien supplémentaire se révèle nécessaire. Les taux d'intérêt négatifs font désormais partie de la boîte à outils de la Banque d'Angleterre.** Toutefois, compte tenu des consultations en cours avec le secteur bancaire, la BoE a jusqu'à présent estimé que le moment n'était pas encore opportun et qu'un passage à un taux directeur négatif prendrait probablement des mois. L'assouplissement quantitatif est devenu l'outil marginal. En novembre, la BoE a augmenté son objectif d'achats d'actifs de 150 milliards de livres, en plus des 300 milliards annoncés plus tôt cette année, portant son stock cible d'obligations de Trésor à 875 milliards de livres. Avec ses achats d'obligations d'entreprises, il est prévu que le stock d'actifs détenus par la BoE atteigne 895 milliards de livres à la fin de 2021. Sur la base des plans actuels et des prévisions publiées en novembre par l'OBR (*Office for Budget Responsibility*) sur la valeur nominale des obligations de Trésor en circulation, d'ici au début de l'année 2022, la BoE devrait détenir près de 60% des obligations d'État classiques disponibles sur le marché, à comparer à la limite de 70% que la BoE s'est elle-même fixée. Outre la question de la marge de manœuvre, certains membres du Comité de politique monétaire (le gouverneur Andrew Bailey, Michael Saunders) ont commencé s'exprimer sur les conditions d'efficacité des achats d'actifs. Ainsi, Michael Saunders considère qu'actuellement une nouvelle augmentation des achats d'actifs ne serait probablement pas efficace « à moins qu'elle ne s'accompagne d'une baisse du taux directeur (ou d'une indication qu'une telle baisse est probable) ».

**Actifs totaux des Banques centrales**



Notes:

1. Actifs totaux en fin de mois
2. L'Eurosystème est composé de la BCE et des Banques centrales nationales de la zone euro
3. Le PIB nominal mensuel est tiré des PIB trimestriels auxquels on a appliqué un filtre HP

— BoJ — Eurosystem — FRS

Sources : BoJ, BCE, Fed, CA CIB

**Banque du Japon : laisser intacts la politique de contrôle de la courbe des taux et les achats d'actifs, tandis que la politique budgétaire devient centrale**

Alors que le Premier ministre précédent, Shinzo Abe, évoquait souvent l'objectif d'inflation de 2%, son successeur, Yoshihide Suga, n'en a que peu parlé depuis son entrée en fonction, en septembre dernier. Contrairement au gouvernement précédent, le nouveau gouvernement n'exercera que peu de pressions sur la Banque du Japon (BoJ), voire aucune.

En 2020, le bilan de la BoJ a augmenté rapidement via le renforcement des achats de titres souverains (JGB) à court terme, afin d'éviter un aplatissement de la courbe, et l'augmentation des prêts liés à la pandémie. La BoJ poursuivra, à la fois, sa politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) et ses achats de fonds indexés sur actions (ETFs) et de fonds investis en immobilier (J-REITs).

Un scénario que nous maintenons même si le dollar se déprécie à ou sous 100 yens. Seul un maintien prolongé du dollar sous ce seuil pourrait convaincre la BoJ de l'existence d'un impact déflationniste sur l'économie et l'inciter à changer de stratégie. Les membres du conseil de la BoJ sont, en effet, de plus en plus conscients qu'une baisse des taux dans le cadre du YCC pourrait engendrer davantage d'effets secondaires négatifs que positifs.

À cet égard, en novembre, la BoJ a appliqué un taux positif (0,10%) et non négatif, aux réserves excédentaires des institutions financières régionales qui s'engagent en faveur du développement des économies régionales et renforcent leur présence (par elles-mêmes, par le biais de fusions-acquisitions ou par davantage d'intégration). Cette mesure tient davantage de la politique prudentielle que de la politique monétaire. Elle suggère cependant que la BoJ est désormais consciente que les taux négatifs ont contribué à affaiblir les institutions financières et, par conséquent, les canaux de transmission de la politique monétaire.

La question à laquelle la BoJ sera confrontée en 2021 est celle de la soutenabilité et de la flexibilité de sa politique monétaire, en particulier du contrôle de la courbe des taux. La politique budgétaire étant devenue le principal pilier de la politique économique japonaise, on attend de la BoJ qu'elle acte comme un « stabilisateur intégré » des taux longs par le biais du contrôle de la courbe des taux, tandis que la politique budgétaire joue un rôle plus direct dans la réduction de l'écart de production.

## Taux d'intérêt – Sous cloche

Reprise lente, probablement chaotique, incertitudes multiples et assouplissements monétaires : un tel environnement est évidemment propice au maintien de taux extrêmement faibles. Il faudra attendre qu'enfin se matérialisent les nouvelles favorables tant en termes sanitaires qu'économiques pour que se dessine une amorce de redressement, limitée par l'absence d'inflation et les excès de capacité.

