

Perspectives

Trimestriel – N°20/122 – 13 avril 2021

MONDE – Scénario macro-économique 2021-2022

Une sortie de crise en ordre (très) dispersé

Alors que les États-Unis s'appêtent à caracoler en tête, la zone euro, au sein de laquelle les pays empruntent des trajectoires de reprise elles-mêmes hétérogènes, est à la traîne et la fragmentation du monde émergent se poursuit. À une Fed s'affichant sereine face à la remontée des taux d'intérêt longs s'oppose une BCE plus préoccupée. Une fois la poussée inflationniste dissipée, l'accommodation monétaire permet néanmoins d'espérer une remontée moins « désordonnée » et plus graduelle des taux longs, n'en déplaie au « *reflation trade* ».

Sommaire

| | |
|--|----|
| Pays développés – En ordre (très) dispersé | 3 |
| Pays émergents – De vieilles blessures dans un monde nouveau | 14 |
| Pétrole – L'OPEP+ reste incontournable | 23 |
| Politique monétaire – La souplesse reste de rigueur | 25 |
| Taux d'intérêt – Surdité (passagère) des marchés | 28 |
| Taux de change – Avantage circonstanciel au dollar | 31 |
| Prévisions économiques et financières | 35 |

Alors que les États-Unis s'appêtent à caracoler en tête, la zone euro, au sein de laquelle les pays empruntent des trajectoires de reprise elles-mêmes hétérogènes, est à la traîne. L'évolution de la pandémie, les progrès de la couverture vaccinale et l'ampleur des soutiens publics à l'activité continuent de motiver les prévisions de croissance.

Dopée par l'adoption d'un plan de relance massif et l'avancée de la vaccination, la croissance américaine pourrait s'établir à 5,1% en 2021 et 3,8% en 2022. Si les ménages dépensent une partie plus substantielle qu'anticipé de l'épargne accumulée involontairement, la consommation et la croissance pourraient excéder notre prévision qui n'intègre pas en outre l'impact du projet d'investissements dans les infrastructures de l'administration Biden,

susceptible de rehausser la croissance prévue en 2022. Dans la zone euro, motivé par une révision à la baisse au premier semestre liée aux dégâts de la pandémie suivie d'un rebond à l'été, notre scénario retient une croissance plus modeste (4%) pour 2021 mais aussi pour 2022 (4,1%). Le différentiel de croissance entre la zone euro et les autres grandes économies avancées se creuse et la fragmentation intra-zone persiste. La France et l'Allemagne retrouveraient leur niveau de PIB pré-crise à la mi-2022 ; l'Italie et l'Espagne seraient encore en deçà fin 2022.

Mais s'il existe une ligne de démarcation nette, c'est bien celle qui sépare les pays développés de ceux du monde émergent au sein duquel s'affirme, en outre, la tendance à la fragmentation. Grâce aux mesures sans précédent prises

par les pouvoirs publics, le FMI¹ estime que la récession liée à la crise du Covid-19 devrait probablement, dans les économies avancées, laisser moins de séquelles que la crise financière de 2008. Ces séquelles ne sont pas pleinement visibles car encore largement dissimulées par les plans de soutien. Le FMI diagnostique, en revanche, que les pays émergents plus durement touchés devraient subir des pertes plus importantes à moyen terme. Aux fragilités structurelles (dont des marges de manœuvre réduites et désormais largement épuisées) se superposent les contraintes externes qui, depuis l'évolution des taux américains jusqu'aux incertitudes sur la reprise des flux de tourisme, ne cessent de faire ressortir les fragilités singulières et peuvent contrarier la reprise.

L'inflation « inquiète » : effectivement, elle se redresse sous l'impact conjugué d'un effet de base et de la hausse des cours des matières premières et du pétrole en particulier. Cela s'apparente cependant plus à une poussée indéniablement forte mais temporaire qu'à un préambule de remontée puissante et durable : il manque l'ingrédient essentiel que serait une accélération robuste des salaires à laquelle le contexte reste peu propice.

Tout en appelant à la prudence tant l'incertitude est élevée, l'évolution de l'*output gap*² renseigne sur la vitesse de résorption des excédents de capacités. Parmi les grandes économies occidentales, nombre d'entre elles ont mis près de neuf ans avant que les excès d'offre apparus en 2009 à l'issue de la crise financière ne soient résorbés : il faut attendre 2018 pour que, à l'exception de l'Italie (très en retard) et de l'Allemagne (en avance), les grands pays affichent des écarts de production nuls ou seulement légèrement négatifs (France et Royaume-Uni) voire enfin positifs (États-Unis). Selon le FMI, fin 2022, seuls les États-Unis évolueraient au-dessus de leur potentiel, mais leur taux de chômage excéderait encore son niveau pré-crise (4,2%, contre 3,7%). Par ailleurs, durant la longue reprise *post-2008*, même dans les pays ayant réussi à bénéficier d'une baisse substantielle (retardée par rapport à l'amélioration de l'activité) de leur taux de chômage (en 2019, ce dernier atteint ainsi 3,2% en Allemagne, 3,8% au Royaume-Uni et 3,7% aux États-Unis), l'inflation ne s'est pas envolée (s'étagant de 1,5% à 2,1%). Enfin, si la croissance annuelle des coûts salariaux unitaires se redresse en fin de période (jusqu'à atteindre 2,3% et 2,1% au Royaume-Uni et aux États-Unis, respectivement, en 2019), cet « emballement » ponctuel coïncide avec la fin du cycle de très forte croissance. Dans l'OCDE, la hausse des coûts

salariaux unitaires s'établit en moyenne annuelle à 1,2% entre 2010 et 2018 pour culminer à 2,4% avant le choc de 2020.

Panorama évidemment rétrospectif et non exhaustif mais qui permet néanmoins d'illustrer « l'aplatissement de la courbe de Phillips » (déjà maintes fois évoqué) derrière lequel se dissimulent des facteurs structurels justifiant la moindre impulsion positive qu'offre aux salaires une baisse du taux de chômage : mondialisation, automatisation, tertiarisation, « ubérisation », érosion du pouvoir de négociation des salariés. Panorama incomplet qui autorise à tableur sur un assagissement des prix à la consommation une fois la poussée temporaire dissipée : **cela n'élimine cependant pas le risque d'une « impression de retour de l'inflation » qui continuera d'irriguer le thème de la reflation.**

Alimenté par l'ampleur des programmes de relance budgétaire, les perspectives de croissance soutenue aux États-Unis, les craintes de saturation de l'offre en raison du Covid-19, l'idée d'un nouveau cycle de hausse des prix des matières premières, le thème de la reflation a en effet suscité une hausse sensible des taux d'intérêt longs américains. Peu émue par cette remontée interprétée comme un signe de confiance, **la Federal Reserve a conservé sa position résolument accommodante et indiqué qu'elle la maintiendrait pendant une période prolongée en dépit de l'amélioration des perspectives économiques et des pics d'inflation à venir.**

Sourds au ton pourtant très accommodant de la *Fed*, les taux longs américains ont poursuivi leur redressement, entraînant dans leur sillage les taux européens (et les autres). Plus préoccupée par un resserrement inopportun des conditions financières, **la BCE a renforcé son assouplissement quantitatif et pourrait être contrainte d'en « faire plus » : plus de communication, plus de soutien.** Une fois la poussée inflationniste dissipée, l'accommodation monétaire permet d'espérer **une remontée moins « désordonnée » et plus graduelle des taux longs** (nos prévisions tablent sur des taux souverains américain et allemand à, respectivement, 1,75% et -0,20% fin 2021), n'en déplaise au « *reflation trade* ». Enfin, dopé par la belle histoire américaine suscitant une remontée des rendements obligataires, **le dollar est attrayant. Au-delà de son avantage évident mais temporaire, il devrait retrouver sa tendance baissière à long terme** qu'une possible escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait néanmoins interrompre.

¹ [World Economic Outlook](#), avril 2021

² *Output gap* ou écart de production exprimé en % du PIB potentiel (FMI, *World Economic Outlook Database*, avril 2021).

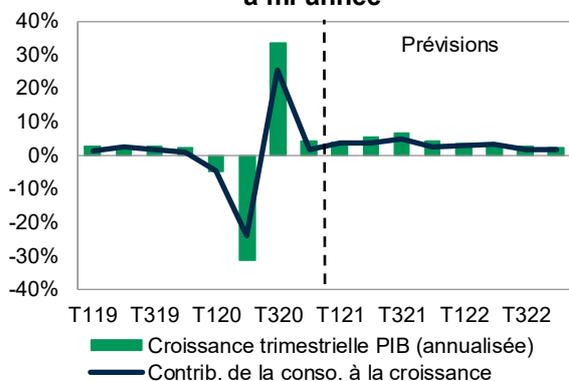
Pays développés – En ordre (très) dispersé

Alors que les États-Unis s'apprêtent à caracoler en tête, la zone euro, au sein de laquelle les pays empruntent des trajectoires de reprise elles-mêmes hétérogènes, est à la traîne. L'inflation « inquiète » : effectivement, elle se redresse. Cela s'apparente cependant plus à une poussée forte mais temporaire qu'à un préambule de remontée puissante et durable.

États-Unis : les mesures de relance et la vaccination donnent un coup de fouet à la croissance

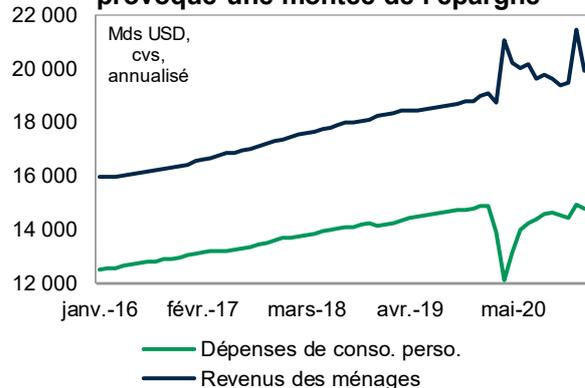
Grâce à l'adoption du plan de relance supplémentaire de 1 900 milliards de dollars (soit 9% du PIB) en mars et aux progrès remarquables accomplis depuis le début de l'année en termes de vaccination, la croissance s'annonce très forte, en particulier en milieu d'année : le PIB dépasserait son niveau d'avant-crise au troisième trimestre 2021. Après un rebond record de 33,1% (variation trimestrielle, en rythme annualisé, cvs) au troisième trimestre 2020, la croissance a ralenti à 4,3% au quatrième trimestre. Un rythme similaire se profile au premier trimestre 2021, avant une accélération aux deuxième et troisième trimestres, lequel connaîtrait un pic à près de 7% lorsque les mesures de relance porteront leurs fruits et que les progrès de la vaccination permettront de nouvelles levées des restrictions. La croissance ralentirait ensuite progressivement vers sa tendance de long terme jusqu'à la fin de l'année 2022 et s'établirait en rythme annuel à 5,1% en 2021 et 3,8% en 2022.

USA : la croissance accélère à mi-année



Sources : BEA, Bloomberg, CACIB

États-Unis : le plan de relance a provoqué une montée de l'épargne



Sources : BEA, Bloomberg, CA CIB

La croissance devrait donc être soutenue sur l'ensemble de l'année, mais son profil trimestriel dépendra de l'évolution de la situation sanitaire et de la couverture vaccinale. Les progrès en matière de vaccination et le degré d'agressivité en termes de calendrier de réouverture étant variables d'un État à l'autre, le processus devrait être assez échelonné (un certain nombre d'États prévoient de lever une partie importante de leurs restrictions au deuxième trimestre, tandis que d'autres avancent plus prudemment et ne devraient pas rouvrir plus largement avant le troisième trimestre) et conduire à un pic de croissance au troisième trimestre. Si le taux de vaccination augmente plus rapidement dans certains États et permet ainsi de lever les restrictions plus tôt, la croissance pourrait se redresser sensiblement dès le deuxième trimestre puis amorcer un début de ralentissement dès le troisième trimestre.

La révision à la hausse de nos prévisions de croissance tient principalement à l'adoption du plan de relance de 1 900 milliards de dollars, s'ajoutant aux mesures de relance budgétaire déjà historiques adoptées en 2020. Cela devrait apporter un soutien important à la reprise via plusieurs canaux de transmission, notamment l'aide aux consommateurs (sous la forme de nouveaux paiements directs et d'une meilleure indemnisation du chômage), l'aide aux collectivités locales, l'aide aux petites entreprises et le soutien à la lutte contre la pandémie.

La question-clé réside dans le comportement des consommateurs : dans quelle proportion l'aide sera-t-elle dépensée plutôt qu'épargnée ou consacrée au remboursement de dettes ? Les précédents plans de relance ont entraîné une hausse du taux d'épargne ; ce dernier va inexorablement augmenter avec le dernier plan de relance, gonflant un peu plus l'importante masse d'épargne accumulée, que certaines estimations situent à près de 2 000 milliards de dollars. Une analyse du NBER sur la première série de chèques de

relance versés aux ménages indique que le bénéficiaire moyen n'a dépensé que 40% du montant total. Toutefois, si les particuliers finissent par puiser davantage dans l'épargne accumulée à mesure que l'économie rouvre, la consommation pourrait excéder nos attentes : cela introduit un risque haussier significatif sur nos prévisions.

Après un début de reprise vigoureux, la croissance de l'investissement restera soutenue sur fond de confiance restaurée. Les incertitudes liées au virus n'ont certes pas disparu, mais les entreprises sont confiantes en l'avenir : l'indice ISM manufacturier dépasse les 60 points, l'indice ISM des services est proche des 60 points et les réouvertures à venir, liées aux progrès de la vaccination, conforteront cette tendance au cours des prochains trimestres. L'immobilier résidentiel a certes donné des signes de stabilisation après la reprise initiale mais le secteur reste solide et l'investissement résidentiel devrait rester soutenu.

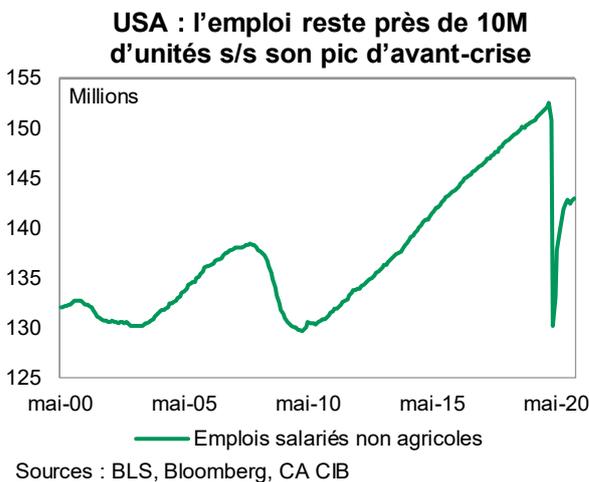
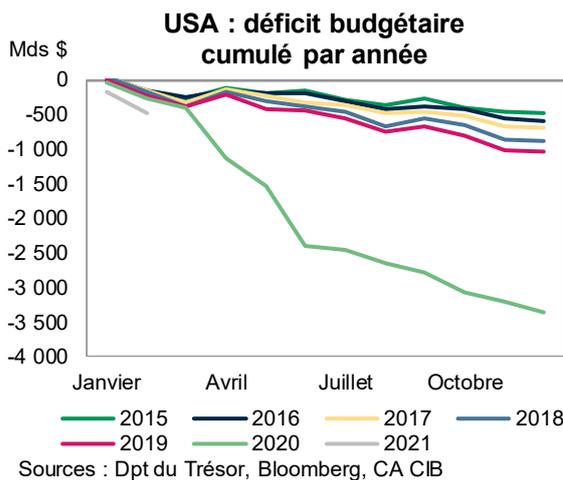
La performance de l'économie américaine s'annonçant meilleure que celle de nombreux pays grâce à des mesures de relance plus fortes et des progrès plus rapides en termes de vaccination, en 2021, les importations devraient se redresser plus rapidement que les exportations. Les exportations nettes devraient ainsi freiner la croissance mais leur impact sera largement compensé par les bonnes performances des autres composantes du PIB.

En dépit d'un niveau d'activité retrouvant son niveau pré-pandémie vers le milieu de l'année, la récupération complète du marché du travail prendra davantage de temps. L'économie compte encore près de 10 millions d'emplois de moins qu'avant la crise : le chemin à parcourir est encore long. Nous tablons sur une accélération des créations nettes d'emplois au cours des deux prochains trimestres, à mesure de la réouverture de l'économie. Mais la participation au marché du travail, qui a chuté avec la pandémie, devrait augmenter avec la reprise de l'emploi. Bien qu'elle soit favorable pour l'avenir, cette remontée devrait ralentir la baisse du taux de chômage.

La Fed continuera de soutenir l'économie et les marchés financiers en conservant une politique accommodante. Néanmoins, avec des taux de marché encore relativement bas malgré leur hausse récente, les actions de la Fed n'auront qu'un impact limité en termes de soutien supplémentaire à l'économie réelle : la politique budgétaire jouera un rôle plus important.

La grande inconnue concerne le plan d'investissement dans les infrastructures proposé par l'administration Biden (voire d'autres plans économiques à long terme qui pourraient être proposés ultérieurement). Les premières estimations chiffrent ce plan à plus de 2 000 milliards de dollars. Ce projet n'en est toutefois qu'à ses débuts et, compte tenu du degré élevé d'incertitude qui l'entoure, n'est pas intégré dans nos prévisions actuelles. Bien que le montant avancé soit important, son ampleur est évidemment encore inconnue. Les dépenses pourraient être étalées sur plusieurs années et seraient probablement financées, au moins en partie, par des hausses d'impôts, rognant éventuellement une partie de l'élan de croissance.

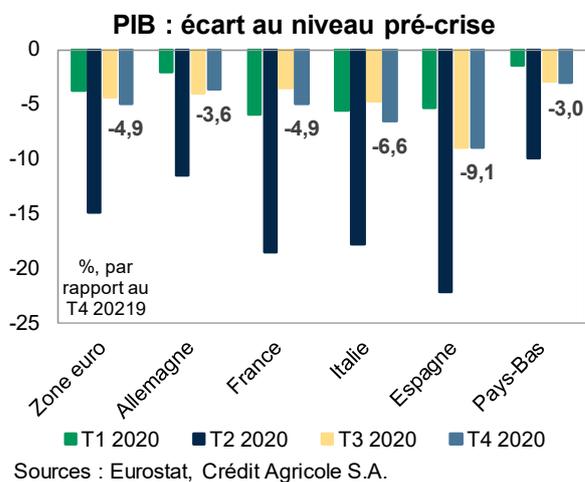
Les Républicains étant susceptibles de s'opposer farouchement au plan sur les infrastructures tel qu'il est proposé, un processus de négociation devrait débuter et ne devrait pas aboutir avant le début de la prochaine année fiscale, en octobre. L'impact de ce projet ne se concrétiserait donc qu'à partir de 2022 : il sera intégré dans



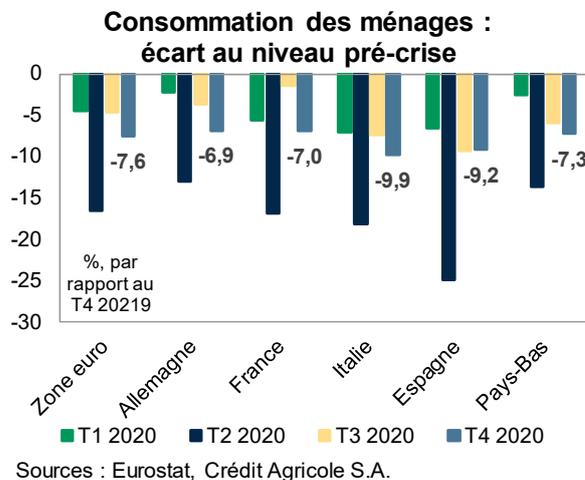
notre scénario dès lors que nous disposerons d'informations plus solides.

