

# Perspectives

Trimestriel – N°20/239 – 2 octobre 2020

## MONDE – Scénario macro-économique 2020-2021

### Tous sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres<sup>1</sup>...

Tout comme la récession, le rebond est généralisé. Tout comme la récession, il est fort mais hétérogène. Largement mécanique, il envoie des signes d'essoufflement qui nourrissent des inquiétudes sur sa résistance une fois les aides allégées. Des inquiétudes diffuses mais une double certitude : des taux d'intérêt durablement très bas et une croissance mondiale chaotique et non synchrone.

#### Sommaire

|  |    |
|--|----|
| Pays développés – Quelle reprise au-delà du « faux V » ? ..... | 3  |
| Pays émergents – Faire le tri ? .....                          | 15 |
| Pétrole – Toujours confiné dans l'attente d'un vaccin .....    | 23 |
| Politique monétaire – Souplesse maximale.....                  | 24 |
| Taux d'intérêt – Sous cloche.....                              | 27 |
| Taux de change – Sous le sceau des élections américaines ..... | 29 |
| Prévisions économiques et financières .....                    | 32 |

#### Ce que l'on constate

Après une contraction d'une violence historique au deuxième trimestre, l'activité économique s'est partout reprise épousant une forme schématiquement, mais abusivement, qualifiée de V. Si le choc a été généralisé, il a cependant fait des dégâts d'ampleur diverse selon la date de début de la pandémie, la stratégie sanitaire, la vigueur pré-crise et la structure des économies. Sa profondeur est également variable selon les moyens déployés pour l'amortir. Et ceux-ci sont eux-mêmes conditionnés par les marges de manœuvre monétaire et

budgétaire, ainsi que par la lucidité et l'efficacité des gouvernements.

Pour illustrer ne serait-ce que la variété de la contre-offensive budgétaire, les estimations du FMI<sup>2</sup> indiquent que l'effort composé, d'une part, des dépenses supplémentaires et des pertes de revenus et, d'autre part, de soutiens pouvant être temporaires (prêts, mesures de recapitalisation et garanties) atteindrait pour la moyenne des pays émergents et du G20, respectivement, 5,1% et 12,1% de leurs PIB. Quant aux économies avancées, l'effort consommerait près de 20% de la richesse annuelle produite.

<sup>1</sup> "Tous les animaux sont égaux mais certains sont plus égaux que d'autres" (« La ferme des animaux », George Orwell)

<sup>2</sup> *World Economic Outlook, Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*, juillet 2020. La plupart des mesures nationales de soutien ont été prises au premier semestre. Les chiffres, bien qu'ils puissent paraître un peu anciens, sont éclairants et ont l'avantage de permettre les comparaisons.

Au deuxième trimestre (en variation trimestrielle), alors que le PIB chinois rebondit déjà de 11,5% après s'être replié de 10% au premier trimestre, les contractions du PIB se situent donc sur un éventail allant de 25,2% en Inde ou 20,4% au Royaume-Uni à 3,2% en Corée, en passant par 9,1% aux États-Unis et 11,8% en zone euro. Au sein de celle-ci, la dispersion entre les grandes économies, ingrédient de la fragmentation tant redoutée, est patente avec des replis allant de 18,5% en Espagne, 13,8% en France, 12,8% en Italie pour atteindre « seulement » 9,7% en Allemagne.

Au regard des indicateurs mensuels et des enquêtes, le rebond est généralisé, tout comme la chute de l'activité l'avait été. Tout comme elle, il est puissant mais hétérogène et signale que l'offre, la demande et les secteurs se redressent selon des vitesses et des vigueur différentes. Le secteur des services qui requiert mobilité et interaction sociale tend à afficher un retard naturel par rapport au secteur industriel. Selon la nature et l'efficacité des mesures de soutien, la reprise de la demande précède celle de l'offre (grands pays développés dans lesquels les revenus des ménages, voire l'emploi, ont été largement préservés), alors que l'offre devance dangereusement la demande (Chine, notamment, où l'emploi et les revenus souffrent alors que la machine industrielle repart grâce à la demande publique et la stimulation du crédit bancaire). La reprise se dessine donc, mais elle est loin d'être homogène, synchronisée et risque d'être chaotique.