### États-Unis : le potentiel de hausse des taux est limité

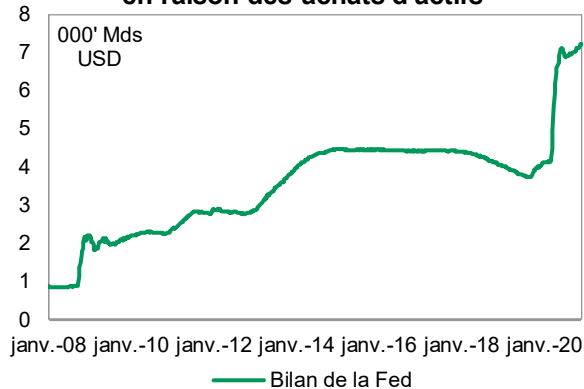
**Notre scénario table sur une remontée seulement légère des taux de marché en 2021.** L'arrivée de vaccins constitue certes une bonne nouvelle pour la croissance ; le plan de relance économique encore en suspens (le dernier plan de relance bipartisan de 908 milliards de dollars a obtenu le soutien des dirigeants démocrates, mais le calendrier de son adoption reste incertain) et la recrudescence des cas de coronavirus devraient néanmoins limiter la reprise et la remontée des taux en 2021, en particulier au premier trimestre.

Notre scénario retient, en effet, un ralentissement marqué de la croissance, de 3,0% au quatrième trimestre 2020 à 0,7% au premier trimestre 2021, en raison de l'augmentation des cas de coronavirus, de la faiblesse de la consommation et de la distribution lente des vaccins. Les taux évolueraient ainsi dans une fourchette relativement étroite à court terme avant d'emprunter, une fois annoncées de meilleures (voire bonnes) nouvelles concernant le plan de relance et la vaccination, une tendance à la hausse modeste suscitant une pentification de la courbe.

**À la vue du dot plot, la Fed maintiendra le statu quo jusque fin 2023, suscitant ainsi une remontée des taux plus prononcée sur la partie longue de la courbe, avec un taux dix ans à 1,25% fin 2021.** La Fed devrait, en effet, rester durablement accommodante et bientôt donner davantage d'indications sur ses achats d'actifs. Plus les taux longs seront élevés et la courbe des taux pentue, plus la Fed sera susceptible de décider d'allonger la durée de ses achats. Certaines évolutions pourraient donc être envisagées, telles que l'allongement de la durée ou l'augmentation de la taille des achats : les responsables de la Fed ne sont cependant peut-être pas encore prêts à changer leur politique d'achats d'actifs. **La Fed est consciente que l'allongement de la durée des achats d'actifs permet de faire baisser les taux longs ; mais l'impact positif d'une telle mesure sur la reprise est incertain, tant les taux sont déjà bas au regard de leurs valeurs historiques.**

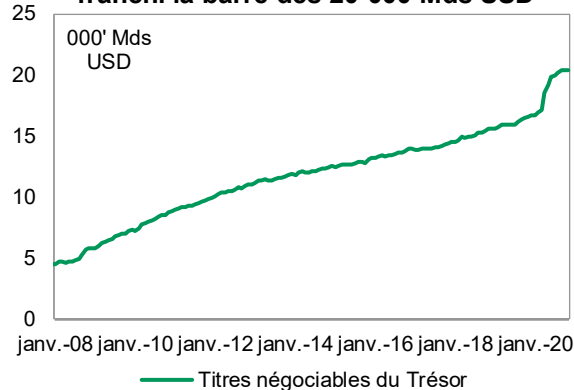
L'offre de *Treasuries* en 2021 sera déterminée par la réponse du gouvernement fédéral à la crise sanitaire et donc, notamment, par le nouveau plan de relance. L'essentiel de l'augmentation des émissions a déjà eu lieu en 2020. Le Trésor va probablement endiguer la hausse ou stabiliser les émissions de titres nominaux début 2021, tout en augmentant légèrement les émissions de titres indexés sur l'inflation sur toutes les maturités. Nous prévoyons que les émissions brutes de titres à plus d'un an totalisent environ 4,6 milliards de dollars en 2021.

**Le bilan de la Fed explose en raison des achats d'actifs**



Sources : Bloomberg, CA CIB

**La dette négociable du Trésor a franchi la barre des 20 000 Mds USD**

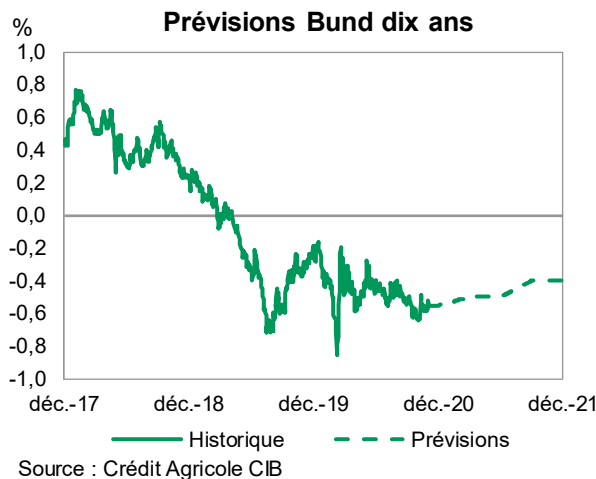


Sources : Bloomberg, CA CIB

## Zone euro : une hausse des rendements au ralenti

Une plus grande visibilité, des rendements légèrement plus élevés... mais une inflation minimale

L'installation de la pandémie dans la durée a entraîné un manque de visibilité économique, maintenant les taux de marché de la zone euro à des niveaux très bas. L'espoir de voir arriver prochainement des vaccins efficaces a augmenté au cours des dernières semaines, mais cette nouvelle a priori positive n'a pas suffi à provoquer une forte remontée des rendements *core* de la zone euro. Cela peut s'expliquer par les incertitudes qui continuent de peser sur la force de la reprise, compte tenu des dégâts sans précédent que la crise sanitaire a infligés à l'économie de la zone euro.