Zone euro : à la traîne

Avec une contraction du PIB plus sévère en 2020 (-6,8%) et une croissance plus modeste anticipée pour 2021 (4%) et 2022 (4,1%), la crise du Covid a creusé le différentiel de croissance entre la zone euro et les autres grandes économies avancées. Les nouvelles mesures de restriction à la mobilité et à l'activité conduisent à modérer nos projections pour le début de l'année. Les meilleures perspectives pour le deuxième semestre permettent néanmoins d'anticiper **un retour de l'activité au niveau pré-crise plus précoce (au deuxième trimestre 2022) que dans notre scénario de décembre.**



La croissance de la zone s'est révélée plus résistante face aux nouvelles mesures de restrictions mises en œuvre depuis le mois de novembre pour dompter la deuxième vague épidémique. Au quatrième trimestre 2020, le repli du PIB a atteint 0,7% sur le trimestre : alors que la hausse de la demande étrangère s'est maintenue et que l'investissement a poursuivi sa dynamique positive, ce recul est principalement imputable à la baisse de la consommation privée. **À la fin de l'année 2020, dans la zone euro, l'écart du PIB par rapport à son niveau pré-crise s'est encore creusé (-4,9% par rapport au quatrième trimestre 2019) ; l'ampleur de ce déficit d'activité diffère néanmoins sensiblement parmi les grandes économies :** inférieur à la moyenne de la zone euro en Allemagne (-3,6%), égal en France (-4,9%), mais supérieur en Italie (-6,6%) et surtout en Espagne (-9%).

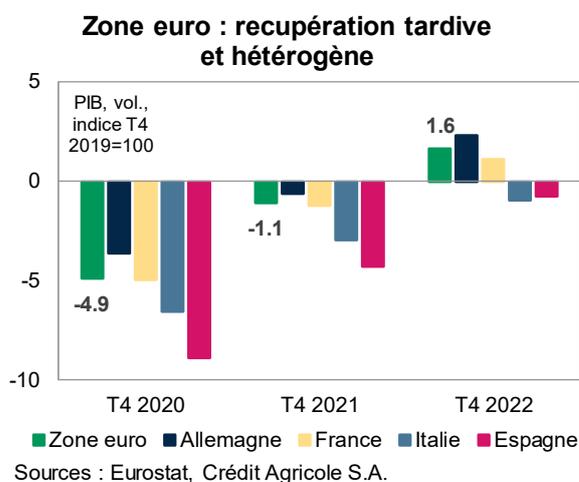
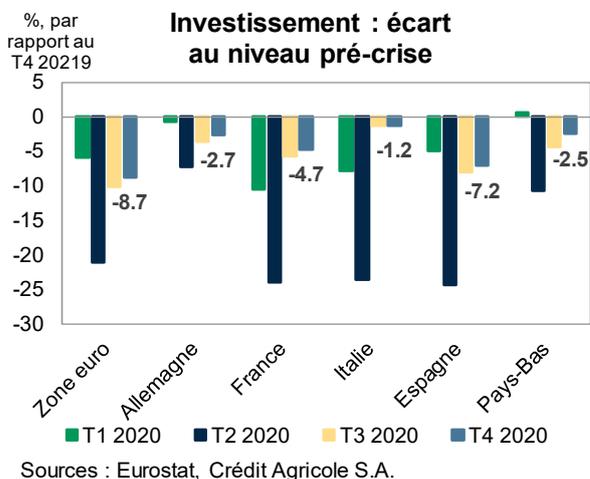


La réponse des économies européennes au confinement de l'automne a été hétérogène : variable selon, d'une part, le calendrier et la sévérité des mesures de restrictions et, d'autre part, la capacité de chaque économie à profiter d'un cycle manufacturier mondial très dynamique (cf. [Focus hypothèses sanitaires](#)). Le PIB s'est donc replié en Italie (-1,9%) et en France (-1,4%), mais a poursuivi sa croissance en Allemagne (+0,3%) et en Espagne (+0,4%).

Globalement, **le recul de la consommation des ménages a été moins marqué qu'anticipé**, les comportements de dépense s'étant progressivement adaptés aux nouvelles modalités offertes par les commerces. En dépit de la nouvelle baisse des heures travaillées, la masse salariale a continué de croître et a soutenu le revenu disponible, tout comme les reports d'impôts et les prestations sociales. Ce sont donc les contraintes pesant sur la dépense qui ont engendré une nouvelle remontée du taux d'épargne. Une baisse plus marquée des dépenses des ménages a été observée en France (-5,6%) et en Allemagne (-3,3%), tandis qu'en Espagne la consommation privée s'est inscrite en légère hausse.

La croissance de l'investissement est restée positive dans toutes les grandes économies, à l'exception de l'Espagne. Néanmoins, les dynamiques à l'œuvre diffèrent entre pays : l'investissement productif n'a progressé qu'en Italie et a accusé le plus fort repli en France ; en revanche, l'investissement en construction a tiré l'accumulation du capital en Allemagne et en France, tandis qu'il se repliait en Italie (après une hausse de 41% au troisième trimestre) et plus fortement en Espagne.

Sur l'ensemble de l'année 2020, la récupération de la consommation des ménages a été plus rapide en Allemagne et en France



qu'en Espagne et en Italie. En effet, le taux d'épargne des ménages avait déjà presque retrouvé son niveau d'avant la crise au cours de l'été en France et était redevenu inférieur en Allemagne, tandis qu'il restait bien plus élevé en Italie et surtout en Espagne. La plus faible dynamique du revenu disponible dans ces deux pays, où il n'avait pas retrouvé une croissance positive, explique ce comportement prudent, corroboré par un taux de chômage plus élevé.

La levée des contraintes pesant sur la mobilité à l'été a permis aux personnes temporairement absentes du marché du travail de reprendre leur activité. Celles indisponibles pour travailler ou chercher un emploi ont également pu rejoindre le marché du travail. La sous-utilisation de la main-d'œuvre a ainsi diminué tout en restant très élevée par rapport à son niveau d'avant-crise. Ce sont principalement les personnes disponibles mais ne cherchant plus qui se sont de nouveau présentées sur le marché du travail. Ce mouvement de retour s'est traduit par une remontée de l'emploi, mais aussi du chômage au cours de l'été. Le taux de chômage est ensuite reparti à la baisse (8,1% en janvier) dès le confinement de novembre, sous l'effet combiné de nouveaux retraits d'activité et d'une modeste croissance de l'emploi (+0,3% au T4 2020). Après son nouveau repli au quatrième trimestre, le nombre d'heures travaillées est encore inférieur de 6,5% à son niveau pré-crise.

Du côté de l'investissement, la reprise est globalement plus avancée en Italie et en Allemagne. Dans la construction, l'accumulation de capital a déjà dépassé le niveau pré-crise. Dans ces deux économies, la forte demande étrangère en fin d'année, approchant de son niveau pré-crise, a certainement contribué à soutenir l'investissement productif. En outre, en Italie, le taux de marge a plus rapidement retrouvé son niveau d'avant-crise, alors qu'il demeurerait encore un peu inférieur en Allemagne et davantage en France et en Espagne à la fin de l'été. L'investissement productif est donc plus en retard en Allemagne et en Espagne. Dans tous les pays, la remontée des coûts de la main-d'œuvre a continué d'être modérée par les dispositifs d'indemnisation de chômage partiel, ainsi que des licenciements temporaires, limitant l'impact négatif sur les marges. En revanche, les standards de crédit et les termes et conditions sur les nouveaux prêts se sont durcis dès l'été, rendant ainsi moins facile la poursuite de l'endettement, qui s'est soldée pour l'heure par une remontée presque équivalente des actifs liquides des entreprises. Des standards de crédit plus stricts peuvent néanmoins être associés au déclin des demandes de prêts garantis par l'État. La garantie étatique avait, en effet, contribué à un net relâchement des critères d'octroi.

Notre scénario de croissance (cf. [Focus hypothèses sanitaires](#)) introduit une révision à la baisse de la croissance au premier trimestre 2021 (-0,6%) par rapport aux prévisions de décembre, tandis que la réouverture partielle des activités anticipée au milieu du deuxième trimestre permet de relever la croissance du trimestre prochain (+1,1%). Un plus fort rebond à l'été est aussi anticipé (+2,4%), avec la reprise de la consommation de services et la réouverture des flux touristiques en Europe. La France et l'Allemagne retrouveraient leur niveau de PIB pré-crise à la mi-2022 ; l'Italie et l'Espagne seraient encore en deçà, fin 2022.

Focus zone euro – Hypothèses sanitaires

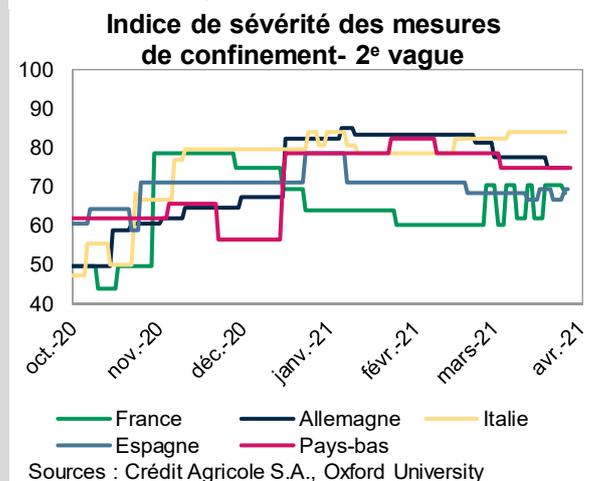
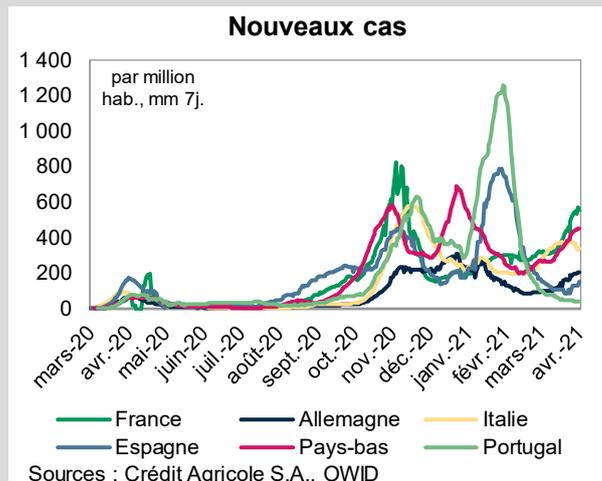
Si, en fin d'année dernière, la disponibilité de plusieurs vaccins a pu faire converger les anticipations vers une sortie de crise rapide, une reconfiguration des anticipations est vite intervenue. L'apparition de variants du virus, ainsi que les retards dans la production et la distribution des vaccins, ont contribué à une plus grande dispersion des anticipations. Cela a conduit à reformuler l'arbitrage, plus difficile, entre pertes plus durables d'activité et maîtrise d'une pandémie devenue plus complexe. Cet arbitrage entre l'économique et le sanitaire est devenu plus difficile à trancher, influencé par les coûts du premier confinement désormais connus et qui ont dessiné des hiérarchies économiques entre les pays. Les hésitations autour des stratégies de limitation de l'activité et de la mobilité ont caractérisé les réponses aux deuxième et troisième vagues de la pandémie.

Au début du deuxième confinement, les contraintes à la mobilité et les fermetures d'activité ont été les plus restrictives en France et en Italie, dans une moindre mesure en Espagne et bien moins en Allemagne. Mais dès décembre, l'Allemagne et l'Italie ont davantage restreint les activités, suivies par l'Espagne, alors que la France commençait à relâcher les contraintes. En janvier, les restrictions à la circulation et à l'activité demeuraient très sévères en Allemagne, aux Pays-Bas et en Italie, où néanmoins un certain relâchement était opéré, de même qu'en Espagne où les mesures étaient moins restrictives depuis le début de la deuxième vague. La situation en France se caractérisait par des mesures moins contraignantes. Si cette hiérarchie entre pays s'est maintenue en février, en mars, l'Allemagne et les Pays-Bas ont commencé à alléger les contraintes pour ensuite faire marche arrière, tandis que l'Italie et la France les ont durcies davantage. L'Espagne, en revanche, n'a que peu modifié la sévérité des mesures en place.

Si l'on misait sur ces dernières restrictions pour contrôler la propagation du virus, c'est désormais sur la stratégie vaccinale que l'on compte pour dessiner le calendrier de réouverture de l'économie. Bien que plus lent qu'ailleurs, ce calendrier s'annonce néanmoins homogène entre pays de l'Union européenne (UE). La stratégie adoptée par l'UE pour l'approvisionnement en vaccins a progressivement évolué avec l'abandon du principe du chacun pour soi, qui avait caractérisé les premières semaines de la pandémie, au profit d'un esprit de coopération plus fort. Les capitales européennes ont ainsi chargé la Commission européenne d'acheter des vaccins et de soutenir un effort coordonné pour les distribuer. La Commission s'est assurée de la production en quantité suffisante de vaccins dans l'Union, en concluant, au nom des États membres de l'UE, des accords et des contrats d'achat anticipé avec les fabricants afin que tous les États aient un accès abordable aux vaccins contre le Covid-19. Le montant dépensé est financé par les 2,7 milliards d'euros de l'instrument de soutien d'urgence.

La Commission a d'abord proposé aux pays la solution la plus équitable pour l'attribution des doses de vaccins : se fonder sur une répartition au *pro rata* de la population de chaque État membre. Mais les États ont décidé de s'écarter de cette proposition en introduisant une dose de flexibilité qui permet de prendre en compte la situation épidémiologique et les besoins de vaccination de chaque pays. Ce choix se justifiait également par une série de différences : différences entre les prix des vaccins (entre cinq et dix fois supérieurs pour les vaccins à ARNm par rapport à celui d'AstraZeneca), entre leurs conditions de stockage et entre les chances présumées des laboratoires d'aboutir à un vaccin.

Dans le cadre de ce système, si un État décide de ne pas utiliser son allocation au *pro rata*, ses doses sont redistribuées entre les autres États membres intéressés. C'est ainsi que certains pays (Autriche, Slovaquie,



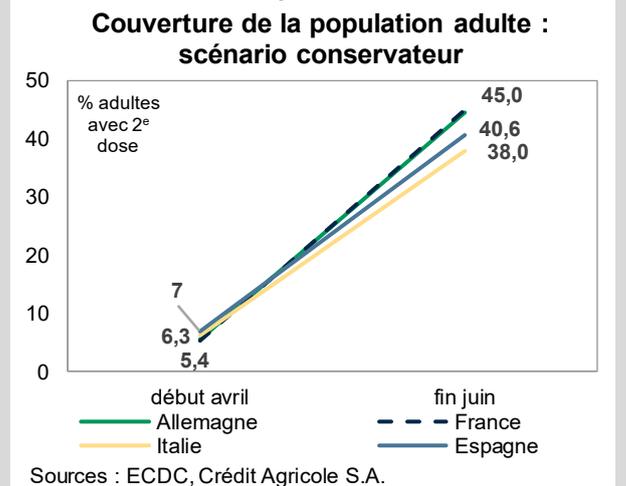
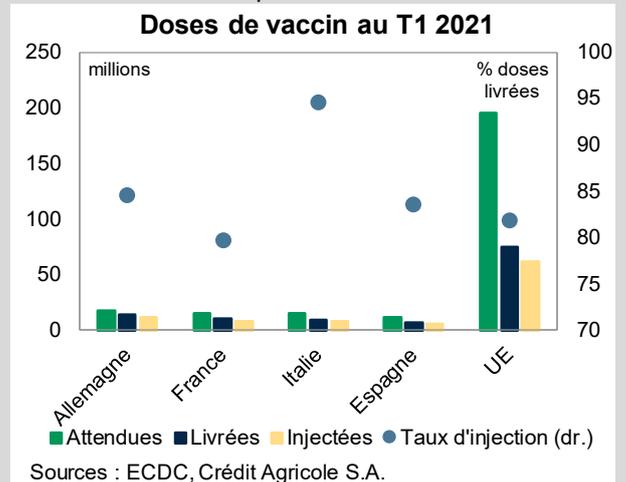
Croatie, République tchèque, Lettonie et Bulgarie) ont choisi de moins participer à l'achat des vaccins à ARNm et de miser sur AstraZeneca pour leur campagne vaccinale; l'Allemagne (83 millions d'habitants), au contraire, a choisi le vaccin BioNTech/Pfizer et devrait recevoir 94 millions de doses, 64 millions provenant du premier achat de 200 millions de l'UE et 30 millions d'un accord bilatéral distinct signé après que certains pays ont refusé d'acheter les 100 millions de doses supplémentaires réservées par l'UE.

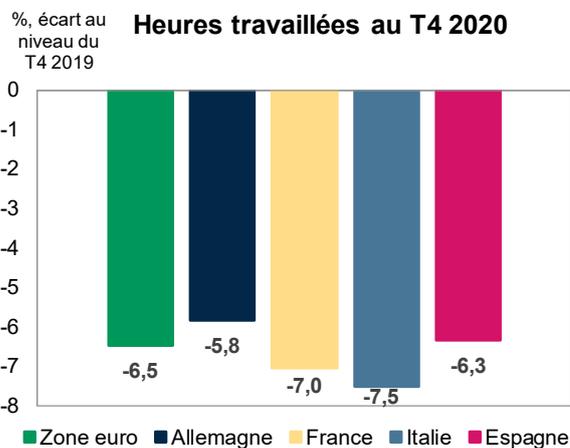
Les retards de livraison ont contribué au décalage dans le temps de l'objectif de déploiement de la campagne vaccinale européenne au cours du premier trimestre 2021. L'impératif est désormais de sauver le deuxième trimestre de l'année et de tenir l'objectif de vaccination de 80% des professionnels de la santé et de l'aide sociale, ainsi que des personnes de plus de quatre-vingts ans, avant la fin mars et de 70% de la population adulte pour la fin de l'été. La réalisation de ces deux objectifs permettrait, dans un premier temps, de réduire les taux de décès et d'hospitalisation et de soulager la pression sur les systèmes de soins de santé ; elle permettrait ensuite de mettre l'Europe sur la voie de l'immunité collective, en contribuant à protéger les personnes qui ne peuvent pas être vaccinées et en offrant un rempart contre la propagation du virus et le développement de variants.

L'UE a d'abord répondu aux retards de livraison en rachetant de nouvelles doses d'autres fournisseurs (10 millions de vaccins Pfizer/BioNtech) et en durcissant le dispositif de contrôle et de transparence des exportations de vaccins introduit fin janvier, ce qui permet de bloquer les exportations de vaccins produits sur le territoire de l'UE, en cas de retard dans la livraison d'un fournisseur dans le respect des principes de réciprocité et de proportionnalité (situation épidémiologique et proportion de la population déjà vaccinée). Ce blocage doit intervenir sans toutefois avoir d'incidence sur les engagements internationaux de l'UE (continuer les exportations dans le cadre du plan Covax) et sans menacer la continuité de la production des vaccins. En effet, avec une chaîne de fabrication mondiale, la coordination politique entre pays est essentielle et le « nationalisme vaccinal » est à proscrire, car il décourage le financement public des capacités de production aux différents niveaux de la chaîne de valeur qui permettrait d'atteindre l'échelle nécessaire pour satisfaire la demande mondiale.