### Ce que l'on redoute

Au-delà de ce « faux V » largement mécanique, la reprise envoie des signes d'essoufflement : ils sont notamment lisibles sur les enquêtes dont les résultats, après avoir évidemment bondi d'enthousiasme, s'assagissent, voire se replient : un mouvement naturel qu'alimentent les mauvaises nouvelles sur le contrôle de la pandémie elle-même. Même en supposant que ne soient pas de nouvelles prises des mesures drastiques de confinement, le retour à une « libre circulation » des personnes (et des biens) tarde et nourrit des inquiétudes sur la vigueur et la pérennité du rebond. Par ailleurs, qu'advient-il de la reprise une fois les aides allégées ?

La levée progressive des dispositifs temporaires de soutien (allègements fiscaux, report de cotisations, dispositifs de chômage partiel, versements directs en faveur des ménages) va rendre visibles les premières blessures infligées par la crise, notamment en termes de chômage et de défaillances d'entreprises. Il est déjà envisagé ou envisageable que des mesures de soutien et de relance supplémentaires soient déployées dans les grands

pays développés : c'est le cas dans l'Union européenne ou aux États-Unis en dépit de négociations âpres à l'approche des élections. La faiblesse des taux d'intérêt permet, en effet, d'envisager que soient financés facilement des efforts budgétaires additionnels.

Néanmoins, la triple question de l'objet, de l'efficacité à terme et donc, dans certains cas, du maintien des mesures de soutien va se poser : palliatif à une évaporation transitoire de la demande, allègement de difficultés temporaires de trésorerie, accompagnement d'une transition induite par la crise ou effet d'aubaine pour des entreprises dont la survie était menacée avant la crise. Nul doute que l'allègement même différé finira par avoir un coût en termes d'emploi et de défaillances d'entreprises.

Quant aux pays émergents, la question du maintien des dispositifs de soutien et de relance se heurte pour nombre d'entre eux à une contrainte budgétaire très forte couplée à un épuisement des munitions monétaires.

### Ce que l'on anticipe

Alors que les taux d'intervention des principales Banques centrales (nuls voire négatifs) sont très durablement installés sur un plancher, l'activisme monétaire se déploie grâce aux outils quantitatifs : les interventions s'étendent bien au-delà des taux courts, les quantités gonflent, les totems tombent. Tout sera entrepris pour promouvoir et conforter la reprise. En se déployant de taux d'intervention durablement nuls ou négatifs jusqu'aux innovations quantitatives imprimant leurs marques sur les échéances plus longues, l'activisme monétaire assure un environnement de taux d'intérêt sans risques très (vraiment très) bas et de courbes peu pentues. En termes de taux de change, les élections américaines seront un élément dominant. Le contexte pré-électoral américain est habituellement peu propice à l'appréciation du dollar. À l'approche des élections de novembre, l'incertitude sur le résultat et sur sa validation officielle (en temps et en heure) pourrait cependant lui être légèrement favorable. Son avenir *post*-électoral pourrait être, en revanche, plus terne qu'au cours du mandat présidentiel qui s'achève.

En ce début d'automne, les inquiétudes demeurent donc multiples, mais une double certitude se dégage. Les taux d'intérêt sans risque des grands souverains développés resteront très durablement très bas et une reprise mondiale certainement chaotique et non synchrone se dessine, accentuant les fragilités pour faire apparaître un monde encore plus fragmenté.