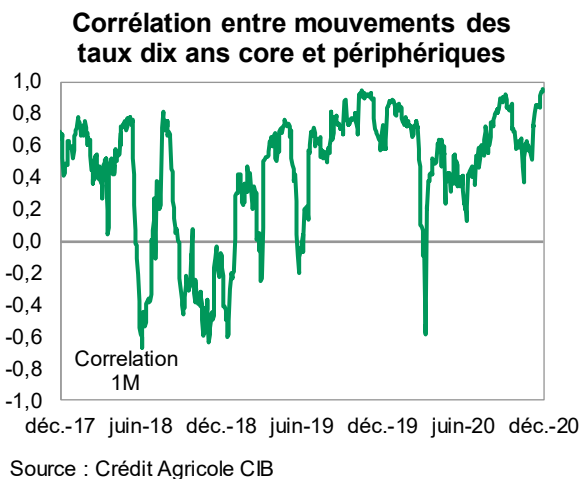
Le lancement de la vaccination au cours des prochains mois, associé à un système efficace de test et de traçage, permet d'espérer une reprise selon un calendrier relativement prévisible. L'endiguement du virus, lorsqu'il semblera acquis, devrait se traduire par une remontée des rendements des titres souverains *core* ; les mouvements à la hausse seront probablement très lents, en raison de l'absence persistante de pressions inflationnistes et d'une dynamique offre/demande favorable, compte tenu notamment des achats d'actifs de la BCE l'année prochaine. Nous prévoyons ainsi que le taux du Bund dix ans n'augmente que légèrement, à -0,40% environ fin 2021.

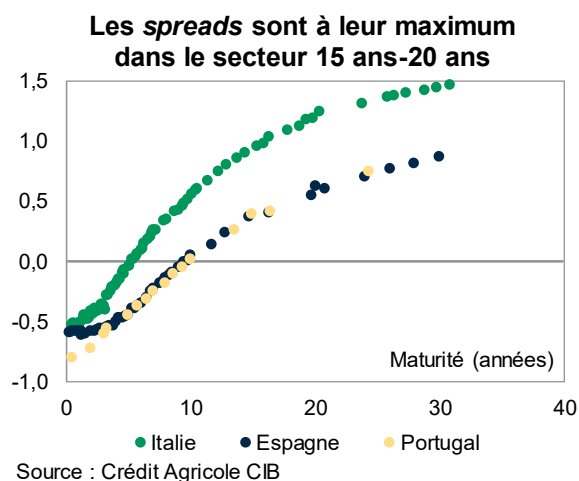
## Les achats de la BCE vont compenser l'offre nette

En 2021, l'offre brute d'obligations des onze plus grands émetteurs souverains de la zone euro sera probablement inférieure à celle de 2020. Mais le volume d'émission restera proche de 100 milliards d'euros par mois, un montant historiquement élevé comparé aux volumes pré-pandémie (à titre d'exemple, la moyenne avait été d'environ 70 milliards d'euros par mois en 2019). En tenant compte des remboursements, l'offre nette de titres souverains de la zone euro devrait rester élevée, à environ 500 milliards d'euros l'année prochaine, mais elle sera entièrement absorbée par les achats d'actifs de la BCE qui pourraient se situer entre 650 et 700 milliards d'euros au total sur la même période.

## La solidarité du marché des titres souverains de la zone euro restera intacte

L'abondance de liquidité fournie par la BCE (notamment celle issue du programme d'achat d'urgence pandémique, qui est à la fois flexible et d'une taille imposante) et l'accord sur le Fonds européen de relance ont permis une baisse de la volatilité du marché et un resserrement des *spreads* inter-émetteurs. En outre, une certaine solidarité est perceptible sur le marché des titres souverains entre émetteurs *core* et émetteurs périphériques : la corrélation sur un mois entre les variations quotidiennes des taux dix ans des différents émetteurs est, en effet, à son plus haut niveau depuis le début de la pandémie. L'engagement des autorités de continuer leurs actions de soutien en 2021 et en 2022, avec notamment des transferts budgétaires entre pays de la zone euro via le Fonds européen de relance, devrait permettre le maintien de cette solidarité.





### La chasse au rendement

Malgré de probables fluctuations de l'appétit pour le risque au cours des prochains trimestres, **l'ampleur du soutien politique et la meilleure visibilité économique devraient être les deux principaux facteurs qui guideront le marché des obligations souveraines de la zone euro l'an prochain**. L'environnement de rendements faibles devrait inciter les investisseurs à rechercher des rendements plus attractifs, en optant pour des durations et/ou des expositions de crédit plus élevées.