Dans l'immédiat, les objectifs de la stratégie de vaccination semblent accessibles. L'UE a réussi à vacciner 14,2% de sa population adulte avec une première dose et 6% avec une deuxième. Parmi les quatre grands pays, le taux de livraison par rapport aux doses attendues au premier trimestre s'est étalé entre 56% en Italie et 79% en Allemagne. Les pays qui ont le plus compté sur AstraZeneca, tels que l'Italie et l'Espagne, ont compensé les moindres doses livrées par une plus grande efficacité dans l'administration des vaccins (avec un taux d'injection qui se situe entre 89% en Italie et 72% en France).

Au deuxième trimestre, les doses attendues sont plus importantes. Les deux fournisseurs Pfizer/BioNtech et Moderna, qui ont respecté leurs engagements de livraison au premier trimestre, sont censés augmenter leurs livraisons, tandis qu'AstraZeneca s'est engagé à livrer seulement 70 millions de doses sur les 180 prévus par contrat. En faisant l'hypothèse très conservatrice que seulement la moitié des doses promises seront livrées (un tiers pour AstraZeneca), entre 38% et 51% de la population adulte pourrait être vaccinée à la fin juin.





Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Malgré les nouvelles peu réjouissantes sur la situation sanitaire actuelle et les restrictions annoncées, **la zone euro profite de la puissance du cycle mondial et du dynamisme affiché par l'activité américaine**. L'amélioration globale de la confiance se transmet à la zone, notamment dans l'industrie où la croissance de la production aurait fortement accéléré en mars, selon l'indice PMI qui s'installe sur son plus haut niveau depuis 1997. Toutefois, le taux d'utilisation des capacités demeure encore faible au premier trimestre et les contraintes à la production élevées à la fois du côté de la demande et de l'offre.

Notre scénario retient ainsi une pleine récupération de la consommation et des exportations fin 2022, mais pas de l'investissement.

Les dépenses des ménages auront pleinement récupéré en France et en Allemagne à la mi-2022, mais pas en Italie ni en Espagne. L'investissement n'aura pas retrouvé son niveau d'avant-crise à l'horizon de notre scénario, notamment l'investissement productif. Malgré l'effet stabilisateur du soutien public (cf. [Focus relance européenne](#)), la situation financière des entreprises s'est dégradée. Les besoins de trésorerie affectée au paiement des reports d'impôts et de cotisations et au remboursement de la dette risquent de freiner la propension à investir des entreprises et d'alimenter leur aversion au risque. Si les maturités et les délais de grâce des prêts garantis par l'État ont été allongés, les moratoires sur les prêts arrivent au bout de leur fonction de soutien à la liquidité et leur prolongation, devenant plus coûteuse pour les banques, fera l'objet d'une sélection accrue. **Les dégâts sur la survie des entreprises n'ont pas été entièrement évités, mais seulement reportés. Cela vaut aussi pour les dommages sur l'emploi.** Les retraits d'activité temporaires ne pourront pas tous être résorbés par la reprise de l'emploi. S'y ajouteront des effets de réallocation importants entre secteurs. Le taux de chômage va augmenter et atteindre un pic début 2022 (9,5%) avant d'entamer sa décade.

Focus zone euro – Une impulsion budgétaire encore largement nationale

Le repli du PIB dans la zone euro en 2020 (-6,8%) a été moins marqué qu'anticipé lors de la présentation des budgets pour 2021 (-7,8%) ; le déficit se serait moins creusé que prévu (7,5%, contre 8,7% du PIB), du fait à la fois d'une moindre dégradation de la composante cyclique du solde que de la composante structurelle. En effet, les mesures de soutien mises à disposition en 2020 n'ont pas été utilisées entièrement et le solde a été reporté sur 2021. En 2021, la croissance s'annonce plus faible (+4%) qu'initialement anticipé lors de la définition des budgets pour 2021 (+5,9%) et l'amélioration du solde public due au cycle serait moindre. Mais, surtout, la dégradation structurelle du solde s'annonce plus importante à la fois avec le report sur le déficit de 2021 des dépenses non engagées en 2020 et des mesures supplémentaires mises en œuvre pour amortir l'impact négatif du deuxième (voire troisième) confinement. Ainsi, le déficit ne s'améliorerait guère (7,4%) en 2021 et la dette qui était annoncée en baisse continuerait d'augmenter passant de 102,8% en 2020 à 105,9% du PIB. Au total, des mesures supplémentaires à hauteur de 1,5 point de PIB ont été annoncées depuis novembre 2020. Alors qu'initialement l'orientation budgétaire devait devenir plus restrictive en France et en Italie et ne pas varier en Allemagne, elle sera finalement plus expansionniste dans toutes les grandes économies de la zone.

Les États ont donc répondu présents aux recommandations des institutions européennes et internationales à en « faire plus ». Ils ont été aidés par la décision de la Commission de reporter la suspension des règles du Pacte de stabilité et croissance (PSC) au moins jusqu'en 2022. L'incertitude sur le futur cadre de supervision budgétaire demeure cependant importante, puisque la discussion sur une éventuelle réforme des règles n'a pas encore débuté, bien que le Comité budgétaire européen suggère de discuter de cette réforme avant de désactiver la clause dérogatoire générale du PSC. Dans ce contexte, dépenser plus comporte les risques d'un retour de bâton et d'une restriction budgétaire précoce en cas de rétablissement des règles européennes dès 2023.

Néanmoins, les fonds européens apportent un peu de visibilité : bien que versés plus tardivement (avant 2026), l'engagement des montants est connu en avance (avant 2023) et permet aux pays d'anticiper des dépenses sur le budget national. Les pays devraient pouvoir bénéficier de 9% du montant total des subventions en 2021, 13% en 2022, 24% en 2023, 27% en 2024 et le restant jusqu'en 2026. À cela pourraient s'ajouter 15% du total des prêts du NGEU dès 2021 et 28% en 2022.

La bienveillance des marchés, rassurés par l'existence du plan européen, va aussi permettre de combler à un faible coût les besoins de financement les plus urgents. C'est ainsi que le rendement moyen à l'émission a pu baisser à 0,6% en moyenne en 2020 en Italie et à 0,2% en Espagne. Ce moindre coût de financement permet ainsi, notamment pour les pays principaux bénéficiaires des fonds, de réduire la pression à la consolidation à l'horizon 2024. L'Italie et l'Espagne pourraient ainsi bénéficier de respectivement 8 et 7 milliards d'euros de subventions dans le cadre du NGEU en 2021 et à 11,8 et 10,9 milliards d'euros en 2022. À ces montants s'ajoutent respectivement 8,3 et 3,9 milliards d'euros de prêts déjà versés dans le cadre du programme SURE pour financer les dispositifs de chômage partiel, soit 0,9% du PIB en 2021 dans les deux pays. À l'exception de l'Espagne qui compte presque entièrement sur les fonds européens pour imprimer une impulsion budgétaire positive à l'économie, pour les autres pays l'effort reste majoritairement à la charge du budget national.

Focus – Inflation : accrochez-vous



L'inflation est-elle vraiment de retour ?

De nombreux arguments suggèrent que l'inflation pourrait atteindre des niveaux élevés durant plusieurs années. Les plus couramment cités sont :

- ✓ l'ampleur des programmes de relance budgétaire ;
- ✓ les craintes de saturation de l'offre en raison du Covid-19 ;
- ✓ et un nouveau cycle de hausse des prix des matières premières.

Nous ne partageons pas ce diagnostic. Les plans de relance massifs n'ont guère montré d'effet haussier sur les prix. Ainsi, aux États-Unis, on a déjà pu observer que les aides financières versées aux ménages (en simplifiant, le gouvernement américain a versé 1 000 milliards de dollars aux ménages pendant l'été 2020, puis à nouveau environ 1 000 milliards de dollars en janvier dernier) n'avaient eu quasiment aucun impact sur l'inflation sous-jacente. L'inflation n'évoluera pas fortement, à moins que des plans de relance de milliers de milliards de dollars ne soient mis en œuvre chaque année pendant des années. De même, les craintes de saturation de l'offre qui étaient apparues l'an dernier ne se sont pas concrétisées. En ce qui concerne la montée des prix des matières premières, seul le pétrole brut a une incidence significative sur l'inflation : les prix des métaux de base et les prix de gros des produits agricoles n'ont pas d'impact direct sur les indices de prix à la consommation. Par ailleurs, les cours du pétrole semblent davantage amenés à se stabiliser qu'à augmenter à nouveau fortement (cf. [article](#) « Pétrole – L'OPEP+ reste incontournable »).

Conclusion : l'inflation n'est pas « réellement » de retour, mais nous ne pouvons pas le prouver avant mi-2022.



L'inflation ne va-t-elle pourtant pas flamber cette année ?

Oui, l'inflation va probablement atteindre des valeurs élevées en 2021.

Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente sera extrêmement volatile cette année, en raison de multiples effets techniques (que nous n'abordons pas dans le cadre de ce focus) : nous anticipons qu'elle passera de 1,4% en janvier 2021 à 0,5% pendant l'été pour approcher 1,5% en novembre 2021, avant de se stabiliser autour de 1,0%-1,1% en 2022. En novembre 2021, l'inflation sous-jacente s'établirait à 1,5%, l'inflation d'ensemble serait supérieure à 2% et l'inflation harmonisée allemande excéderait 3%. Ces chiffres sont élevés : il s'agirait néanmoins d'une situation temporaire, affectant le quatrième trimestre 2021. L'inflation de la zone euro devrait à nouveau se situer à un niveau bas – autour de 1% – en 2022

Aux États-Unis, le pic d'inflation – attendu au deuxième trimestre 2021 – sera encore plus impressionnant : l'inflation devrait doubler – de 1,7% à 3,5% en glissement annuel – en l'espace de trois mois, principalement sous l'effet conjugué d'un effet de base et de la hausse des cours du pétrole. Nous prévoyons également un retour de l'inflation vers un niveau plus faible en 2022, légèrement au-dessus de 2%.

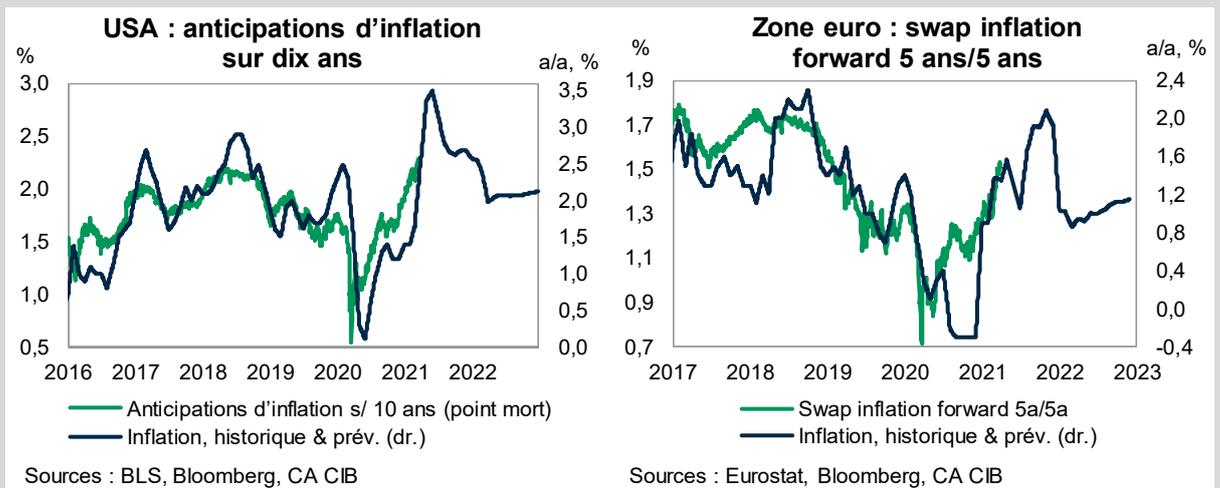
Conclusion : on aura l'impression d'un retour de l'inflation, au moins cette année, ce qui « validera » pendant plusieurs mois les discours de reflation.

? En tant qu'investisseur/gestionnaire de risques, que faire ?

Il ne faut jamais sous-estimer la myopie des marchés financiers. Six mois de prix élevés du pétrole ? Les marchés tablent sur une inflation élevée *ad vitam aeternam*. Alors qu'il y a dix ans le *swap* d'inflation cinq ans dans cinq ans suggérait une inflation de 2,5% en zone euro pour la période 2016-2020, l'inflation moyenne réellement constatée sur cette période a été de 1,0% : un écart de 150 points de base !

Il y a de fortes chances que les anticipations d'inflation implicites du marché augmentent encore davantage cette année, en particulier au quatrième trimestre 2021 pour la zone euro (cf. graphique *infra*). Or, la hausse de ces « anticipations d'inflation » pourrait susciter des doutes quant à la volonté des Banques centrales (BCE et Fed) de maintenir des politiques ultra-accommodantes pendant des années et les marchés pourraient ne pas se calmer avant début 2022.

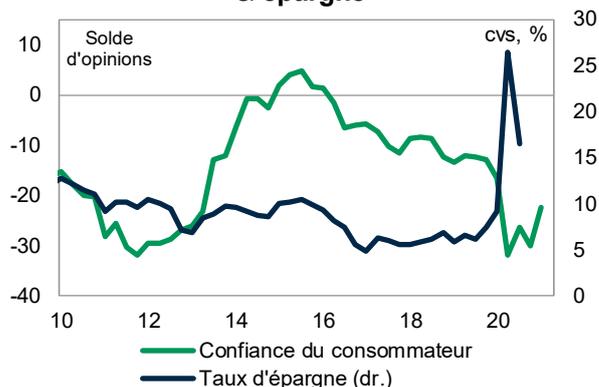
Conclusion : préparez-vous à des chiffres d'inflation beaucoup plus élevés (uniquement en 2021), voire à des anticipations d'inflation encore plus élevées et à de nouveaux épisodes de volatilité des marchés de taux.



Royaume-Uni : révision à la hausse des perspectives à court terme

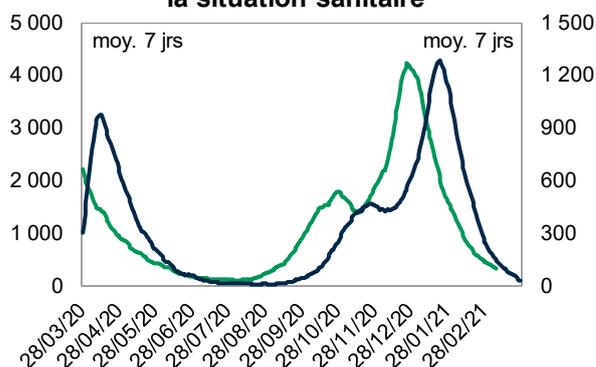
Une croissance plus forte qu'attendu au tournant de l'année et un déploiement plus rapide que prévu de la vaccination nous conduisent à réviser notre prévision de croissance pour 2021 à la hausse, de 4,5% précédemment à 5,6%. Sur le plan national et international, les entreprises et les consommateurs semblent s'être adaptés aux limitations d'activité et de déplacement, comme en témoigne la relation plus faible entre l'activité économique et le degré des restrictions. Au Royaume-Uni, le PIB a progressé de 1,3% au quatrième trimestre 2020, malgré le confinement mis en place en novembre en Angleterre et les mesures de distanciation sociale qui ont prévalu dans l'ensemble du Royaume-Uni pendant tout le trimestre. La consommation des ménages a diminué de 1,7% sur le trimestre (contre une baisse de 20,8% au deuxième trimestre), mais l'investissement des entreprises a augmenté de 5,9%. Le soutien du gouvernement aux entreprises et aux consommateurs a été prolongé jusqu'à fin septembre et de fortes incitations fiscales destinées à encourager les entreprises à investir ont été annoncées pour 2021 et 2022.

R-U : confiance du consommateur & épargne



Sources : GfK, ONS, Crédit Agricole S.A.

R-U : amélioration de la situation sanitaire



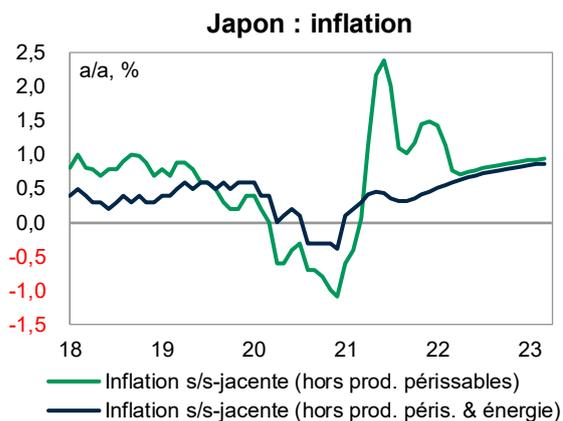
Sources : gov.uk, Crédit Agricole S.A.

Nous tablons sur une contraction de l'activité de 1,6% au premier trimestre. Le PIB a été plus élevé qu'anticipé en janvier (baisse de 2,2% sur le mois), malgré la mise en place par le gouvernement d'un confinement national strict, similaire à celui du deuxième trimestre 2020 et malgré les fortes frictions commerciales *post-Brexit* qui ont conduit à un effondrement des exportations vers l'UE en janvier (baisse de 40,5% sur le mois). L'activité a rebondi de 0,4% au mois de février, le secteur des services retrouvant le chemin de la croissance grâce à un léger rebond du commerce de gros et de détail. De plus, en mars, la confiance du consommateur a atteint un plus haut depuis le début de la pandémie en février 2020. Le PMI services montre une nette amélioration du climat des affaires en mars avec un indice en hausse à 56,3 (49,5 en février). L'activité, les nouvelles commandes et l'emploi se sont tous redressés en amont de la phase 2 du plan d'assouplissement des restrictions (réouverture des restaurants à l'extérieur, des magasins non-essentiels et les services de soins personnels le 12 avril).

Les risques pesant sur la reprise semblent désormais plus équilibrés mais restent orientés à la baisse. Parmi les risques haussiers, figure la possibilité de voir les ménages renouer plus rapidement que prévu avec leurs habitudes de dépenses et utiliser une plus grande partie de leur épargne accumulée. Les risques baissiers liés au Covid-19 restent importants : retards dans les programmes de vaccination au niveau mondial, apparition de variants résistant aux vaccins et possibilité de nouvelles périodes de restrictions de l'activité économique. En dehors de la situation sanitaire, le *Brexit* reste une source d'incertitude, le secteur privé continuant à s'adapter aux nouvelles barrières commerciales, sur fond de tensions persistantes entre l'UE et le Royaume-Uni.

Japon : la croissance devrait dépasser son potentiel à partir du deuxième trimestre, suscitant le retour des risques

Le PIB réel s'est contracté au premier trimestre, principalement en raison de l'état d'urgence déclaré par le Premier ministre Yoshihide Suga, qui est resté en vigueur dans certaines préfectures – dont Tokyo – jusqu'au 21 mars. **Une reprise devrait se dessiner à partir du deuxième trimestre, avec une croissance réelle supérieure à son potentiel (environ 1% par an)**, principalement grâce à la libération de la demande latente des ménages, à la mise en œuvre des investissements publics retardés, ainsi qu'aux exportations vers la Chine.