## Pays développés – Quelle reprise au-delà du « faux V » ?

Après un choc d'une violence historique, les mesures de soutien ont permis un rebond manifeste. Au-delà de ce « faux V » largement mécanique, les signes d'essoufflement pointent et, malgré les remèdes publics, les blessures de la crise commencent à être visibles. Que peut-il advenir de la reprise au moment où ses béquilles temporaires risquent de lui être partiellement ôtées ?

### États-Unis : une reprise plus lente après le fort rebond du troisième trimestre

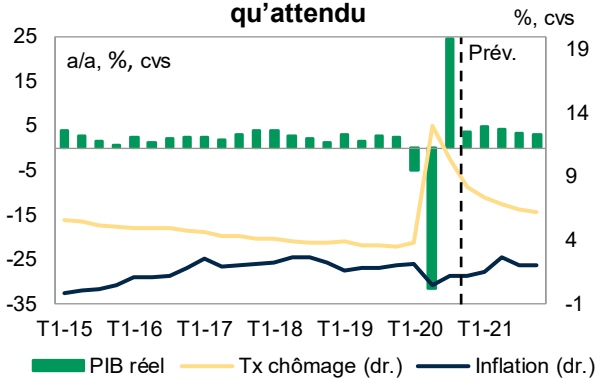
Après la contraction historique provoquée par la pandémie de Covid-19, l'économie américaine est en voie de redressement. Largement mécanique, le rebond initial a été plus fort que prévu : une vigueur qui nous a conduits à très légèrement réviser nos prévisions à la hausse. Mais le processus de récupération sera lent, progressif et le PIB ne retrouvera pas son niveau d'avant-crise avant 2022. Avec la contraction historique du PIB de 31,7%<sup>3</sup> au deuxième trimestre, le pire de la crise est derrière nous. Une progression à un rythme élevé est attendue au troisième trimestre : notre modèle suggère actuellement une expansion proche de 25%. Puis, le rythme devrait s'infléchir et, compte tenu de l'ampleur de la baisse du début d'année, le PIB devrait être, en fin d'année, inférieur d'environ 4,5% à son niveau un an auparavant.

La consommation représentant environ 70% du PIB total, elle est traditionnellement le principal moteur de l'économie américaine : cette année inédite ne fait pas exception. L'arrêt de l'activité de nombreuses entreprises pendant le confinement et la détérioration rapide du marché du travail (perte de plus de 20 millions d'emplois pour le seul mois d'avril et remontée du taux de chômage à 14,7%, son niveau le plus élevé depuis la Grande Dépression) ont provoqué une contraction de 34,1% de la consommation en rythme annuel au deuxième trimestre.

Cependant, grâce à un soutien budgétaire « massif » sous la forme de paiements directs aux ménages et d'indemnités de chômage « améliorées », les revenus personnels ont connu une croissance historique (au sens propre) en avril. Les derniers chiffres disponibles indiquent qu'ils se sont maintenus au-dessus de leurs niveaux d'avant-crise. Les compensations limitant la perte de revenus d'activité ont permis aux ventes au détail de rebondir pour revenir, dès juillet, au-dessus de leur pic d'avant-crise. Dans la mesure où elle comprend les dépenses de services, lesquelles nécessitent davantage d'interaction sociale, la consommation totale ne devrait cependant pas se redresser aussi rapidement. Même avec la reprise décalée des dépenses de services, la consommation devrait néanmoins progresser d'un peu plus de 30% au troisième trimestre.