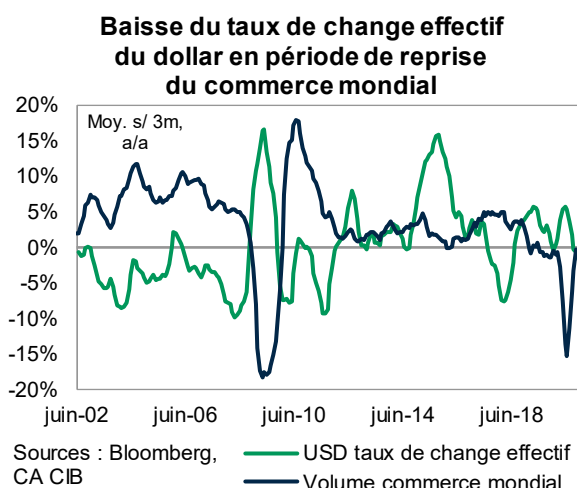
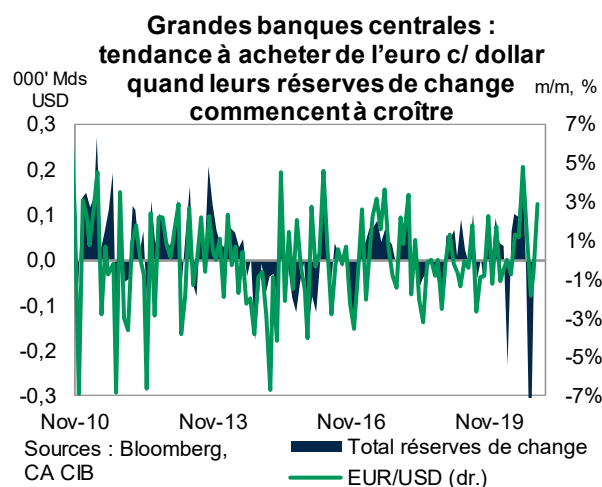
Il est intéressant d'allonger la durée vers la zone quinze ans-trente ans d'émetteurs comme la France, l'Italie ou l'Espagne. De plus, le risque de baisse des notes de crédit a diminué grâce aux mesures de soutien. Cela devrait profiter aux titres italiens, qui continuent d'afficher un surcroît de rendement important par rapport à leurs homologues les plus proches, en particulier sur la partie longue de la courbe : le *spread* Bund-BTP à dix ans pourrait se resserrer à environ 100 points de base d'ici la fin de l'année prochaine.

## Taux de change – Légères pressions sur le dollar

En ligne avec un scénario de reprise même timide et vraisemblablement chaotique, le dollar, contra-cyclique par excellence, pourrait se déprécier au profit de devises pro-cycliques, comme l'euro, ou portées par l'appétit pour le risque. La dépréciation serait toutefois limitée par la probable résurgence des tensions sino-américaines pesant, en particulier, sur les devises asiatiques.

### Perspectives 2021 : acheter la reprise cyclique et vendre le dollar

**Le dollar reste la devise contra-cyclique par excellence** : il devrait rester sous pression en 2021 sous l'effet de la reprise de l'économie mondiale, des échanges mondiaux et des ventes de billets verts par les entreprises et les Banques centrales au profit de devises pro-cycliques comme l'euro. La présidence Biden et un Congrès américain divisé pourraient se traduire par un protectionnisme commercial moins prononcé et des mesures de relance budgétaire moins agressives. Cela continuerait à peser sur le dollar face aux devises pro-cycliques et aux devises corrélées à l'appétit pour le risque. Une éventuelle « vague bleue » (démocrate) à l'occasion du second tour des élections sénatoriales dans l'État de Géorgie en janvier se traduirait par une pentification de la courbe des *Treasuries* et soutiendrait le dollar face au yen et au franc suisse. En outre, les risques baissiers sur la croissance américaine (liés en partie à l'insuffisance des mesures de relance budgétaire) et la politique accommodante de la Fed pourraient réduire les coûts de couverture des actifs libellés en dollar et faire baisser les taux réels et les rendements américains. Conjugués, aux inquiétudes persistantes sur le creusement des déficits jumeaux américains et sur la surévaluation du dollar, **ces facteurs pourraient encourager la diversification au détriment du dollar en 2021.**



À moyen-long terme, **l'euro pourrait être l'un des grands bénéficiaires** de la tendance baissière du dollar. Le fonds de relance de l'UE devrait renforcer la solidarité budgétaire et attirer des capitaux vers un euro sous-évalué, facteur qui l'emporterait largement sur l'impact négatif de perspectives de croissance et d'inflation faibles en zone euro. En outre, la poursuite de la reprise du commerce mondial pourrait doper les achats d'euros par les exportateurs.

En raison des inquiétudes persistantes sur les perspectives économiques américaines et sur la politique accommodante de la Fed, **le dollar devrait rester sous pression à court terme face au yen** ; le Japon ne pourra de plus que difficilement atténuer l'attractivité de sa devise. Le dollar ne baissera cependant pas beaucoup face au yen, dans la mesure où les investisseurs japonais continuent d'acheter d'importantes quantités d'obligations du Trésor américain, sans couvrir le risque de change. À la faveur du retour des tensions sino-américaines susceptibles de peser sur les devises asiatiques, le dollar pourrait commencer à se redresser face au yen au cours du second semestre 2021.