Note : inflation hors TVA

Sources : MIC, Crédit Agricole CIB

Cette accélération entraînera une réduction de l'écart de production, un indicateur avancé de deux à trois trimestres de l'inflation des prix à la consommation. Or, d'importants effets de base sur les prix de l'énergie conduiront à une hausse de l'inflation sous-jacente (indice hors produits périssables, mais incluant l'énergie, un des indicateurs d'inflation les plus surveillés par la Banque du Japon) en glissement annuel, en particulier en mai, juin et juillet. En glissement annuel et en moyenne, **l'inflation sous-jacente approchera ainsi la barre des 2% au deuxième trimestre pour l'indice hors produits périssables, mais restera bien inférieure à 1% pour l'indice hors produits périssables et énergie**, principalement en raison des anticipations d'inflation « adaptatives » des ménages, comme la Banque du Japon l'a souligné encore récemment, lors de sa réunion de mars.

Deux risques autour de notre scénario central seront à surveiller au deuxième semestre à savoir le rythme de la vaccination et la stabilité du gouvernement Suga. En cas de nouveau retard dans la vaccination, le rattrapage des dépenses de consommation retardées par la pandémie pourrait ne pas se matérialiser aussi vigoureusement que notre scénario l'envisage en deuxième partie d'année. Par ailleurs, le mandat de Yoshihide Suga à la tête du Parti libéral démocrate se termine en septembre et la législature de la chambre basse prend fin en octobre : les dépenses budgétaires pourraient pâtir d'une éventuelle déstabilisation de l'exécutif liée à ces événements politiques. Entre-temps, les Jeux Olympiques et Paralympiques de Tokyo se dérouleront de juillet à septembre comme prévu, mais sans spectateurs étrangers, un facteur intégré dans notre scénario central.

Pays émergents – De vieilles blessures dans un monde nouveau

Alors que la phase de reprise globale s'annonce lentement, la tendance à la fragmentation du monde émergent se poursuit. De plus, les multiples contraintes externes, depuis l'évolution des taux américains jusqu'aux incertitudes sur le tourisme, ne cessent de faire ressortir les fragilités singulières des pays et marquent les trajectoires à moyen terme.

L'année du rebond et des effets de base

Le centre de gravité continue à se déplacer vers l'Asie

Les pays émergents s'engagent dans la reprise, avec un taux de croissance moyen qui devrait passer de -2,8% en 2020 à 5,8% en 2021, avant de baisser à 4,2% en 2022, soit un niveau inférieur à la moyenne 2010-2019 (5,1%). Selon les pays, et notamment leur creux d'activité respectifs en 2020, les effets de base vont être puissants et compliquer l'estimation des performances.

Rappelons le panorama de 2020. Au final, seuls quatre grands émergents ont connu une croissance positive (Chine, Taïwan, Égypte, Turquie). Les Philippines, l'Inde, la Thaïlande, le Mexique et l'Argentine ont le triste record d'avoir enregistré le plus fort différentiel de croissance entre 2019 et 2020. Enfin, deux choses semblent certaines : d'une part, le centre de gravité de l'économie mondiale a continué à se déplacer vers l'Asie et, d'autre part, l'Amérique latine est à ce jour la grande perdante de la crise : une source de polarisation qui ne sera pas sans conséquence pour les élections qui s'y annoncent.

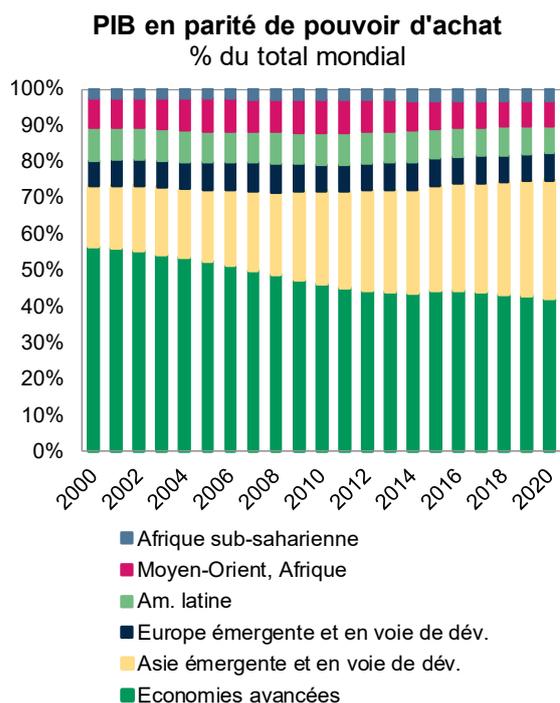
Un classement global identique

Le « paysage émergent » ne s'est cependant pas totalement transformé : les plus fragiles à l'entrée de la crise le sont encore plus aujourd'hui et les plus riches s'en sortent mieux. Quant aux « *usual suspects* » aux yeux des marchés, ce sont les mêmes : Brésil, Turquie, Afrique du Sud et marginalement Hongrie, toujours les premiers à voir souffrir leur cours de change en cas de choc global, ce qui reflète à juste titre leur situation de fragilité en termes de dette, de liquidité ou de comptes externes. Le classement de sortie de crise sera donc identique, mais le spectre sera plus étendu. C'est un peu le message des agences de notation : elles ont procédé à beaucoup plus de mouvements négatifs qu'au moment du dernier pic de 2012, mais ces décisions sont concentrées sur les pays émergents, essentiellement les pays les plus pauvres et à fort risque de solvabilité.

D'une façon générale, le FMI estime sans surprise que les cicatrices durables de la crise, notamment sur la croissance potentielle, seront plus fortes dans les pays les plus pauvres. Ce sera l'une des grandes différences avec la crise de 2009. La capacité à éviter un choc financier systémique a donc permis d'atténuer le choc sur l'économie des pays développés, mais la crise a frappé en profondeur l'économie réelle et les sources de productivité des pays les plus pauvres. Le risque politique suivra évidemment.

Une reprise sous contraintes

Les contraintes seront multiples : inégalités face à la vaccination, impact d'une hausse des taux américains, reprise retardée du tourisme, volatilité du prix des matières premières, effets des sanctions



Sources : FMI, Crédit Agricole SA

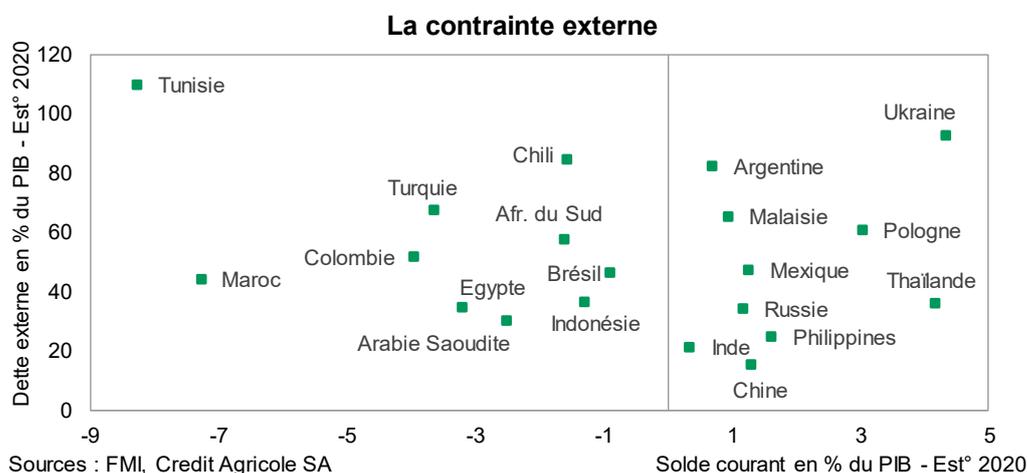
géopolitiques et poids d'un stock de dette accru. Un cocktail qui marquera la conjoncture au cours des prochains mois ; un cocktail propre à créer des tensions sur les changes et à complexifier les arbitrages des Banques centrales entre soutien de la croissance et stabilisation monétaire.

Si les facteurs globaux pèsent sur tous les pays, tous n'y seront pas similairement vulnérables : tous n'ont pas les mêmes marges de manœuvre économiques, budgétaires, ou sociales. Ces deux axes (l'exposition aux risques et les marges de manœuvre), ainsi que l'habileté des gouvernements à piloter cette reprise complexe, vont déterminer l'écartement des performances, dans un monde émergent dont, à la faveur de la crise, la fragmentation croît depuis un an.

Le commerce sera l'une des clés de la reprise

Pas une grande crise sans effet d'hystérèse

Sous perfusion des États en 2020, la croissance retrouve peu à peu des moteurs et un cycle plus naturels. Le redémarrage des échanges y contribue, qui profite aux pays dont les taux d'ouverture sont les plus élevés – ce sont aussi ceux qui ont vécu les chutes de croissance les plus fortes en 2020. Avec une contraction de 9,2% en 2020 des échanges de biens, le scénario de commerce mondial a été plus favorable que ne l'anticipait l'OMC, qui prévoit désormais une reprise de 7,2% pour 2021. En revanche, nous n'échapperons pas à un effet d'hystérèse en 2022, c'est-à-dire que le commerce des marchandises restera en deçà de sa tendance pré-pandémie. Échanges internationaux et marché du travail sont toujours les domaines dans lesquels les cicatrices des crises sont les plus profondes.



Mexique et Vietnam bénéficieront de la reprise américaine (respectivement 31% et 20% de leurs ventes), tandis qu'en Asie, la Corée et Taïwan profitent déjà de celle de la Chine et d'une hausse des exportations, portées par un cycle d'achats électroniques que la crise a renforcé. Quant à Singapour, dont les flux entrants et sortants de biens et services représentent 350% du PIB, le pays sera encore champion du monde des excédents courants en 2021, grâce à ses exportations d'électronique, de pharmacie et de services financiers. Dès cette année, cette plaque tournante logistique de l'Asie offrira donc à nouveau une promesse de croissance régionale, d'autant que la consommation intérieure a profité d'un plan de soutien très élevé de 20% du PIB.

Quant aux soldes commerciaux des pays pétroliers, ils refléteront un prix du pétrole qui a grimpé à des niveaux proches du point-mort budgétaire de l'Arabie saoudite. La Russie en profitera également et affichera un excédent courant en 2021, tout comme la Malaisie. Ces excédents gonfleront les réserves des Banques centrales et des fonds souverains, ce qui stabilisera les *ratings* des pays concernés.

Le tourisme, choc à court et moyen termes ?

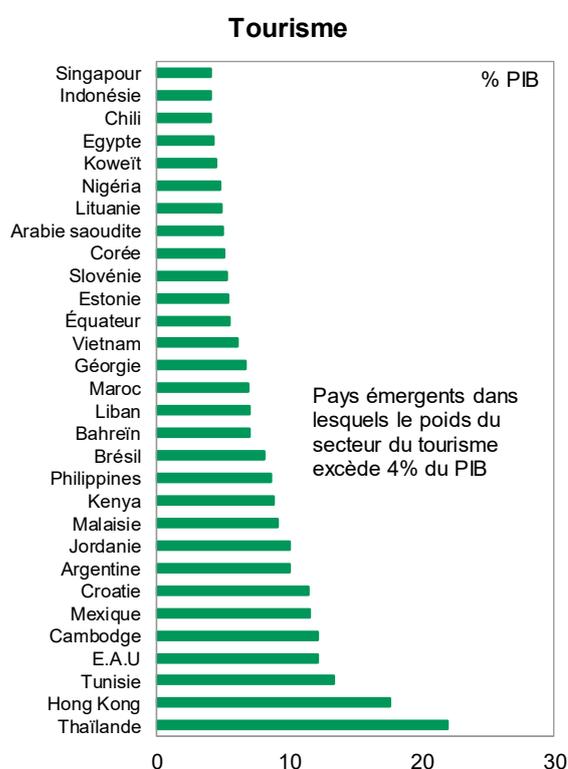
Tourisme et service en première ligne de la crise

Le tourisme sera l'un des secteurs où la reprise risque d'être globalement très lente et, en tout cas, très inégale selon les pays. Les territoires qui sauront offrir rapidement un niveau de protection sanitaire rassurant auront des gains de parts de marché sur la clientèle internationale : un déterminant essentiel pour les pays « touristiques », Thaïlande en tête. Il y aura des gagnants et des perdants. Il y aura ceux qui vaccineront vite, s'adapteront vite et les autres. La rapidité de vaccination au Maroc prouve d'ailleurs à quel point ce petit pays, dont les spécialisations l'exposent particulièrement à la crise, a compris l'importance de la phase vaccinale.

La course à l'adaptation

L'IFC³ a dressé la liste des facteurs les plus discriminants. La localisation (toutes les îles souffrent de la crise de l'aérien) et la qualité des infrastructures hôtelières et routières. Les hôtels devront proposer un service de santé adéquat, ainsi qu'un niveau de digitalisation plus élevé. L'efficacité du système va aussi reposer sur des partenariats entre les secteurs du tourisme, de la santé et des assurances. Vaccinations privées dans des hôtels de Phuket, partenariat entre les Émirats et des associations de transport aérien et, évidemment, passeports sanitaires. Cette « transition sanitaire » sera la condition du redémarrage des *hubs* aériens du Golfe.

Enfin, la capacité des pays à attirer les flux touristiques régionaux va être essentielle dans leur trajectoire de reprise. L'IFC pointe l'avantage de l'Asie grâce à de bonnes infrastructures infrarégionales. Mais d'autres « latérales » vont apparaître. Le Maroc compte, par exemple, sur des liens plus étroits avec Israël, qui vont être facilités par la signature des accords d'Abraham. Au Moyen-Orient, la géopolitique est en train de faire bouger positivement l'économie.



Sources : WEO, Crédit Agricole S.A.

Partout (sauf en Chine !), la question lancinante de l'investissement

Un retour trop précoce à la rigueur budgétaire ?

Si la consommation a vocation à porter la reprise, elle est néanmoins encore à la traîne dans de nombreux pays et restera inégale au cours des prochains mois, handicapée par une campagne de vaccination qui pénalise les plus pauvres. Par ailleurs, les mesures exceptionnelles de soutien à la consommation sont retirées plus rapidement dans la plupart des pays émergents que dans les pays développés, faute de marges budgétaires à l'exception des pays rentiers.

De nombreux soldes primaires (hors intérêts) sont, en outre, désormais déficitaires. Ainsi, même un État peu endetté comme la Russie a présenté un plan de normalisation budgétaire dès 2021, avec une baisse des dépenses. Quant au Brésil, le maintien d'un cap sur les

³ IFC - [How the Tourism Sector in Emerging Markets is Recovering from COVID-19](#), N. Mekharat, N. Traore

dépenses conditionne (entre autres) le peu de confiance qu'il reste aux investisseurs. Or, la situation sanitaire nécessite un nouveau soutien : une équation difficile à résoudre.

Enfin, pour les plus pauvres, la contrainte budgétaire et ses effets sur les investissements se traduiront par un coup de frein sur la trajectoire de rattrapage. Ainsi, avec un PIB par habitant proche, Ukraine et Vietnam ont 15 points de PIB de différence en termes de taux d'investissement... Quant aux Philippines, le pays de l'Asean qui inquiète le plus, le taux d'investissement est passé de 26% du PIB en 2019 à 20% en 2020, marquant la violence du choc Covid.

Un retour trop précoce à la rigueur monétaire ?

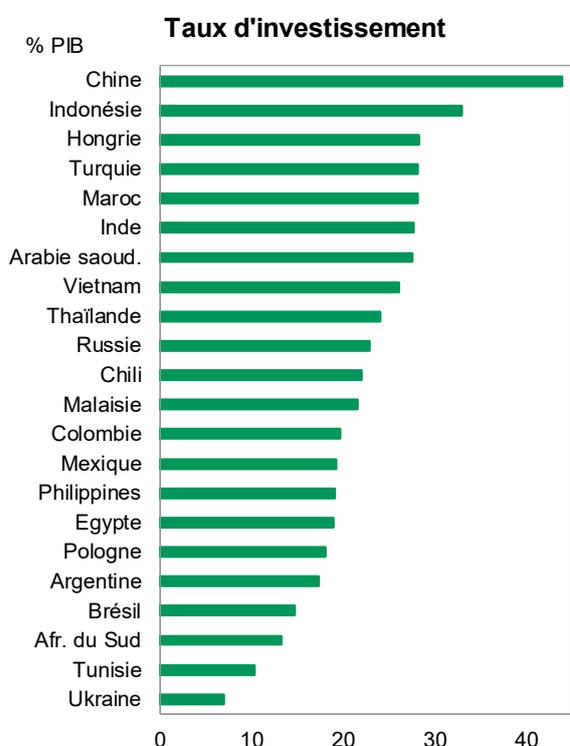
Les pays n'arbitrent pas tous au détriment de la croissance, que ce soit en matière de politique budgétaire ou monétaire, y compris dans un contexte devenu plus inflationniste. À l'extrémité du prisme de l'hétérodoxie, on trouve la Turquie, avec une politique monétaire qui cultive le choc. Les taux ont certes été relevés depuis la quasi-crise de liquidité de novembre, mais le tout nouveau président de la Banque centrale est connu pour prôner une baisse des taux, afin de lutter contre l'inflation, ce que les marchés ont du mal à digérer... La voie est étroite pour un pays dont le besoin de financement à court terme est de 20% du PIB et dont les réserves ont été épuisées par les crises de change successives. Au Nigéria, comme dans beaucoup de pays pauvres, la concomitance d'une inflation élevée, d'une croissance faible et d'un taux de pauvreté qui explose, transforment le contrôle de la devise en exercice de somnanbulie. Et cela, malgré le prix du pétrole plus élevé.

Enfin, beaucoup de Banques centrales sont obligées à la prudence à cause du cycle sanitaire encore incertain. Les autorités de la République tchèque évoquent ainsi le risque de hausse prématurée des taux. Risque que prennent néanmoins les Banques centrales du Brésil et de la Russie, la première sous pression des marchés ; la seconde par « orthodoxie » au moment où elle doit conforter son autonomie.

Ne pas oublier le dénominateur des ratios de dette

La trajectoire de croissance va conditionner l'évolution du ratio de dette sur PIB. Là encore, le classement des États les plus endettés ressemble à ce qu'il était avant-crise, avec un peloton de tête constitué par l'Angola, l'Argentine, le Brésil, l'Inde, l'Égypte. Pour le Brésil et l'Inde, la dette est surtout en monnaie locale, mais fait planer le risque d'un effet d'éviction négatif pour la croissance, voire d'une fragilité accrue du secteur bancaire. Quant aux pays possédant la part de dette à court terme en devises la plus élevée par rapport à leurs réserves, ce sont également les mêmes : Turquie, Afrique du Sud, Argentine, Ukraine, Roumanie et Malaisie. Le FMI insiste néanmoins sur l'une des différences avec la crise de 2009, qui réduit aujourd'hui le risque d'un choc systémique de liquidité : les réserves internationales ont moins baissé et se sont rétablies plus vite.