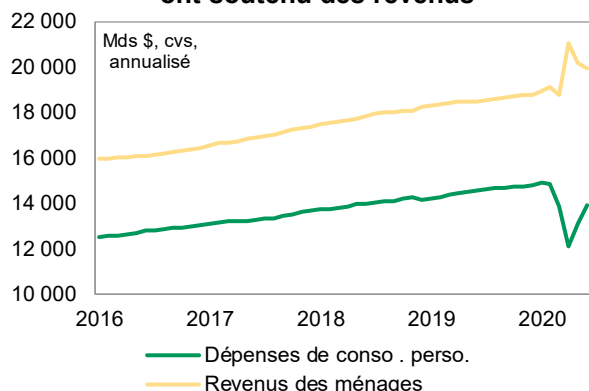
Au-delà de leur sursaut initial, lisible au troisième trimestre, les dépenses de consommation sont susceptibles de ralentir. Les indemnités de chômage prévues dans le « Cares Act » ont expiré et n'ont été remplacées que temporairement et partiellement par un décret du président Donald Trump, tandis que l'élaboration d'un nouveau projet de relance budgétaire a pris du retard. De plus, bien que l'emploi ait favorablement surpris au cours de l'été, le marché du travail est

USA : ralentissement de la reprise après un rebond initial plus fort qu'attendu



Sources : BEA, BLS, Bloomberg, CA CIB

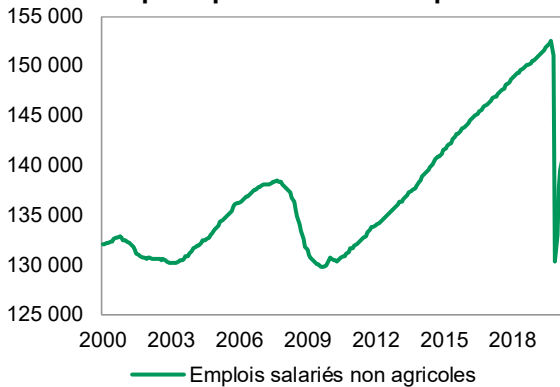
USA : les mesures de relance ont soutenu des revenus



Sources : BEA, Bloomberg, CA CIB

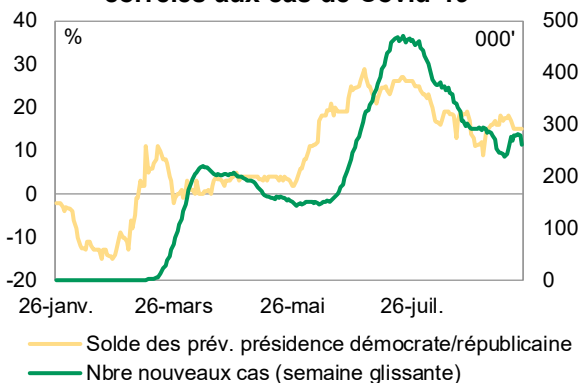
<sup>3</sup> Toutes les variations d'un trimestre à l'autre sont exprimées en rythme annualisé comme il est de tradition aux États-Unis.

**USA : seulement la moitié des emplois perdus a été récupérée**



Sources : BLS, Bloomberg, CA CIB

**USA : les sondages électoraux corrélés aux cas de Covid-19**



Sources : PredictIt, Bloomberg, Crédit Agricole CIB

**affaibli par rapport à l'avant-crise ; sa reprise perd de son allant.**

Moins de la moitié des emplois perdus en mars et avril ont été récupérés ; à 8,4%, le taux de chômage est près de deux fois et demie plus élevé que son point bas d'avant-crise.

**La forte baisse des investissements a, évidemment, été l'un des principaux facteurs de contraction du PIB au deuxième trimestre.**

Déjà engagé sur la voie du repli mi-2019, l'investissement fixe non résidentiel a littéralement plongé au deuxième trimestre 2020 (baisse de près de 26%). L'investissement résidentiel a amplifié le mouvement (recul de près de 38%). Si certaines composantes de l'investissement (résidentiel notamment) se sont déjà nettement redressées, le niveau élevé d'incertitude que nourrissent à la fois la pandémie et les élections risque d'inciter les entreprises à différer les investissements non essentiels. Cela augure d'une reprise lente de l'investissement total.

**La réponse monétaire a été agressive ; si elle a indéniablement contribué à soutenir la reprise, son pouvoir de stimulation semble à présent s'estomper.**

La Fed a abaissé ses taux directeurs à zéro, annoncé des achats d'actifs sans limitation de durée et créé un certain nombre de facilités de prêt pour soutenir différents secteurs d'activité.