Concernant la **livre sterling**, notre scénario retient l'hypothèse d'un accord de libre-échange (ALE) *a minima* entre le Royaume-Uni et l'UE, accord favorable à la livre sterling face aux autres devises. Toutefois, le rebond suscité par un tel accord ne serait pas suivi d'une hausse durable en 2021, dans la mesure où l'économie britannique reste très faible. Au premier semestre 2021, le déploiement massif de vaccins contre la Covid pourrait certes aider l'économie à sortir du ralentissement provoqué par les mesures de confinement, mais les

progrès devraient être lents. La BoE a prolongé son programme d'assouplissement quantitatif en novembre et le risque de taux d'intérêt négatifs pourrait persister en 2021, limitant le potentiel d'appréciation de la livre sterling.

Dans le cas du **franc suisse**, la politique accommodante de la Banque nationale suisse et la surévaluation persistante de la devise suggèrent des risques de baisse à long terme. Concernant **la couronne suédoise et la couronne norvégienne**, nous tablons sur une appréciation continue vis-à-vis de l'euro et du dollar. L'attitude relativement plus agressive de la Banque centrale norvégienne (*Norges Bank*) pourrait donner à la couronne norvégienne un avantage sur la couronne suédoise.

**Le dollar australien et le dollar néo-zélandais** devraient continuer à s'apprécier avec l'amélioration de l'économie mondiale et du commerce, qui soutiendra les prix des matières premières en 2021. La relative surperformance de la croissance des pays asiatiques devrait se poursuivre, permettant au dollar australien et au dollar néo-zélandais – qui évoluent en phase avec les devises asiatiques – d'afficher les meilleures performances parmi les devises du G10. Le **dollar canadien** pourrait être désavantagé par une possible remise en cause de la politique étrangère américaine à l'égard de l'Iran, ainsi que par la politique du Canada en faveur d'une énergie verte et de la protection de l'environnement, après l'entrée en fonction du nouveau président. Enfin, nous restons **hausseurs sur l'or**.

### **Pays émergents : le règne du portage (pour l'instant)**

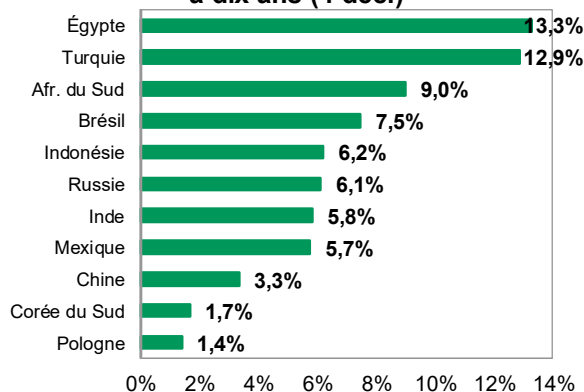
**Au-delà de la reprise, la crise sanitaire aura des conséquences structurelles ; les pays les moins vulnérables, pays émergents asiatiques en particulier, devraient en profiter à terme. Cette logique ne devrait cependant pas prévaloir pleinement à court terme.**

Un climat de marché favorable à la prise de risque et aux marchés émergents devrait dominer au premier semestre 2021, en raison de la diffusion d'informations ayant trait à la vaccination et d'un *policy mix* particulièrement accommodant aux États-Unis et en Europe, favorisant les opérations de portage. Les devises vulnérables « sur le papier » pourraient ainsi afficher des performances relativement bonnes. Des devises telles le rand sud-africain, le real brésilien, le rouble russe, la roupie indonésienne, le peso mexicain et la livre égyptienne, dont les emprunts d'État affichent des rendements élevés, pourraient en bénéficier. La sous-évaluation de certaines de ces devises en termes de taux de change effectif réel (c'est le cas du real brésilien ou de la livre turque, notamment) suggère également une certaine marge d'appréciation (le sort de la livre turque restera néanmoins fortement tributaire de la crédibilité fragile de la Banque centrale turque).

**Au second semestre** (le calendrier précis dépendra de la vaccination et du rythme auquel son déploiement sera intégré par le marché), **les marchés pourraient passer progressivement d'une logique de portage à une approche s'appuyant davantage sur les écarts structurels entre pays émergents, favorisant les pays asiatiques.**

**La baisse de la volatilité du marché des changes devrait perdurer en 2021.** Cela pourrait être plus particulièrement vrai pour l'Asie : les Banques centrales asiatiques semblent moins enclines à laisser leurs devises s'apprécier et plus prêtes à intervenir sur le marché des changes. Une baisse de la volatilité des devises asiatiques renforcerait en outre l'attractivité des actifs asiatiques en termes de portage ajusté de la volatilité.

**Taux des emprunts du Trésor  
à dix ans (4 déc.)**



Sources : Bloomberg, CA CIB

L'un des principaux risques de cette rotation est lié à l'**évolution possible des relations entre les États-Unis et la Chine**. Même si le style de l'administration Biden s'annonce plus fluide et plus enclin à la négociation et au multilatéralisme, la rivalité entre les États-Unis et la Chine devrait rester forte. Le fait que la Chine n'ait pas respecté ses engagements en termes d'importations au titre de l'accord dit « de phase 1 » pourrait tôt ou tard susciter des frictions. Des accès de volatilité pourraient apparaître lorsque les négociations deviendront plus difficiles, probablement au cours du second semestre 2021. De telles tensions pourraient limiter le potentiel d'appréciation du yuan chinois et, par voie de conséquence, des devises asiatiques en général.