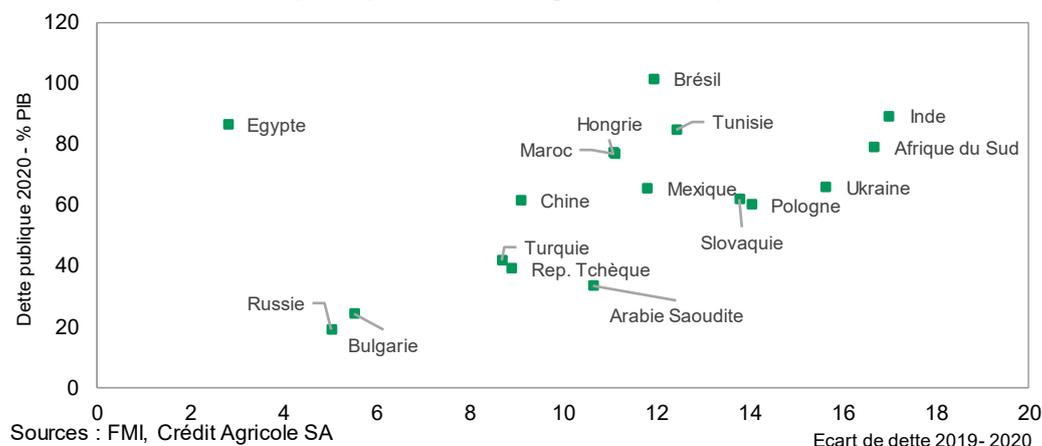
À l'augmentation globale du risque souverain provoquée par une hausse du stock de dette publique, s'ajoutent les alertes du FMI à propos de la dette privée du secteur non financier : elle avait déjà beaucoup augmenté après la crise de 2009, à 152% du PIB des pays émergents et a encore bondi avec le Covid. Cependant, s'il est évident qu'il y a eu un déplacement du risque de certains grands émergents vers le secteur privé (la Turquie notamment, mais aussi le Chili, ou la Pologne), il est atténué par le comportement des grandes entreprises, attentives à la gestion de leurs risques de change et de liquidité. De



Sources : Crédit Agricole S.A.

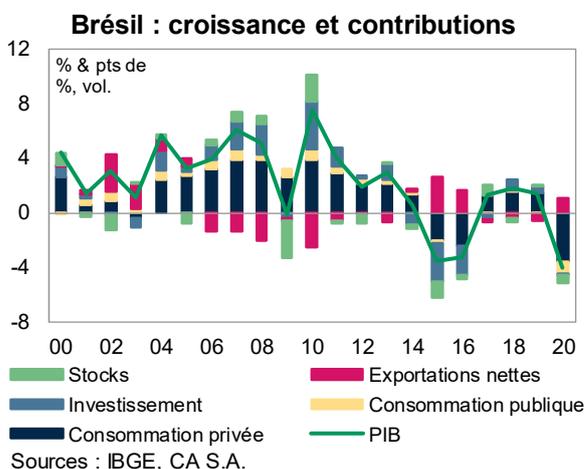
fait, la gestion de la crise par les acteurs privés a joué, partout, un rôle considérable et plutôt favorable.

Dettes publiques : un stock globalement plus élevé



Brésil : trouver une raison (même une seule) d'espérer

En 2020, l'activisme budgétaire et monétaire a permis de limiter la récession à « seulement » près de 4%. À la faveur de la bonne tenue du solde commercial (contraction de la demande interne, reprise de la demande mondiale pour les produits de base tirée par la reprise chinoise, hausse du prix des matières premières à partir de l'été), le déficit courant s'est replié à 0,9% du PIB, déficit toujours financé par des investissements directs en repli, mais encore substantiels (2,4% du PIB). La poursuite de la reprise au rythme observé en fin d'année est évidemment compromise : gestion hasardeuse d'une deuxième vague de pandémie sévère (nombre de cas, mortalité, saturation des hôpitaux, lenteur de la vaccination, etc.), épuisement des marges budgétaires, resserrement monétaire.



En 2020, en déclarant l'état d'urgence, le gouvernement a pu échapper à la règle du « plafond sur les dépenses » qui limite la croissance des dépenses (à l'inflation constatée l'année précédente) et constitue le point d'ancrage le plus efficace pour maintenir la dette fédérale sur une trajectoire censée rester tenable. Il a pu mener une politique de soutien massif au prix d'un alourdissement de la dette fédérale brute (nette) de 14,6 (9,6) points de PIB à 88,8% (66,8%) du PIB⁴. En 2021, avant l'approbation du budget et face à l'urgence sociale, une aide (comptabilisée hors budget) seulement limitée à 44 milliards de reais (soit 0,5% du PIB) a été votée début mars.

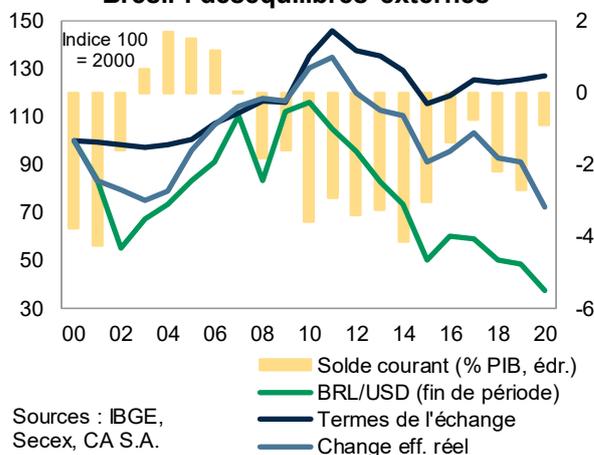
Par ailleurs, l'inflation accélère (à 5,2% en février) et la Banque centrale (avec une cible d'inflation à 3,75% +/-1,5 point de pourcentage – pp) a relevé le taux directeur (Selic) de 75 points de base (pb) à 2,75%. Bien que l'effet de la hausse très marquée du prix de l'énergie soit voué à disparaître « statistiquement », le nouveau soutien budgétaire même modeste et la dépréciation passée du change (tout comme son actuelle fragilité) contribueront à exercer des pressions haussières sur les prix jusqu'à la fin de l'été au mieux. La BCB est claire : une nouvelle hausse de 75 pb interviendra lors de sa prochaine réunion. Cela ne préjuge cependant pas d'un resserrement monétaire

⁴ La différence entre les dettes nette et brute tient essentiellement aux actifs détenus par le gouvernement fédéral (22% du PIB) qui se composent de liquidités auprès de la BCB. Le FMI ne déduit pas de la dette publique l'encours des titres de dette détenus à l'actif de la Banque centrale (nets des repos) et situe la dette publique brute totale à 101% du PIB (en février contre 90% selon les autorités brésiliennes).

se poursuivant tout au long de l'année : la BCB n'est pas exagérément agressive. Après s'être montrée tolérante, elle réagit « légitimement » et pourrait marquer une pause au plus tôt au second semestre. Il n'y a pas lieu de s'inquiéter démesurément de l'impact du resserrement sur le crédit : le premier agent pénalisé sera l'État (une augmentation d'un point de pourcentage sur une année pleine alourdit le besoin de financement public de 0,4% du PIB) qui doit en outre faire face à une hausse des taux gouvernementaux à dix ans passés d'un creux de 6,20% en juillet à 9,40% aujourd'hui.

Alors que les prévisions de croissance s'effritent (3,5% maximum en 2021), que les soutiens monétaire et budgétaire sont épuisés, que les réformes pourtant décisives sont au mieux différées et que la hausse (et la volatilité) des taux d'intérêt américains contribuent à durcir les conditions financières et soutiennent le dollar, où peut-on trouver une raison (même une seule) d'espérer ? Dans la bonne tenue des comptes extérieurs⁵ et le redressement des termes de l'échange qui, grâce à une augmentation des prix à l'exportation excédant largement celle des prix à l'importation (25,2%, contre 9,2% depuis mai 2020), ont atteint des sommets en début d'année, sommets inconnus depuis octobre 2013, en retrait de seulement près de 7% par rapport au maximum historique de septembre 2011. Sans tirer de parallèles simplistes, on se souviendra néanmoins que le « super-cycle » des matières premières des années 2000, s'il a contribué à doper la croissance, a connu un épilogue aussi triste que brutal : le repli des prix internationaux des produits de base avait alors fait apparaître les dégâts liés à une croissance devenue « intenable » car trop gourmande en importations, dégâts précisément masqués par l'amélioration des termes de l'échange. Bref, celle-ci crée des déséquilibres réels qu'elle masque et qui ne se révèlent pleinement que lorsqu'elle cesse. **On se contentera donc de se rassurer en rappelant que la dette publique est essentiellement interne** : fin février, la dette publique atteint 90% du PIB dont 11,5% du PIB de dette « étrangère » y compris un peu moins de 6% du PIB de dette locale détenue par les non-résidents.

Brésil : déséquilibres externes



Sources : IBGE, Secex, CA S.A.

Russie : d'une contraction limitée à une croissance limitée

L'économie russe a su faire preuve de résilience au cours des derniers trimestres, d'autant plus qu'elle a dû faire face, non pas à un, mais à deux chocs en 2020 : la pandémie et la chute des cours du pétrole en début d'année. En 2020, le PIB russe s'est contracté de « seulement » 3,0% : seuls dix des cinquante plus grands pays du monde ont fait mieux.

Plusieurs facteurs expliquent cette performance assez satisfaisante. Tout d'abord, **le rôle des PME est moins important en Russie que dans la plupart des autres pays**, ce qui a facilité le maintien de l'accès au crédit et l'apport de l'aide gouvernementale aux entreprises. Ensuite, **les cours du pétrole et des métaux ont fortement rebondi à partir du deuxième trimestre 2020**. La Banque centrale, enfin, a mis entre parenthèses son attitude structurellement *hawkish* : les taux directeurs

⁵ La structure des échanges est (actuellement) particulièrement propice : importations de produits manufacturés, exportations de produits miniers et agricoles, la Chine (près de 40% de la demande mondiale de matières premières) constituant de très loin la première destination des produits exportés (32% des exportations brésiliennes totales composées à hauteur de 95% de matières premières, loin devant les États-Unis avec une part s'élevant à 10%).

réels ont fortement diminué, passant de plus de 3,50% début 2020 à moins de 1% début 2021.

La dynamique économique se renforce progressivement. Les ventes au détail ont presque retrouvé leur niveau du début de l'année dernière. Après avoir augmenté jusqu'en septembre, le taux de chômage a baissé régulièrement depuis et, bien qu'il reste supérieur d'environ 1% à son niveau d'avant-crise (à 5,7%, contre 4,7% en mars 2020), sa baisse a contribué à soutenir la demande des consommateurs. La fermeture des frontières a également soutenu la demande des consommateurs. L'investissement s'est contracté moins fortement que lors de la précédente récession, en 2015. Nous prévoyons une reprise satisfaisante pour les mois à venir, avec une croissance du PIB de 3,0% en 2021.

Le risque d'une performance plus élevée est toutefois limité. En effet, la croissance potentielle de la Russie reste faible. Les réformes visant à diversifier et à moderniser l'économie ont été limitées ces dernières années (et il ne s'est évidemment rien passé depuis le début de la pandémie). De plus, le gouvernement reste attaché à l'orthodoxie budgétaire. Il est vrai que les dépenses publiques ont fortement augmenté en 2020 et dans les premiers mois de 2021 (+22% au cours des six derniers mois par rapport à l'année précédente), mais le gouvernement devrait normaliser progressivement sa politique de dépenses avec l'amélioration de la situation sanitaire (et notamment après les élections législatives prévues en septembre 2021). Dans un tel contexte, l'investissement pourrait accélérer, mais de manière progressive.

En ce qui concerne les taux directeurs, **le durcissement récent de la Banque centrale (BCR) suggère qu'elle continuera à resserrer les conditions monétaires dans les prochains trimestres.** Elle a indiqué qu'elle était favorable à un retour progressif vers un taux neutre (entre 5% et 6%), ce qui suggère un resserrement supplémentaire d'au moins 50 points de base lors des prochaines réunions.

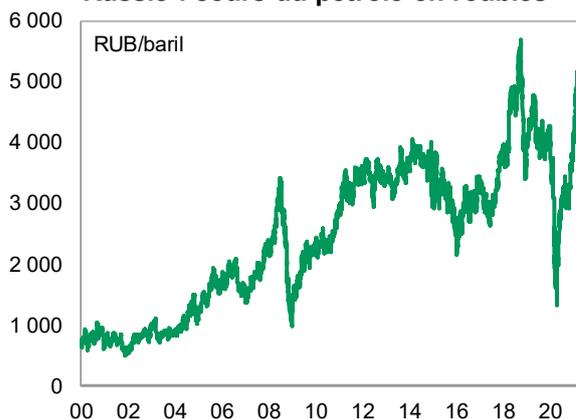
La Banque centrale semble revenue à son biais structurel hawkish. Elle a toléré la baisse des taux directeurs réels en territoire négatif au cours des trimestres passés en raison de la situation sanitaire, mais cette parenthèse est probablement terminée. La BCR fera probablement passer le taux directeur réel à +1% d'ici la fin de l'année. L'inflation diminuera progressivement pour se rapprocher de l'objectif de 4% fin 2021 ce qui laisse suggérer un taux de repo à une semaine égal à 5% ou légèrement au-dessus de ce niveau au second semestre.

Inde : la pandémie crée des risques pour la croissance, la devise et les emprunts d'État

L'économie rebondit, mais des risques subsistent. L'économie indienne a fait des progrès notables pour se remettre de la pandémie grâce à une forte baisse des contaminations jusqu'en février, un déploiement à grande échelle de la campagne de vaccination et un assouplissement budgétaire et monétaire. À 0,9%, le taux de contamination reste faible par rapport au reste du monde.

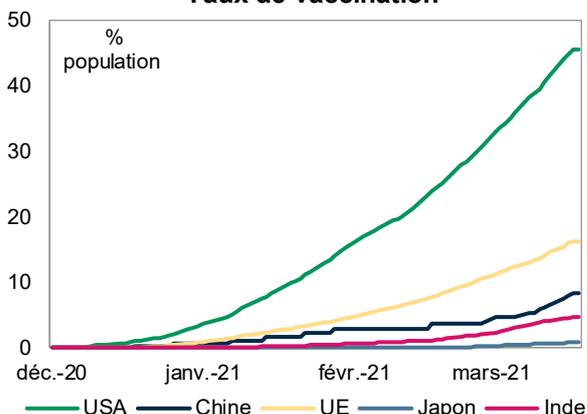
À l'inverse, bien qu'un grand nombre de personnes aient été vaccinées (plus de 64 millions), cela ne représente qu'un taux de vaccination relativement faible, 4,7%, compte tenu de la taille de la population. De plus, le nombre de vaccinations quotidiennes a fléchi tout récemment et se situe en dessous de 2 millions, alors même qu'une deuxième

Russie : cours du pétrole en roubles

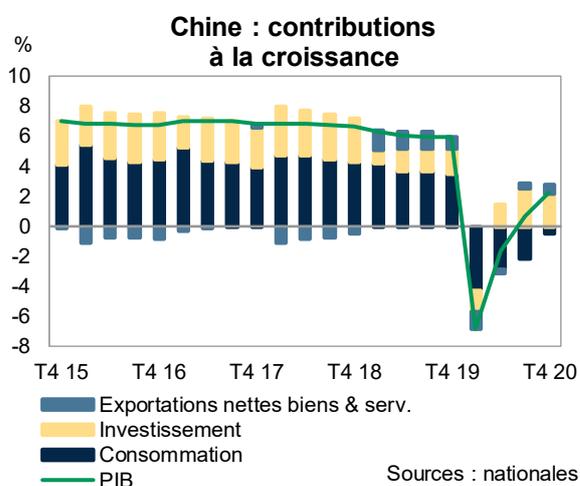
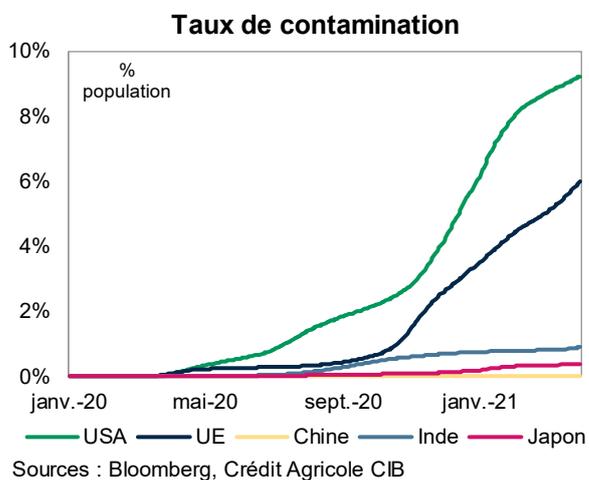


Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Taux de vaccination



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB



vague de contamination est en cours, avec à nouveau plus de 70 000 nouveaux cas par jour. Ces développements suggèrent que **l'impact négatif du Covid-19 sur l'activité économique devrait persister quelque temps.**

Enfin, le gouvernement prévoit un **assainissement budgétaire assez important** et **l'expansion du crédit reste limitée par le niveau élevé des prêts non performants**, ce qui réduira le potentiel de croissance de la demande globale. La production, quant à elle, restera freinée par les problèmes structurels du pays : une dépendance excessive à l'égard de l'agriculture, un chômage et un sous-emploi élevés, des investissements insuffisants dans les capacités de production et les infrastructures, ainsi qu'un accès inégal à l'éducation.

Nous avons donc abaissé nos prévisions de croissance pour 2021 de 7,9% à 7,4%, afin d'intégrer des effets de base moins favorables et la deuxième vague de la pandémie. De même, **le déficit courant sera plus élevé que prévu cette année, à 2,2% du PIB** (contre 0,5% attendu précédemment), en raison du rebond des importations et du retard des exportations. À 5,1%, l'inflation (prix à la consommation) se situe dans la moitié supérieure de la fourchette cible de la politique monétaire : en conséquence, nous n'attendons plus de nouvelle baisse de taux de la *Reserve Bank of India*. Le déficit budgétaire fédéral pour l'année fiscale 2022 devrait dépasser l'objectif et atteindre 7,5% du PIB.

Les taux de marché en roupie indienne (*swaps on-shore, swaps off-shore* et emprunts d'État - G-Secs) **devraient rebondir dans le courant de l'année 2021**, pour plusieurs raisons : la politique monétaire devient neutre, les émissions de titres d'État dépassent les prévisions, la croissance économique se reprend fortement, alors que les pressions sur les prix restent élevées et, enfin, les taux de marché américains sont en hausse. Nous tablons sur un *swap* OIS cinq ans à 5,40% et un taux des G-Secs dix ans à 7,00% fin 2021.

La réapparition du déficit courant en 2021 (en raison d'une montée des importations, elle-même liée à un rebond de la demande intérieure et au niveau actuel élevé du taux de change effectif réel de la roupie qui, de plus, freine les exportations) **devrait conduire à une hausse du dollar face à la roupie à 75 en fin d'année.**

Chine : tout sera question d'équilibre

Une année a passé depuis le déconfinement de Wuhan. Une année très particulière, durant laquelle l'économie chinoise a avancé comme à tâtons, sans cible officielle de croissance pour la guider, et où chaque publication de données a été attendue, puis décryptée plus attentivement que jamais.