## Prévisions économiques et financières

### Taux d'intérêt

|                   |                    | 15-déc. | déc.-20 | mars-21 | juin-21 | sept.-21 | déc.-21 | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 |
|-------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Etats-Unis        | Fed funds          | 0,25    | 0,25    | 0,25    | 0,25    | 0,25     | 0,25    | 0,25    | 0,25    | 0,25     | 0,25    |
|                   | Taux 10 ans        | 0,91    | 0,90    | 1,00    | 1,05    | 1,15     | 1,25    | 1,30    | 1,35    | 1,40     | 1,45    |
| Zone euro         | Dépôt              | -0,50   | -0,50   | -0,50   | -0,50   | -0,50    | -0,50   | -0,50   | -0,50   | -0,50    | -0,50   |
|                   | Taux 10 ans (All.) | -0,62   | -0,55   | -0,50   | -0,50   | -0,40    | -0,40   | -0,35   | -0,35   | -0,30    | -0,30   |
| Spread 10a c/ EUR | France             | 0,24    | 0,25    | 0,20    | 0,20    | 0,20     | 0,20    | 0,35    | 0,25    | 0,25     | 0,30    |
|                   | Italie             | 1,10    | 1,20    | 1,15    | 1,10    | 1,00     | 1,00    | 1,10    | 1,00    | 1,00     | 1,10    |

### Taux de change

| Taux de change USD  |         | 15-déc. | déc.-20 | mars-21 | juin-21 | sept.-21 | déc.-21 | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Pays industrialisés |         |         |         |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Euro                | EUR/USD | 1,22    | 1,19    | 1,19    | 1,20    | 1,21     | 1,22    | 1,22    | 1,23    | 1,24     | 1,25    |
| Japon               | USD/JPY | 104     | 104     | 104     | 104     | 105      | 106     | 106     | 108     | 108      | 108     |
| Royaume-Uni         | GBP/USD | 1,34    | 1,33    | 1,33    | 1,34    | 1,35     | 1,36    | 1,38    | 1,39    | 1,40     | 1,41    |
| Suisse              | USD/CHF | 0,89    | 0,92    | 0,92    | 0,92    | 0,92     | 0,92    | 0,92    | 0,92    | 0,92     | 0,92    |
| Asie                |         |         |         |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Chine               | USD/CNY | 6,54    | 6,50    | 6,40    | 6,35    | 6,30     | 6,35    | 6,38    | 6,40    | 6,43     | 6,45    |
| Hong Kong           | USD/HKD | 7,75    | 7,75    | 7,75    | 7,75    | 7,75     | 7,75    | 7,76    | 7,76    | 7,76     | 7,76    |
| Inde                | USD/INR | 73,56   | 73,75   | 74,00   | 74,25   | 74,50    | 75,00   | 75,50   | 76,00   | 76,50    | 77,00   |
| Corée du Sud        | USD/KRW | 1094    | 1100    | 1090    | 1080    | 1070     | 1060    | 1060    | 1060    | 1070     | 1080    |
| Amérique latine     |         |         |         |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Brésil              | USD/BRL | 5,11    | 5,15    | 5,00    | 4,75    | 4,85     | 5,00    | 5,00    | 5,00    | 5,00     | 5,00    |
| Mexique             | USD/MXN | 20,18   | 20,00   | 19,75   | 19,50   | 19,75    | 20,00   | 20,25   | 20,50   | 20,75    | 21,00   |
| Europe - émergents  |         |         |         |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Pologne             | USD/PLN | 3,65    | 3,72    | 3,70    | 3,66    | 3,61     | 3,57    | 3,55    | 3,50    | 3,46     | 3,42    |
| Russie              | USD/RUB | 73,60   | 74,00   | 72,00   | 72,00   | 73,00    | 75,00   | 75,00   | 76,00   | 77,00    | 78,00   |
| Turquie             | USD/TRY | 7,84    | 7,90    | 7,70    | 7,50    | 7,50     | 7,80    | 7,80    | 8,00    | 8,10     | 8,20    |

### Matières premières

| Métaux précieux | 15-déc | 2020  | 2021  |       |       |       | 2022  |       |       |       |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                 |        | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    |
| Or              | USD/oz | 1 851 | 1 940 | 1 940 | 1 960 | 1 980 | 2 020 | 2 040 | 2 080 | 2 120 |

| Prix moy. du trim. | 15-déc  | 2020 | 2021 |    |    |    | 2021 |    |    |    |
|--------------------|---------|------|------|----|----|----|------|----|----|----|
|                    |         | T4   | T1   | T2 | T3 | T4 | T1   | T2 | T3 | T4 |
| Brent              | USD/BBL | 51   | 40   | 40 | 45 | 48 | 52   | 48 | 55 | 52 |

## Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

|                        | PIB (a/a, %) |      |      | Inflation (a/a, %) |      |      | Balance courante (% du PIB) |      |      |
|------------------------|--------------|------|------|--------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
|                        | 2020         | 2021 | 2022 | 2020               | 2021 | 2022 | 2020                        | 2021 | 2022 |
| Etats-Unis             | -3,6         | 3,1  | 2,9  | 1,2                | 1,9  | 1,9  | -2,6                        | -2,6 | -2,7 |
| Japon                  | -5,2         | 2,1  | 1,8  | 0,0                | 0,1  | 0,6  | 2,9                         | 3,3  | 3,6  |
| Zone euro              | -7,4         | 3,8  | 3,9  | 0,3                | 0,8  | 1,0  | 2,6                         | 3,3  | 3,0  |
| Allemagne              | -5,7         | 2,5  | 3,4  | 0,4                | 1,5  | 1,4  | 6,1                         | 6,7  | 6,6  |
| France                 | -9,2         | 5,9  | 3,6  | 0,5                | 0,5  | 0,8  | -2,0                        | -1,0 | -1,0 |
| Italie                 | -9,2         | 4,0  | 3,9  | -0,2               | 0,1  | 0,5  | 2,6                         | 3,7  | 3,7  |
| Espagne                | -12,0        | 3,0  | 5,9  | -0,3               | 0,2  | 0,7  | 2,0                         | 1,9  | 1,8  |
| Pays-Bas               | -4,1         | 3,1  | 3,3  | 1,1                | 1,2  | 1,4  | 9,2                         | 10,3 | 10,2 |
| Autres pays développés |              |      |      |                    |      |      |                             |      |      |
| Royaume-Uni            | -11,1        | 4,5  | 7,5  | 0,8                | 1,3  | 2,3  | -1,2                        | -1,4 | -1,2 |
| Canada                 | -5,6         | 4,5  | 3,4  | 0,7                | 1,7  | 2,0  | -2,1                        | -2,3 | -2,0 |
| Australie              | -4,2         | 3,0  | 2,8  | 0,7                | 1,3  | 1,5  | 1,8                         | -0,1 | -1,4 |
| Suisse                 | -5,3         | 3,6  | 2,1  | -0,8               | 0,0  | 0,3  | 8,5                         | 9,0  | 9,6  |
| Asie                   | -1,0         | 7,2  | 5,4  | 2,9                | 2,0  | 2,6  | 2,2                         | 1,3  | 0,7  |
| Chine                  | 2,6          | 8,0  | 5,1  | 2,5                | 0,6  | 2,2  | 1,7                         | 0,6  | 0,0  |
| Inde                   | -7,7         | 7,9  | 7,4  | 6,7                | 5,7  | 4,2  | 1,7                         | -0,5 | -1,7 |
| Corée du Sud           | -0,9         | 3,4  | 2,7  | 0,6                | 1,0  | 1,4  | 4,0                         | 3,8  | 3,7  |
| Amérique latine        | -7,2         | 3,7  | 2,4  | 8,3                | 8,5  | 7,8  | 0,1                         | -0,2 | -0,5 |
| Brésil                 | -4,9         | 3,3  | 2,4  | 3,5                | 3,2  | 3,0  | -0,1                        | 0,1  | -0,6 |
| Mexique                | -9,0         | 3,8  | 2,1  | 3,9                | 3,2  | 3,2  | 0,9                         | 0,2  | 0,3  |
| Europe émergente       | -3,4         | 2,8  | 3,4  | 5,0                | 4,5  | 4,6  | 0,8                         | 0,5  | 0,2  |
| Russie                 | -4,0         | 2,5  | 2,5  | 3,3                | 3,5  | 3,9  | 2,0                         | 2,0  | 2,0  |
| Turquie                | 0,0          | 2,0  | 4,0  | 11,9               | 9,0  | 9,0  | -3,0                        | -2,5 | -3,5 |
| Pologne                | -3,1         | 3,6  | 4,9  | 3,4                | 2,6  | 2,2  | 2,9                         | 2,7  | 2,3  |
| Afrique, Moyen-Orient  | -5,6         | 3,0  | 3,3  | 8,2                | 7,8  | 6,2  | -3,9                        | -2,7 | -0,8 |
| Arabie Saoudite        | -6,0         | 3,2  | 3,1  | 3,4                | 2,6  | 2,1  | -4,0                        | -2,5 | 1,2  |
| Emirats Arabes Unis    | -5,5         | 2,2  | 3,2  | -1,1               | 1,0  | 2,1  | -0,3                        | 1,1  | 3,5  |
| Egypte                 | 1,2          | 2,5  | 5,0  | 5,8                | 7,8  | 7,1  | -4,5                        | -4,0 | -3,8 |
| Maroc                  | -7,0         | 3,9  | 3,2  | 0,5                | 1,1  | 1,5  | -7,0                        | -4,2 | -4,1 |
| Total                  | -3,9         | 4,6  | 4,0  | 2,9                | 2,8  | 2,9  |                             |      |      |
| Pays industrialisés    | -5,5         | 3,3  | 3,4  | 0,7                | 1,3  | 1,5  |                             |      |      |
| Pays émergents         | -2,7         | 5,6  | 4,4  | 4,6                | 3,9  | 4,0  |                             |      |      |