Retour sur 2020

S'il n'y avait que **trois informations** à retenir de 2020, ce serait :

- ✓ qu'avec la Turquie, **la Chine est le seul pays du G20 à ne pas être entré en récession** (croissance de 2,3%) ;
- ✓ que **la relance s'est**, comme en 2009, **organisée autour de l'offre**, avec un soutien massif aux entreprises *via* le déblocage de lignes de crédit et l'investissement public ;
- ✓ que **la Chine ne ressort pas tout à fait indemne de la crise** et doit composer avec une **consommation toujours en berne**, qui se traduit par une inflation très faible et **une forte hausse du taux d'endettement**, notamment des entreprises publiques.

2021 : quel pilotage de la politique économique pour quelle croissance ?

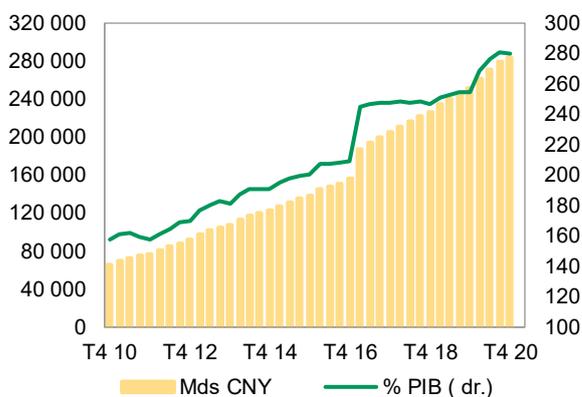
De l'avis de tous, **la cible de croissance** (« au-dessus de 6% ») dévoilée lors des « deux sessions⁶ » est **inhabituellement inférieure au consensus** – ainsi qu'à notre propre prévision de 8,5%. Bien qu'en ligne avec la rhétorique développée ces derniers mois autour de la « circulation duale » et de la « croissance qualitative », cette cible semble vraiment trop faible, voire **incompatible avec certains autres objectifs** (inflation à 3% et création de 11 millions d'emplois urbains notamment).

C'est que la Chine doit résoudre **une difficile équation : rééquilibrer offre et demande en stimulant la consommation privée** – un exercice qu'elle maîtrise mal – afin que cette dernière puisse **compenser le ralentissement des exportations** (qui avaient soutenu la croissance en 2020) attendu au second semestre. La Chine a ainsi renoué l'an passé avec **des niveaux d'excédent commercial** qu'elle n'avait plus atteints depuis cinq ans.

Bien sûr, **la consommation devrait tirer la croissance en 2021** et nous anticipons une contribution autour de 6-6,5 points de PIB. Mais cette performance, en grande partie alimentée par **des effets de base élevés** (pour la première fois depuis plus de quarante ans, la consommation a apporté une contribution négative à la croissance en 2020), ne devra pas faire oublier **les défis structurels** de l'économie chinoise : le vieillissement de la population, la protection sociale, le dépassement de la *middle-income trap*, auxquels **le nouveau Plan quinquennal (2021-2025)** apporte finalement peu de réponses.

À court terme, il s'agit donc de **trouver le bon niveau – et surtout la bonne allocation – de dépenses publiques** : celui qui permettra à la fois de ne pas casser la reprise, tout en limitant les risques de surendettement. Nous anticipons donc **une légère consolidation du déficit** de l'administration centrale, annoncée par l'arrêt des émissions obligataires exceptionnelles, qui devrait passer de 3,6% à 3,1% du PIB. Même constat **sur la politique monétaire**, qui doit composer avec **une nette accélération du crédit en 2020**, mais **une inflation inhabituellement basse** (la Chine a même enregistré un bref épisode de déflation, sur trois des six derniers mois). Notre scénario retient **une légère remontée des taux au second semestre**, une fois l'activité stabilisée, et un **ralentissement des nouveaux crédits accordés à partir du deuxième trimestre**.

Chine : dette domestique
 (hors gouvernement central)



Source : PBoC

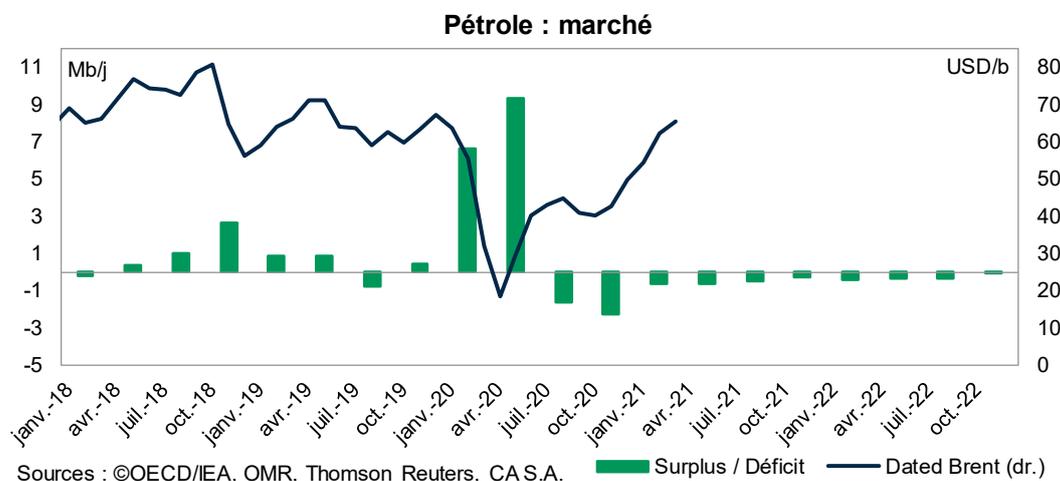
⁶ Pour plus d'information, consulter notre publication : [Chine – Ce qu'il faut retenir des "deux sessions"](#) – 17 mars 2021

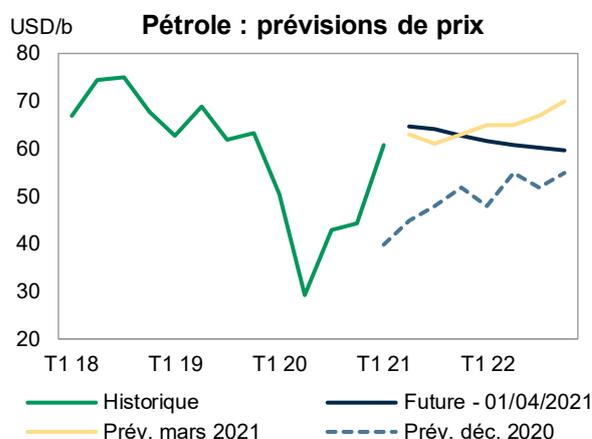
Pétrole – L'OPEP+ reste incontournable

Grâce à des réductions de production accentuées et étendues, le prix du pétrole s'est fortement apprécié en ce début 2021. Alors que les perspectives de croissance de la demande pétrolière restent incertaines, notre scénario intègre un prolongement de la politique actuelle du groupe OPEP+, permettant au marché pétrolier de rester légèrement déficitaire sur le reste de 2021 et le premier semestre 2022. Ce scénario devrait maintenir les prix du pétrole entre 60 et 70 dollars par baril.

Le prix du pétrole s'est fortement redressé au cours des mois de janvier et février, passant de 50 dollars par baril en décembre dernier à 62 dollars par baril en février pour le *Dated Brent*. Malgré son rebond depuis le premier confinement au printemps 2020, la croissance de la consommation de pétrole n'a pas accéléré entre décembre et février. À l'image des États-Unis, les trajets entre le domicile et le lieu de travail dans de nombreux pays de l'OCDE restent bien en deçà des niveaux d'avant la pandémie. Alors que la forte reprise du trafic maritime, et des porte-conteneurs en particulier, a visiblement relancé la consommation de carburants maritimes, le trafic aérien reste très perturbé par les limites et les contraintes de déplacement des passagers. Le nombre de vols commerciaux et la consommation en carburants aéronautiques (kerojet) sont toujours très inférieurs à ce que le secteur connaît normalement. **La forte hausse du prix du pétrole de ces derniers mois est essentiellement due au très bon respect des quotas par les gros pays producteurs du groupe OPEP+ et à la réduction supplémentaire d'un million de barils par jour appliquée par l'Arabie saoudite au cours des mois de février, de mars et étendue à avril.**

La consommation de pétrole devrait progressivement se redresser à mesure que les campagnes de vaccination s'étendent et accélèrent. **Mais la demande en pétrole pourrait ne pas dépasser son niveau pré-crise (100 millions de barils par jour au dernier trimestre 2019) avant la fin 2022.** Dans plusieurs pays de l'OCDE, il est même possible que la demande de pétrole ait déjà atteint son pic sous les effets du développement du télétravail, d'une perte sèche d'emplois par rapport à l'avant-Covid-19 et du développement de la voiture électrique. L'Asie et les pays émergents seront donc les principaux moteurs de la croissance de la demande en produits pétroliers.





Sources : Thomson Reuters, ICE, Crédit Agricole S.A.

La demande en pétrole reste incertaine et tributaire de l'évolution de la pandémie Covid-19. L'équilibre du marché pétrolier dépendra ainsi de la capacité de l'OPEP+ à adapter sa production à l'évolution de la demande. L'Arabie saoudite, chef d'orchestre de ce groupe, devra s'assurer de la cohésion et d'un partage équitable des efforts de réduction. Le maintien de cette unité et, notamment, de l'adhésion de la Russie à la politique de l'OPEP+, a un prix qui sera certainement acquitté par l'Arabie saoudite, contrainte de supporter l'essentiel des efforts de réduction : elle y a déjà consenti pour les mois de février et mars en réduisant sa production d'un million de barils par jour supplémentaire sans contrepartie demandée à la Russie.

Notre scénario de prix du pétrole se fonde sur un équilibrage volontaire via l'offre du marché pétrolier par l'OPEP+ en 2021 et au premier semestre de 2022. L'Arabie saoudite et ses partenaires principaux adapteraient leurs productions afin de maintenir le marché pétrolier légèrement déficitaire, permettant progressivement de réduire les stocks. Cette stratégie devrait permettre aux membres de l'OPEP+ de maintenir les prix du pétrole dans une fourchette raisonnable entre 60 et 70 dollars par baril pour leurs finances publiques, tout en limitant le risque d'emballement de la production américaine de pétrole. **Dans un environnement de prix modéré et un contexte de marché incertain, notre scénario suppose que les producteurs américains seront soucieux de privilégier la rentabilité aux volumes.** Il envisage donc un prix du pétrole à 62 dollars et 67 dollars par baril en moyenne pour 2021 et 2022 respectivement.

Politique monétaire – La souplesse reste de rigueur

Peu émue par la remontée des taux d'intérêt longs, la *Fed* reste accommodante en dépit de l'amélioration des perspectives économiques et des pics d'inflation à venir. Plus contrariée par un resserrement des conditions financières, la BCE pourrait être contrainte d'en « faire plus » : plus de communication, plus de soutien.

La Fed reste accommodante malgré l'amélioration des perspectives

Malgré l'amélioration des perspectives liée aux progrès en matière de vaccination et au nouveau plan de relance, la Fed a conservé sa position résolument accommodante et indiqué qu'elle resterait accommodante pendant une période prolongée. Les membres de la Fed n'ont pas manqué de souligner que la reprise restait incomplète et qu'il faudrait « un certain temps » pour « faire d'importants progrès supplémentaires » vers les deux objectifs de son mandat. Le dernier *dot plot* vient renforcer ce discours : la prévision médiane suggère, en effet, des taux directeurs inchangés jusqu'en 2023, en ligne avec nos prévisions actuelles. La réduction des achats d'actifs (*tapering*) précédera la hausse des taux mais n'interviendra pas avant début 2022 : le rythme des achats d'actifs devrait se poursuivre au rythme actuel jusqu'à la fin de l'année 2021.

Conformément à sa nouvelle approche (ciblage de l'inflation moyenne, qui autorise un certain dépassement après des périodes d'inflation inférieure à la cible), la Fed a clairement indiqué qu'elle tolérerait des poussées inflationnistes temporaires. Bien qu'elle s'attende à quelques pics d'inflation plus tard dans l'année (et notamment un pic lié à des effets de base au deuxième trimestre), la Fed les considère comme transitoires et ne réagira pas en modifiant sa politique monétaire.

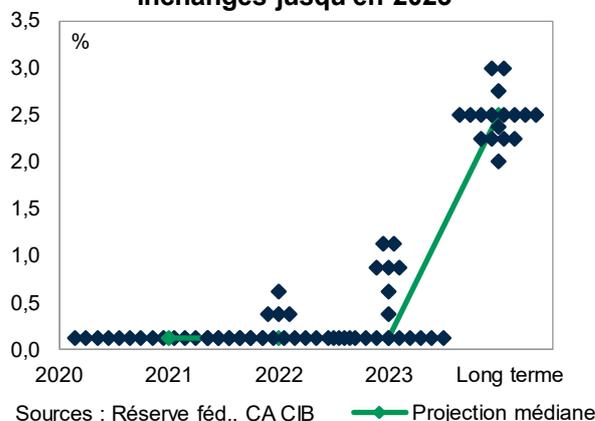
Les membres de la Fed ne se sont par ailleurs guère émus de la remontée récente des taux de marché, estimant au contraire que cette hausse traduisait l'amélioration des perspectives économiques. Dès lors, il nous semble que la hausse des rendements obligataires ne suffira pas, à elle seule, à inciter la Fed à modifier sa politique. À l'inverse, si les marchés devenaient trop volatils ou si le resserrement des conditions financières devenait excessif, la Banque centrale pourrait décider d'intervenir, en achetant par exemple des actifs de maturité plus longue.

Banque centrale européenne : la même chose, mais en mieux

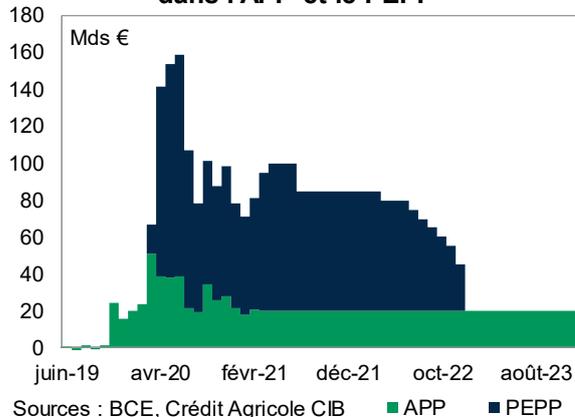
La BCE a peu de raisons de modifier ses outils de politique monétaire à court terme. En effet, l'enveloppe du PEPP (1 850 milliards d'euros d'ici mars 2022) lui donne suffisamment de marges de manœuvre pour mettre en œuvre le degré d'accommodation monétaire qu'elle souhaite. De même, les trois opérations de TLTRO qui seront mises en œuvre jusqu'à la fin 2021 devraient soutenir les conditions de financement.

Cependant, si les conditions de financement venaient à se détériorer – du fait d'une réévaluation des perspectives d'inflation ou d'une contagion des marchés américains aux actifs européens, la BCE pourrait devoir modifier la manière dont elle met en place son

Fed : le dot plot suggère des taux inchangés jusqu'en 2023



BCE : achats mensuels de la BCE dans l'APP et le PEPP



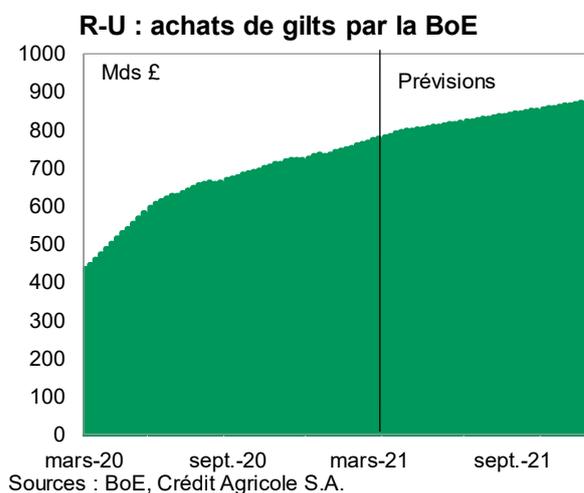
programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) et surtout sa communication.

Alors que sa communication est très discrétionnaire aujourd'hui, **la BCE pourrait être contrainte de devenir plus explicite sur ses cibles en matière de taux de marché** (souverain et taux sans risque).

Dans tous les cas, **la BCE devra prolonger ses mesures de soutien au-delà de ce qui est actuellement annoncé** : nous anticipons une extension du PEPP jusqu'à la fin 2022 (contre mars 2022 actuellement), ainsi qu'une augmentation de l'enveloppe à 2 250 milliards d'euros (1 850 milliards d'euros actuellement). De même, la BCE devra probablement **mettre en place de nouvelles opérations de TLTRO au cours de l'année 2022**.

Banque d'Angleterre : du côté hawkish des Banques centrales mondiales

Pas de renforcement du Quantitative Easing en mai, mais des actions ne sont pas exclues plus tard dans l'année.

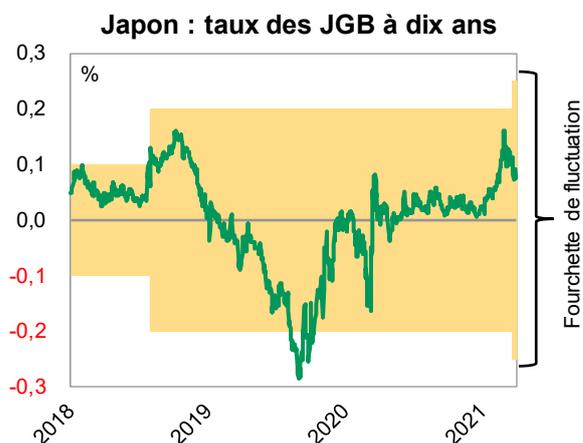


La Banque d'Angleterre (BoE) a créé la surprise lors de sa réunion de mars avec une position *hawkish* consistant à ne pas aller à l'encontre des attentes du marché en termes de hausse des taux directeurs. Elle est plus optimiste qu'auparavant sur les perspectives économiques à court terme, ce qui est compréhensible, puisque les nouvelles ont été largement positives depuis décembre : la croissance mondiale a été plus forte que prévu (témoignant d'une apparente résilience économique au confinement), la vaccination s'est déployée plus vite qu'anticipé au Royaume-Uni, un plan de relance plus important qu'attendu a été adopté aux États-Unis et de nouvelles mesures de relance à court terme ont été annoncées dans le budget britannique du 3 mars.

La BoE a confirmé son intention d'arrêter son QE (programme d'achats d'actifs) fin 2021. Nous ne prévoyons plus d'annonce de renforcement du QE lors du prochain Comité de politique monétaire en mai. Toutefois, **il n'est pas exclu que la BoE décide d'augmenter son programme d'achats d'actifs plus tard dans l'année.** Si elle s'en tient à son plan actuel, elle devra quasiment diviser par deux le rythme de ses achats d'actifs (de 4,4 à 2,3 milliards de livres sterling par semaine) après sa réunion de mai ou les réduire encore plus par la suite. Si les marchés continuent à tabler sur une reflation (*reflation trade*), l'optimisme du marché combiné à la réduction des achats d'actifs de la BoE pourrait conduire à un resserrement injustifié des conditions financières, lequel pèserait à son tour sur les perspectives d'inflation, inflation que la BoE continue pour l'instant d'attendre à près de 2% à l'horizon de deux ou trois ans.