## Comptes publics

|             | Solde budgétaire (% du PIB) |      |      | Dettes publiques (% du PIB) |       |       |
|-------------|-----------------------------|------|------|-----------------------------|-------|-------|
|             | 2020                        | 2021 | 2022 | 2020                        | 2021  | 2022  |
| Etats-Unis  | -16,0                       | -9,9 | -6,1 | 98,2                        | 104,5 | 105,6 |
| Japon       | -17,9                       | -8,4 | -4,6 | 248,5                       | 258,3 | 263,2 |
| Zone euro   | -9,1                        | -7,0 | -4,4 | 102,4                       | 104,0 | 102,7 |
| Allemagne   | -6,3                        | -6,9 | -2,3 | 71,0                        | 72,7  | 71,5  |
| France      | -11,3                       | -7,8 | -6,2 | 119,8                       | 121,2 | 121,1 |
| Italie      | -11,0                       | -7,8 | -4,7 | 156,9                       | 158,7 | 155,6 |
| Espagne     | -11,3                       | -7,7 | -7,0 | 118,1                       | 121,6 | 120,4 |
| Pays-Bas    | -7,2                        | -5,5 | -3,9 | 59,1                        | 61,1  | 60,0  |
| Belgique    | -11,2                       | -7,1 | -6,3 | 117,7                       | 117,8 | 118,6 |
| Grèce       | -6,4                        | -2,1 | 1,4  | 206,1                       | 196,7 | 182,9 |
| Irlande     | -6,8                        | -3,9 | -4,1 | 59,9                        | 58,5  | 58,6  |
| Portugal    | -7,3                        | -3,6 | -3,1 | 134,4                       | 131,6 | 128,7 |
| Royaume-Uni | -18,8                       | -8,5 | -4,1 | 108,0                       | 113,7 | 109,3 |

**Vous pouvez consulter nos [prévisions économiques et financières](#) sur notre site Internet.**

***Achévé de rédiger le 16 décembre 2020 – prévisions chiffrées arrêtées au 10 décembre 2020***

**Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :**

| Date       | Titre                                                                                           | Thème                 |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| 16/12/2020 | <u>France – Scénario 2021-2022 : quelle sortie de crise ?</u>                                   | France                |
| 11/12/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>                                                        | Monde                 |
| 10/12/2020 | <u>France – Prévoir le PIB dans cette crise atypique : quelques éléments d'explication</u>      | France                |
| 10/12/2020 | <u>France – Immobilier résidentiel : un marché plutôt résistant face au coronavirus</u>         | France, immobilier    |
| 09/12/2020 | <u>Zone euro – Conjoncture flash : les composantes du PIB au T3 2020</u>                        | UE                    |
| 09/12/2020 | <u>La bête qui quette : BEAST, le scénario risque de la BCE et ses implications</u>             | UE                    |
| 09/12/2020 | <u>Inde – Une convalescence à surveiller</u>                                                    | Asie                  |
| 08/12/2020 | <u>Quel avenir pour les plateformes françaises du crowdlending ?</u>                            | Banques, informatique |
| 07/12/2020 | <u>Brésil – Une singulière histoire de rating ou "Je t'aime, moi non plus"</u>                  | Amérique latine       |
| 04/12/2020 | <u>Brexit : dernières actualités et conseils de préparation pour les entreprises françaises</u> | Brexit                |
| 04/12/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>                                                        | Monde                 |
| 03/12/2020 | <u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : composantes au T3 2020</u>                                 | Italie                |
| 02/12/2020 | <u>Entreprise, où est la crise ?</u>                                                            | UE                    |
| 01/12/2020 | <u>Qatar – Un plan de soutien massif pour contenir la crise</u>                                 | Moyen-Orient          |

### **Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe**

12, place des États-Unis — 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE**

**Rédacteurs en chef : Catherine LBOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN**

#### **Comité de rédaction :**

**Pays développés :** Ticiano BRUNELLO – ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr

Pierre BENADJAUD – pierre.benadjaud@credit-agricole-sa.fr / Olivier ELUERE – olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

Louis HARREAU – louis.harreau@ca-cib.com / Catherine LBOUGRE – catherine.lebougre@credit-agricole-sa.fr

Paola MONPERRUS-VERONI – paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr / Kyohei MORITA – kyohei.morita@ca-cib.com

Slavena NAZAROVA – slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr / Jean-François PERRIN – jean-françois.perrin@ca-cib.com

Sofia TOZY – sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr / Philippe VILAS-BOAS – philippe.vilasboas@credit-agricole-sa.fr

Nicholas VAN NESS – nicholas.vanness@ca-cib.com

**Pays émergents :** Sébastien BARBE – sebastien.barbe@ca-cib.com / Dariusz KOWALCZYK – dariusz.kowalczyk@ca-cib.com

Olivier LE CABELLEC – olivier.lecabellec@credit-agricole-sa.fr / Italo LOMBARDI – italo.lombardi@ca-cib.com

Tania SOLLOGOUB – tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr / Sophie WIEVIORKA – sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Ada ZAN – ada.zan@credit-agricole-sa.fr

**Marchés financiers :** Xavier CHAPARD – xavier.chapard@ca-cib.com / Orlando GREEN – orlando.green@ca-cib.com

Alex LI – alex.li@ca-cib.com / Valentin MARINOV – valentin.marinov@ca-cib.com

Marine MAZET – marine.mazet@ca-cib.com / Manuel OLIVIERI – manuel.olivieri@ca-cib.com

**Pétrole :** Stéphane FERDRIN – stephane.ferdrin@credit-agricole-sa.fr

**Documentation :** Dominique PETIT – **Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

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

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. Le 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.

**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**