Banque du Japon : taux directeurs et politique de contrôle de la courbe des taux inchangés

La BoJ laissera ses taux directeurs inchangés dans un avenir prévisible (au moins jusqu'à fin 2023) même après « l'évaluation de la politique monétaire » que la Banque centrale a rendue publique lors de sa réunion de mars. L'inflation sous-jacente approchera certes de la barre des 2% en glissement annuel au deuxième trimestre mais ce de façon temporaire, pas de quoi inquiéter ni faire bouger la BoJ.



Sources : Bloomberg, CA CIB

L'évaluation menée par la BoJ repose sur quatre piliers. Tout d'abord, **la fourchette de fluctuation autorisée pour le rendement du JGB dix ans par rapport à l'objectif (qui est actuellement « d'environ 0% ») a été légèrement élargie, de +/-20 à +/-25 points de base, afin de générer davantage de volatilité (ou d'activité) sur le marché des JGB.** Cette nouvelle fourchette de +/-25 points de base a, en outre, été clairement précisée dans le communiqué publié par la BoJ après sa réunion de politique monétaire. Cela suggère que cette fourchette fait désormais « officiellement » partie des paramètres de la politique de contrôle de la courbe des taux (YCC).

Par ailleurs, **la Banque centrale a décidé de lancer un nouveau dispositif appelé « mécanisme d'intérêts pour promouvoir les prêts » (*Interest Scheme to Promote Lending*).** Dans ce système, les banques reçoivent des intérêts (positifs) sur leurs dépôts en compte courant auprès de la BoJ sur la base du solde des montants qu'elles prêtent avec l'aide des dispositifs proposés par la BoJ. Plus important, le niveau de ces taux d'intérêt (positifs) est lié à la valeur absolue du taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER, qui est négatif), **générant ainsi une marge de manœuvre, au moins d'un point de vue institutionnel, pour des baisses de taux directeurs, y compris une baisse de l'IOER pourtant déjà négatif.**

La banque a, en outre, décidé de passer de deux objectifs séparés pour les achats de fonds indexés sur actions (ETF) et les achats de fonds investis en immobilier (J-REIT) à un seul objectif global et a abandonné les « niveaux d'achats visés » pour ne conserver qu'un « niveau maximum d'achats ». **Cela donne plus de flexibilité à la BoJ, qui pourra réduire le montant de ses achats d'actifs à risque, lorsque les marchés se portent bien.**

Enfin, en ce qui concerne les achats de fonds indexés sur actions, **la Banque centrale a décidé de ne plus acheter que des fonds indexés sur le TOPIX** (qui repose sur l'ensemble des actions listées) et d'arrêter d'acheter des fonds liés par exemple au Nikkei 225, afin d'être plus neutre vis-à-vis des marchés actions.

Taux d'intérêt – Surdité (passagère) des marchés

Sourds au ton pourtant très accommodant de la Fed, les taux longs américains se sont fortement redressés, entraînant dans leur sillage les taux européens (et les autres). Une fois la poussée inflationniste dissipée, l'accommodation monétaire permet néanmoins d'espérer une remontée moins « désordonnée » et plus graduelle des taux longs, n'en déplaise au « *reflation trade* ».

États-Unis : les marchés de taux défient la politique dovish de la Fed

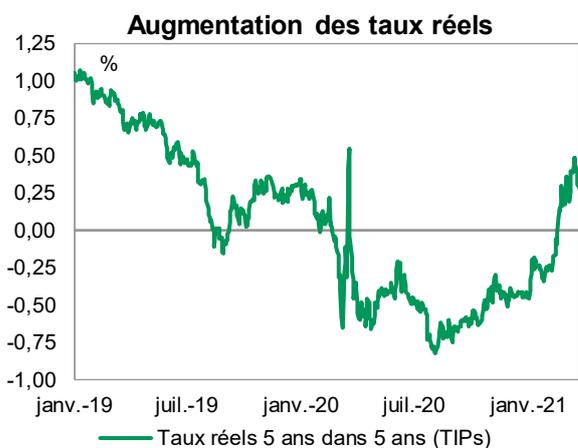
La remontée des taux de marché américains devrait se poursuivre en 2021, compte tenu de notre scénario macro-économique, d'une inflation plus élevée et d'une croissance plus forte aux deuxième et troisième trimestres (prévisions elles-mêmes soutenues par le plan de relance supplémentaire adopté en mars par le Congrès et par les vaccinations, qui continuent de progresser). Nous tablons sur une remontée du taux des *Treasuries* à dix ans vers 1,75% en fin d'année. Nos prévisions de croissance et d'inflation suggèrent cependant que la remontée des taux de rendement ne sera pas linéaire : le taux à dix ans pourrait atteindre 1,85% au deuxième trimestre, avant de redescendre vers 1,75% en fin d'année.

En début d'année, la plupart des investisseurs s'attendaient certes à des rendements plus élevés et à une pentification de la courbe des taux, mais la remontée des taux de marché observée au cours des deux derniers mois (sur fond de croissance plus forte, de mesures de relance plus importantes et d'amélioration des données sanitaires) a largement dépassé les attentes, en ligne avec la forte hausse des rendements réels depuis le début de l'année.

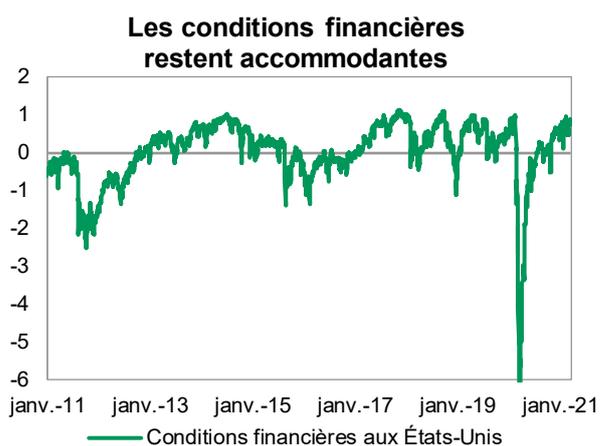
Les taux réels cinq ans dans cinq ans ont bondi. Les opérations tablant sur une remontée de l'inflation (*reflation trade*) ont connu un certain succès, comme en témoigne la remontée des points morts des titres indexés sur l'inflation (TIPS). Les investisseurs mettent en doute la volonté affichée de la Fed de conserver les taux directeurs durablement bas – « *low for long* ».

Fait intéressant, récemment la volatilité des taux américains a été plus forte durant les heures d'ouverture des marchés en Asie et en Europe, suggérant qu'ils réagissent davantage aux nouvelles en provenance d'Asie. La volatilité des obligations australiennes a été très forte depuis le début de l'année et de nombreux investisseurs australiens ont mis en place des opérations jouant sur les écarts de rendement entre titres australiens et américains. La remontée des taux des *Treasuries* depuis le début de l'année a rendu attrayants les écarts de rendement entre *Treasuries* et JGB⁷, en particulier pour les acheteurs de titres à long terme asiatiques, tels que les assureurs-vie et les compagnies d'assurance.

Les responsables de la Fed ne se sont guère émus de la hausse des rendements, soulignant que celle-ci « témoignait de la confiance » des marchés dans l'amélioration des perspectives économiques et traduisait des anticipations de croissance plus élevées. La Fed ne devrait pas réduire ses achats d'actifs avant début 2022. Les conditions financières sont restées globalement accommodantes, mais un resserrement plus marqué pourrait inciter la Fed à agir, par exemple,



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

⁷ Emprunts d'État japonais (*Japanese Government Bonds*)

en allongeant l'échéance des actifs qu'elle achète ou en mettant en place un contrôle de la courbe des taux.

Zone euro : forces haussières et baissières sur les rendements obligataires

Hausse mondiale contre baisse nationale

La dynamique des taux obligataires au premier trimestre peut se résumer ainsi : les forces mondiales, emmenées par les obligations du Trésor américain (*US Treasuries*), poussent les rendements des titres européens (ou EGB pour *European Government Bonds*) à la hausse, tandis que les facteurs domestiques, en particulier la politique de la BCE, tirent les rendements à la baisse. L'évolution de ce rapport de force dépendra de la sensibilité des EGBs (et surtout du taux allemand à dix ans, le Bund) aux *US Treasuries* et de l'ampleur des mesures ultra-accommodantes de la BCE.

L'influence haussière des *US Treasuries*

La sensibilité du Bund aux *US Treasuries* a évolué au cours du temps (récent). Juste avant la pandémie, alors que l'écart de rendement [*US Treasuries*-Bund] à dix ans dépassait 200 points de base, la corrélation⁸ était élevée (80%). Elle a ensuite baissé à moins de 50%, alors que l'écart se repliait vers 100 points de base, le rendement des *Treasuries* se rapprochant de celui du Bund. Puis, avec la baisse des contaminations et les espoirs concernant la vaccination, l'écart de rendement et la corrélation ont augmenté fin 2020. Enfin, alors que les rendements obligataires augmentaient, la corrélation a de nouveau baissé au cours des premiers mois de 2021. Cette évolution peut s'expliquer par les différences de discours entre la BCE (qui considère qu'il faut contrer la hausse des rendements) et la Fed (qui estime que cette hausse est un « signe de confiance »), ainsi que par les progrès relatifs des États-Unis en termes de perspectives de croissance (vaccination, adoption d'un plan de relance massif aux États-Unis).

Au cours des dernières semaines, la corrélation entre Bund et *Treasuries* s'est stabilisée et a même légèrement augmenté, entre 50% et 60%. Cela indique qu'elle a probablement passé un point bas et qu'elle est susceptible d'augmenter, en particulier lorsque l'écart des rendements à dix ans dépassera à nouveau 200 points de base. Cela conforte notre opinion selon laquelle une déconnexion entre Bund et *Treasuries* est peu probable : leurs cycles économiques respectifs se chevauchent largement et, dans la période actuelle, la lutte contre le virus demandera un effort collectif international. Au cours des prochains mois, toutes choses égales par ailleurs, un renforcement modéré de cette relation ne peut être exclu ; l'intensité dépendra largement de facteurs domestiques et, en particulier, de la BCE.

La BCE, facteur X baissier taux

Sur le plan domestique, l'attitude accommodante de la BCE (sous la forme d'une augmentation des volumes de son PEPP à partir de la mi-mars pour une durée de trois mois) est l'un des principaux facteurs tirant les rendements des EGB vers le bas. Depuis le début de l'année, les achats d'actifs ont atteint 14 milliards d'euros par semaine en moyenne avant que le changement mentionné n'intervienne : ils devaient se situer entre 20 et 25 milliards d'euros par semaine entre la mi-mars et la mi-juin. Il n'est cependant pas certain que l'augmentation des achats suffise à empêcher l'augmentation des rendements en cas

Bund et US Treasury 10 ans :
 corrélation et spread



Sources : Crédit Agricole CIB

Modèle sur le Bund 10 ans



Sources : Crédit Agricole CIB

⁸ Corrélation sur trois mois des variations quotidiennes des rendements.

de nouvelle forte hausse des taux américains. On peut, en effet, s'interroger sur le degré de détermination du Conseil des gouverneurs à déployer une puissance de feu suffisante pour plafonner les rendements obligataires.

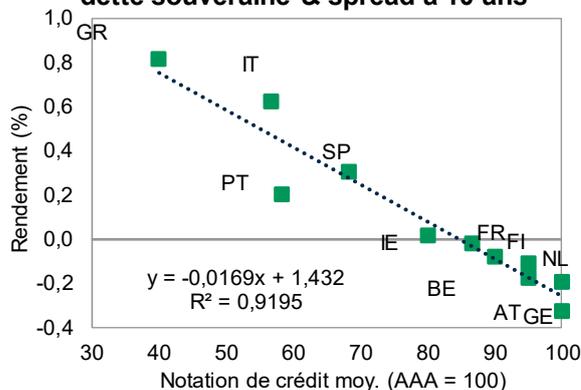
Prudence économique malgré des données encourageantes

L'amélioration de l'enquête PMI et de l'inflation en zone euro pourrait n'être que temporaire en raison de la forte remontée des contaminations et de facteurs techniques dans le cas de l'inflation. Notre modèle sur le Bund (dont les variables explicatives sont le *swap* d'inflation cinq ans dans cinq ans, l'indice Ifo allemand et le bilan de la BCE) nous livre une « juste valeur » d'environ 0%. Par conséquent, la BCE pourrait se voir contrainte d'acheter davantage d'actifs pour empêcher la hausse des rendements. Elle devrait déployer des moyens en cas de besoin et nous tablons sur une augmentation seulement graduelle, mais volatile, du rendement du Bund vers -0,20% fin 2021.

La baisse des risques politiques extrêmes en zone euro conduit à un resserrement des *spreads*

Après un début d'année volatil marqué par la chute du gouvernement italien, la résolution satisfaisante de cette crise et les mesures de politique monétaire et fiscale ultra-accommodantes ont permis un resserrement des *spreads* en zone euro. Au cours des prochains mois, le jeu de l'offre et de la demande restera favorable aux émetteurs « périphériques » : avec un taux de couverture de 8 en moyenne depuis le début de l'année, les nouvelles émissions continuent d'être largement sursouscrites. Dans le cas de l'Italie, les fondamentaux et les risques, synthétisés dans sa notation de crédit, suggèrent qu'elle est attractive par rapport aux pays comparables. Nous tablons sur un *spread* BTP dix ans-Bund dix ans de 80 points de base en fin d'année.

Zone euro : notation de crédit de la dette souveraine & spread à 10 ans



Sources : S&P, Moody's, Fitch, CACIB

Taux de change – Avantage circonstanciel au dollar

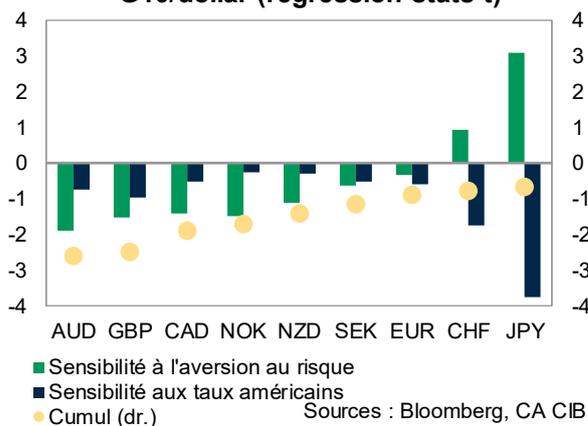
Dopé par une belle histoire américaine, des perspectives de reprise forte suscitant une remontée des rendements obligataires, le dollar est attractif. Au-delà de son avantage évident mais temporaire, il devrait retrouver sa tendance baissière à long terme, qu'une possible escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait néanmoins interrompre.

Pays développés : la tendance baissière à long terme du dollar revue et corrigée

La forte amélioration des perspectives économiques américaines et la remontée des rendements obligataires américains nous ont conduits à réviser nos perspectives baissières sur le dollar.

Début 2021, les fondamentaux du dollar ont connu une nette amélioration par rapport à ceux des autres devises du G10. Ce raffermissement tient au programme « colossal » de soutien budgétaire et à la meilleure maîtrise de la pandémie de Covid, deux grands faits marquants des cent premiers jours de l'administration Biden. Dans ce contexte, notre scénario table sur une croissance américaine plus élevée et sur une remontée des rendements obligataires américains : une combinaison qui nous a conduits à revoir notre prévision de tendance baissière du dollar à long terme.

Sensibilité des devises du G10/dollar (régression stats-t)



Les facteurs macro-économiques américains mentionnés ci-dessus devraient soutenir le billet vert au cours des trois à six prochains mois. En effet, **la hausse des rendements américains devrait continuer à renforcer l'attrait-taux du dollar, en particulier par rapport aux devises à faible rendement comme le yen, le franc suisse et l'euro.** De plus, cette hausse des rendements pourrait conduire à un resserrement non souhaité des conditions financières mondiales et déclencher un pic d'aversion au risque, potentiellement dès le deuxième trimestre. Le graphique ci-contre présente un classement des devises du G10 hors dollar en fonction de leur sensibilité aux deux principaux moteurs actuels du marché des changes : l'aversion au risque et le rendement des *Treasuries*. Nos résultats suggèrent que le dollar australien et la livre sterling sont les devises du G10 les plus vulnérables à une nouvelle hausse des rendements américains doublée d'un pic d'aversion au risque.

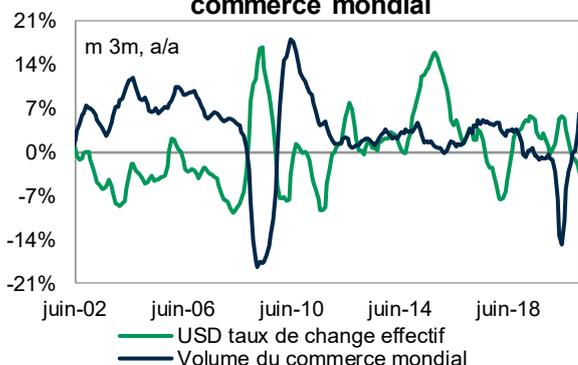
Cependant, nous tablons toujours sur une **reprise de la tendance baissière de long terme du dollar à un horizon de six à douze mois.** En effet, la Fed reste très accommodante et elle passera outre l'amélioration récente des données américaines, en particulier le pic temporaire d'inflation attendu au deuxième trimestre (cf. [Focus inflation](#)). Dans le même esprit, le FOMC pourrait annoncer des mesures (telles qu'une opération « *twist 2.0* »⁹) pour contenir les variations « perturbatrices » des rendements obligataires américains, lesquelles sont susceptibles de peser sur l'appétit mondial pour le risque, voire de menacer la reprise économique américaine. La Fed, fondamentalement accommodante, fera en sorte que les rendements réels des *Treasuries* restent nettement négatifs dans un avenir prévisible, ce qui continuera à peser sur l'attractivité du dollar. L'impact négatif de la faiblesse des taux réels et des rendements américains sur le dollar pourrait être renforcé par la politique de hausse des impôts et de « sur-réglementation » que l'administration Biden prévoit pour les

⁹ L'opération *twist*, mise en œuvre par la Fed en 2011 et 2012, était un programme d'allongement de la maturité du portefeuille de titres obligataires de la Fed. Les achats de titres à long terme étaient financés par la vente de titres à plus court terme.

trimestres à venir, politique susceptible de peser sur l'attractivité des actions américaines.

Enfin, **une grande partie du plan de relance budgétaire de 1 900 milliards de dollars du président Biden sera dépensée en produits importés**. Cela pourrait entraîner une **nouvelle détérioration des comptes extérieurs américains** – déjà très déséquilibrés – **et peser sur le dollar au second semestre 2021**. Cette évolution mettrait encore plus en évidence la très forte corrélation négative entre le dollar et le commerce mondial, qu'illustre le graphique ci-contre. En effet, le taux de change effectif du dollar a tendance à baisser pendant les périodes de reprise du commerce mondial et inversement. Or, le volume du commerce mondial devrait continuer d'augmenter au second semestre 2021, puis en 2022, la reprise *post-Covid* gagnant partout du terrain. Une part croissante des recettes commerciales en dollars des exportateurs mondiaux sera alors convertie en devise locale, tandis que les Banques centrales diversifieront leurs réserves de change, en hausse, en vendant des dollars au profit de devises liquides, l'euro par exemple.

**Taux de change effectif du dollar :
baisse en période de reprise du
commerce mondial**



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Quels sont les risques qui pèsent sur nos prévisions ? **La principale menace pour nos prévisions de reprise de la tendance baissière à long terme du dollar serait une possible escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine**. En effet, de telles tensions pourraient peser sur la reprise du commerce mondial et donc stimuler le dollar, en particulier vis-à-vis des devises asiatiques du G10. Cela serait conforme à ce qui a été observé en 2018-2019, lorsque les mesures protectionnistes de l'administration Trump ont poussé le billet vert vers son plus haut niveau depuis plusieurs années. **Un autre risque pesant sur notre scénario central serait une montée des risques politiques spécifiques comme le Brexit**, montée qui pourrait peser sur la livre sterling et, dans une moindre mesure, sur l'euro face au dollar.

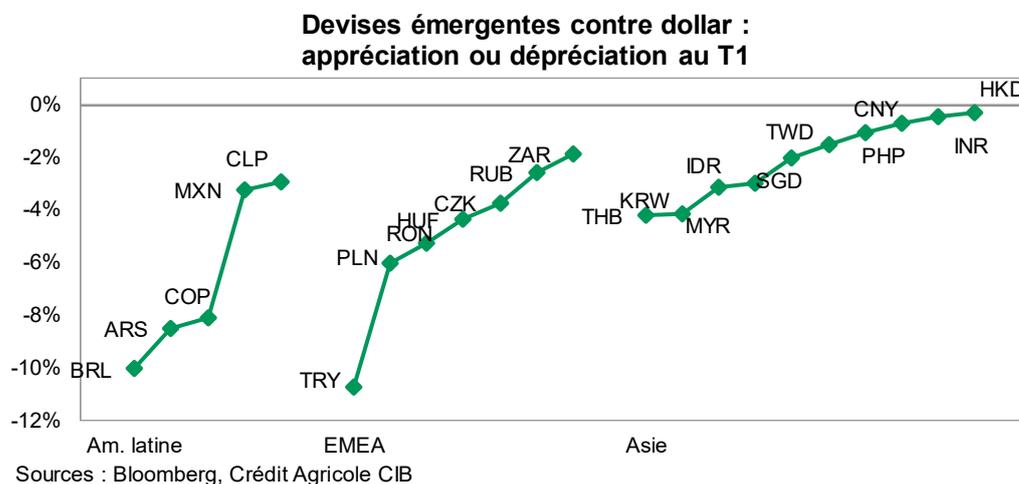
Pays émergents : quid après un premier trimestre faible ?

Le premier trimestre a été agité pour les devises émergentes qui se sont toutes affaiblies par rapport au dollar. En termes régionaux, sans surprise, les devises asiatiques se sont révélées les plus solides, les devises d'Amérique latine les plus fragiles, les devises de la zone EMEA se situant entre les deux. La roupie indienne et le yuan chinois ont en outre été les devises les plus résistantes (si l'on excepte les devises à parité fixe), tandis que la livre turque et le real brésilien sont celles qui se sont le plus dépréciées.

La hausse forte et rapide des taux de marché américains, sur fond d'intensification des attentes de reflation, constitue le principal facteur commun de dépréciation : les taux à dix ans ont ainsi augmenté de 84 points de base au premier trimestre. L'élément de surprise est venu en grande partie de la politique américaine : les Démocrates ayant réussi à obtenir la majorité au Sénat en janvier, le président Biden a pu faire adopter un plan massif de relance, alimentant les anticipations d'inflation (facteur auquel se sont ajoutés des effets de base et la hausse des prix des matières premières).

Et maintenant ? **Le reste de l'année pourrait se dérouler en deux temps**. Dans un premier temps, **le marché sera encore aux prises avec la hausse des rendements américains**. L'ajout d'un plan de relance supplémentaire aux États-Unis, même si probablement davantage financé par des hausses d'impôts que par de nouvelles émissions obligataires, est susceptible de continuer à soutenir les

anticipations d'inflation. **La hausse continue des prix des matières premières** (+15% sur un an, +5% au seul mois de mars) **devrait également alimenter les anticipations d'inflation**. L'essentiel de la hausse de l'inflation devrait se concentrer au deuxième trimestre : un contexte peu favorable aux devises émergentes. **Les devises émergentes resteront donc probablement sur la défensive jusqu'à l'été.**



Pour l'ensemble des devises du monde émergent, en termes de valeur relative, nous envisageons quatre catégories :

1 - Trois devises se distinguent par leur caractère prometteur : le rouble russe, le ringitt malais et la livre égyptienne. Tous trois présentent un portage relativement élevé, et nous les anticipons soit à peu près stables (livre égyptienne, ringitt malais), soit en hausse (rouble russe, soutenu par la coordination OPEP+).

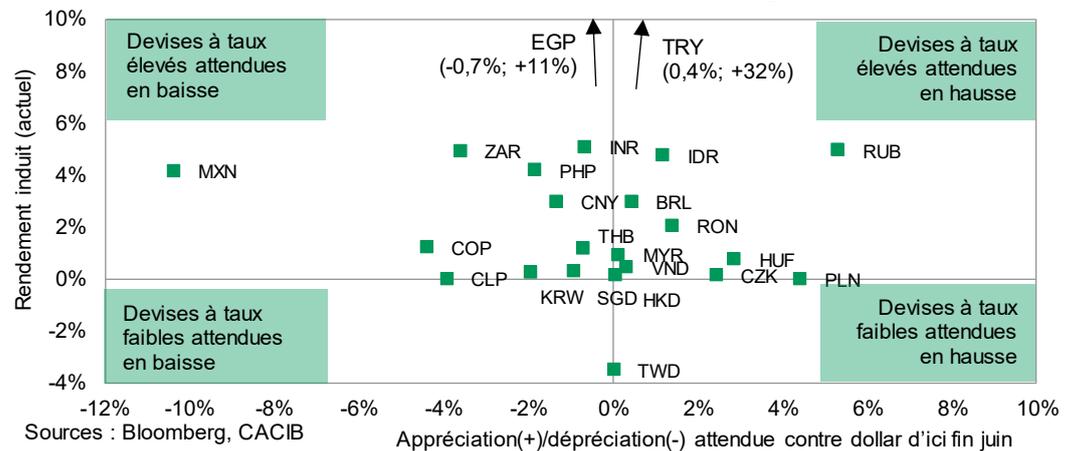
2 - Certaines devises à taux élevé paraissent plus risquées. La livre turque pourrait s'apprécier (les déséquilibres étant probablement amenés à se réduire au fil du temps en raison du resserrement des conditions monétaires déjà opéré), mais un tel scénario est incertain : en raison des problèmes de crédibilité de la Banque centrale turque (CBRT), la livre turque pourrait d'abord passer par une période difficile avant de connaître une amélioration. Le rand sud-africain, qui est actuellement relativement élevé, pourrait se déprécier en réaction à la remontée des taux de marché américains. Le real brésilien semble également vulnérable, en raison de la gestion contestée de la crise sanitaire par le président Bolsonaro et de la montée du risque souverain, même si la BCB semble toutefois prête à intervenir et à limiter, si nécessaire, la baisse du real. Le peso mexicain devrait se déprécier, en raison d'une accumulation de positions de marché, d'un risque de décorrélation partielle avec l'économie américaine et de la réticence de la Banque centrale mexicaine (Banxico) à relever ses taux directeurs (contrairement à la Banque centrale brésilienne, par exemple).

3 - Les devises asiatiques semblent « plus calmes » et plus recentrées sur le centre du graphique (les prévisions de change ont moins changé et le rendement induit moyen est plus faible que pour les autres pays émergents). Ceci résulte de trois facteurs : un risque plus faible et de meilleurs fondamentaux, en moyenne, par rapport aux autres émergents, la réticence des banques centrales asiatiques à voir leurs devises s'apprécier, et notre anticipation d'une dépréciation progressive du yuan chinois au deuxième trimestre.

4 - Notre opinion optimiste sur l'Europe centrale (CE4) repose sur l'anticipation d'une amélioration de la situation sanitaire en Europe au cours des prochains mois, ce qui devrait permettre aux taux de change de retrouver leurs niveaux de long terme.

Ensuite, vers le milieu de l'année, les devises émergentes pourraient passer à une deuxième étape. Le point important pour les émergents, n'est pas tant le niveau absolu des taux de marché américains que le rythme de leur hausse. **Lorsque l'inflation se stabilisera, vers la mi-2021 et les rendements américains avec elle, les devises émergentes pourraient bénéficier d'un certain répit.** Le plan de relance américain soutiendra non seulement les taux de marché, mais aussi la demande américaine : les exportations des pays émergents devraient ainsi tirer avantage de la reprise américaine et mondiale, laquelle bénéficiera également de la vaccination. Cela pourrait profiter aux devises émergentes *via* l'excédent de leur balance courante (exportations) et de leur balance des capitaux (achat d'actions), ce facteur s'ajoutant à l'attractivité du portage pour les devises à taux élevés.

Prévisions 2021 pour les devises émergentes



Prévisions économiques et financières

Taux d'intérêt

| | | 13-avr. | 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 |
| | Taux 10 ans | 1,66 | 1,85 | 1,80 | 1,75 | 1,85 | 1,95 | 2,05 | 2,15 |
| Zone euro | Dépôt | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
| | Taux 10 ans (All.) | -0,29 | -0,25 | -0,25 | -0,20 | -0,15 | -0,15 | -0,10 | -0,10 |
| Spread 10a c/ EUR | France | 0,26 | 0,20 | 0,20 | 0,30 | 0,45 | 0,25 | 0,30 | 0,30 |
| | Italie | 1,05 | 0,85 | 0,80 | 0,90 | 1,00 | 0,85 | 0,95 | 0,95 |

Taux de change

| Taux de change USD Pays industrialisés | | 13-avr. | juin-21 | sept.-21 | déc.-21 | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 |
|--|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Euro | EUR/USD | 1,19 | 1,17 | 1,19 | 1,20 | 1,21 | 1,22 | 1,23 | 1,24 |
| Japon | USD/JPY | 109 | 108 | 108 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| Royaume-Uni | GBP/USD | 1,37 | 1,35 | 1,38 | 1,40 | 1,42 | 1,43 | 1,44 | 1,45 |
| Suisse | USD/CHF | 0,92 | 0,94 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,93 |
| Asie | | | | | | | | | |
| Chine | USD/CNY | 6,54 | 6,65 | 6,55 | 6,45 | 6,45 | 6,45 | 6,45 | 6,45 |
| Hong Kong | USD/HKD | 7,77 | 7,77 | 7,76 | 7,76 | 7,76 | 7,76 | 7,76 | 7,76 |
| Inde | USD/INR | 75,28 | 74,00 | 74,50 | 75,00 | 75,50 | 76,00 | 76,50 | 77,00 |
| Corée du Sud | USD/KRW | 1123 | 1155 | 1145 | 1135 | 1130 | 1125 | 1120 | 1110 |
| Amérique latine | | | | | | | | | |
| Brésil | USD/BRL | 5,73 | 5,75 | 5,60 | 5,50 | 5,75 | 5,90 | 5,90 | 5,90 |
| Mexique | USD/MXN | 20,10 | 23,00 | 22,00 | 21,50 | 21,00 | 20,50 | 20,00 | 20,00 |
| Europe - émergents | | | | | | | | | |
| Pologne | USD/PLN | 3,82 | 3,81 | 3,71 | 3,64 | 3,58 | 3,53 | 3,49 | 3,44 |
| Russie | USD/RUB | 76,99 | 72,00 | 73,00 | 75,00 | 75,00 | 76,00 | 77,00 | 78,00 |
| Turquie | USD/TRY | 8,14 | 8,30 | 8,20 | 7,90 | 7,80 | 7,80 | 7,80 | 8,00 |

Matières premières

| | | 13-avr | 2021 | | | 2022 | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Métaux précieux | | | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Or | USD/oz | 64 | 1 960 | 1 980 | 2 020 | 2 040 | 2 080 | 2 120 | 2 140 |

| | | 13-avr | 2021 | | | 2022 | | | |
|--------------------|---------|--------|------|----|----|------|----|----|----|
| Prix moy. du trim. | | | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Brent | USD/BBL | 64 | 63 | 61 | 63 | 65 | 65 | 67 | 70 |

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 | -3,5 | 5,1 | 3,8 | 1,2 | 2,4 | 2,0 | -2,6 | -2,6 | -2,7 |
| Japon | -4,8 | 2,4 | 2,5 | -0,2 | 1,1 | 0,9 | 2,9 | 3,3 | 3,7 |
| Zone euro | -6,8 | 4,0 | 4,1 | 0,3 | 1,4 | 1,0 | 2,8 | 3,2 | 2,9 |
| Allemagne | -5,3 | 2,9 | 3,9 | 0,4 | 2,1 | 1,3 | 6,9 | 6,8 | 6,6 |
| France | -8,2 | 5,4 | 3,6 | 0,5 | 1,2 | 0,8 | -2,3 | -1,0 | -1,0 |
| Italie | -8,9 | 3,8 | 3,9 | -0,2 | 0,8 | 0,3 | 3,0 | 2,8 | 2,6 |
| Espagne | -11,0 | 4,9 | 5,3 | -0,3 | 0,9 | 0,6 | 1,9 | 1,9 | 1,7 |
| Pays-Bas | -3,8 | 2,7 | 3,4 | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 8,6 | 10,3 | 10,2 |
| Autres pays développés | | | | | | | | | |
| Royaume-Uni | -9,8 | 5,5 | 7,4 | 1,4 | 1,5 | 2,0 | -3,5 | -5,3 | -4,6 |
| 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 | 7,3 | 5,4 | 2,9 | 2,2 | 2,7 | 2,3 | 1,7 | 1,4 |
| Chine | 2,3 | 8,5 | 5,1 | 2,5 | 1,3 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 1,7 |
| Inde | -7,0 | 7,4 | 7,4 | 6,6 | 5,1 | 5,5 | 1,2 | -2,2 | -2,7 |
| Corée du Sud | -0,9 | 3,4 | 2,7 | 0,6 | 1,0 | 1,4 | 4,0 | 3,8 | 3,7 |
| Amérique latine | -6,6 | 3,9 | 2,8 | 8,5 | 9,3 | 8,3 | 0,2 | -0,1 | -0,7 |
| Brésil | -4,1 | 3,5 | 2,8 | 4,5 | 4,6 | 3,8 | -0,9 | -0,5 | -1,0 |
| Mexique | -8,2 | 4,2 | 3,0 | 3,2 | 3,8 | 3,6 | 2,5 | 1,0 | 0,5 |
| Europe émergente | -2,5 | 3,5 | 3,4 | 5,1 | 6,2 | 4,9 | 0,6 | 0,7 | 0,7 |
| Russie | -3,0 | 3,0 | 2,5 | 3,4 | 5,2 | 4,0 | 2,2 | 2,5 | 2,5 |
| Turquie | 1,6 | 4,5 | 4,0 | 11,9 | 13,5 | 10,5 | -5,1 | -3,0 | -2,5 |
| Pologne | -2,8 | 3,6 | 4,9 | 3,4 | 2,6 | 2,2 | 3,5 | 2,9 | 2,3 |
| Afrique, Moyen-Orient | -4,7 | 3,4 | 3,4 | 8,0 | 7,7 | 6,2 | -3,5 | -1,8 | -0,5 |
| Arabie Saoudite | -4,1 | 3,2 | 3,1 | 3,5 | 2,9 | 2,1 | -4,0 | -0,9 | 1,2 |
| Emirats Arabes Unis | -5,5 | 3,2 | 3,2 | -2,1 | 1,0 | 2,1 | -0,3 | 1,1 | 3,5 |
| Egypte | 1,0 | 3,9 | 5,0 | 5,1 | 6,5 | 6,9 | -4,5 | -4,0 | -3,5 |
| Maroc | -7,0 | 3,9 | 3,2 | 0,6 | 1,1 | 1,5 | -7,0 | -4,2 | -3,5 |
| Total | -3,6 | 5,2 | 4,2 | 2,9 | 3,3 | 3,0 | | | |
| Pays industrialisés | -5,2 | 4,3 | 3,9 | 0,7 | 1,8 | 1,5 | | | |
| Pays émergents | -2,4 | 5,8 | 4,5 | 4,6 | 4,4 | 4,2 | | | |

Comptes publics

| | Solde budgétaire (% du PIB) | | | Dette publique (% du PIB) | | |
|--------------------|-----------------------------|------|------|---------------------------|-------|-------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Etats-Unis | -16,0 | -9,9 | -6,1 | 98,2 | 104,5 | 105,6 |
| Japon | -13,5 | -6,7 | -4,1 | 242,4 | 244,7 | 245,9 |
| Zone euro | -7,5 | -7,5 | -4,2 | 101,1 | 104,2 | 100,3 |
| Allemagne | -3,7 | -6,8 | -2,2 | 69,5 | 75,0 | 75,3 |
| France | -9,2 | -7,2 | -5,7 | 115,6 | 117,3 | 118,0 |
| Italie | -9,5 | -9,9 | -4,7 | 155,7 | 159,6 | 156,5 |
| Espagne | -11,0 | -9,6 | -6,8 | 120,0 | 122,4 | 121,5 |
| Pays-Bas | -7,0 | -5,5 | -3,9 | 59,1 | 61,4 | 63,0 |
| Belgique | -10,6 | -7,1 | -6,3 | 116,0 | 117,8 | 118,6 |
| Grèce | -6,4 | -7,6 | 1,4 | 203,6 | 191,8 | 0,0 |
| Irlande | -5,5 | -5,1 | -3,6 | 59,0 | 60,2 | 59,1 |
| Portugal | -7,3 | -5,2 | -3,1 | 134,5 | 133,0 | 131,0 |
| Royaume-Uni | -14,1 | -9,3 | -4,1 | 102,1 | 107,5 | 103,5 |

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

Achévé de rédiger le 12 avril 2021

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date | Titre | Thème |
|------------|---|---------------------|
| 12/04/2021 | <u>UE – Souvenirs de Lépante, traquenards modernes et défis nouveaux</u> | UE |
| 09/04/2021 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u> | Monde |
| 08/04/2021 | <u>Union européenne – NGEU : la Cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?</u> | UE |
| 08/04/2021 | <u>Inflation et métaux</u> | Sectoriel |
| 08/04/2021 | <u>Géopolitique, pandémie et "intelligence contextuelle" des États</u> | Géopolitique |
| 06/04/2021 | <u>Inflation et fret maritime</u> | Sectoriel |
| 06/04/2021 | <u>Brésil – Les histoires d'amour finissent mal (en général)</u> | Amérique latine |
| 02/04/2021 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u> | Monde |
| 02/04/2021 | <u>Italie – Un marché du travail gelé en 2020</u> | Italie |
| 31/03/2021 | <u>Inflation et semi-conducteurs</u> | Sectoriel |
| 31/03/2021 | <u>Asie : la grande fracture ?</u> | Asie du Sud-Est |
| 30/03/2021 | <u>L'inflation ou le réveil de la belle endormie</u> | Monde |
| 30/03/2021 | <u>Zone euro – Vaccination dans l'UE : " Yes, we can " ou tour de Babel ?</u> | UE |
| 30/03/2021 | <u>Turquie – Pierre et le Loup</u> | PECO, Asie centrale |

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 LEOUGRE – 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 LEOUGRE – catherine.leougre@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-francois.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 / 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**