**La riposte budgétaire a été rapide et massive.** Le Congrès a déjà adopté quatre séries de mesures de soutien totalisant près de 3 000 milliards de dollars : un soutien budgétaire d'un montant inédit qui, selon le CBO, fera grimper le déficit à 16% du PIB en 2020. Toutefois, nombre de programmes ont expiré ou ont utilisé l'intégralité des fonds mis à leur disposition ; les négociations au Congrès étant au point mort, il semble improbable qu'un nouvel ensemble de mesures soit adopté avant les élections.

**Au-delà de 2020, une reprise relativement progressive et lente se dessine.**

Les États ont déjà commencé à rouvrir leur économie, mais nombre d'entreprises et de consommateurs resteront probablement prudents, hésitant à renouer totalement avec leurs habitudes de dépenses antérieures. Notre scénario retient **une reprise en « V asymétrique<sup>4</sup> » avec une croissance du PIB d'environ 3,7% en 2021 et un PIB inférieur à son niveau d'avant-crise jusqu'en 2022.**

**Les risques sont nombreux et orientés majoritairement à la baisse.**

Alors que la situation sanitaire s'améliore dans les États du sud où l'épidémie a été très active, une résurgence du virus reste possible. Bien qu'il y ait apparemment peu d'appétit politique pour un nouveau « confinement », des mesures partielles pourraient être envisagées et peser sur la reprise.

**Les incertitudes entourant les prochaines élections sont extrêmement fortes et pèseront probablement sur l'activité au quatrième trimestre voire au-delà, en particulier si prévaut une période d'incertitude durant laquelle le résultat final n'est pas connu.**

Même si Joe Biden est légèrement favori, le résultat risque d'être plus serré que les sondages nationaux ne le suggèrent. Le contrôle du Sénat reste également hautement incertain. Les sites de paris donnent un léger avantage aux démocrates ; nous tablons plutôt sur un scénario dans lequel les républicains conserveraient de justesse le contrôle du Sénat. Mais, aucun des deux scénarios ne peut être radicalement exclu. Si les sites des paris ont raison, les démocrates

<sup>4</sup> Scénario dans lequel la jambe de droite du V (la reprise) sera beaucoup moins pentue que celle de gauche (la contraction), *swoosh-shaped recovery* en anglais.

obtiendraient la présidence et la majorité dans les deux assemblées (« *unified Democratic government* ») : un tel scénario pourrait être favorable à court terme pour la croissance. Un plan de relance plus important serait susceptible d'être adopté ; il porterait le risque d'une augmentation ultérieure des impôts et d'un durcissement de l'environnement réglementaire.

### Zone euro : la carte de la résilience pour écarter le scénario du pire

Au cours de l'été, l'évolution conjoncturelle s'est déployée dans deux directions : l'une très favorable, l'autre moins. **Les données conjoncturelles confirment que la fin du deuxième trimestre a été caractérisée par un rebond très soutenu de l'activité et de la confiance. Mais l'évolution de l'épidémie au niveau mondial éloigne l'hypothèse d'une disparition rapide du virus.** La crainte d'une deuxième vague de contagion, que nous prévoyons maîtrisée par des mesures de confinement ciblées et localisées, ainsi que le risque d'une reprise mondiale non synchrone maintiennent ainsi un niveau élevé d'incertitude sur notre scénario de croissance.

**Sur le front de la politique économique, des certitudes réconfortantes se matérialisent.** Avec le plan de relance européen, les pays les plus endettés de la zone peuvent compter sur d'importants transferts et prêts hautement concessionnels garantissant une impulsion budgétaire positive au-delà de l'horizon de prévision ; avec le changement de stratégie de la Fed, tout renversement prématuré de l'orientation de la politique monétaire dans les économies avancées est à exclure.

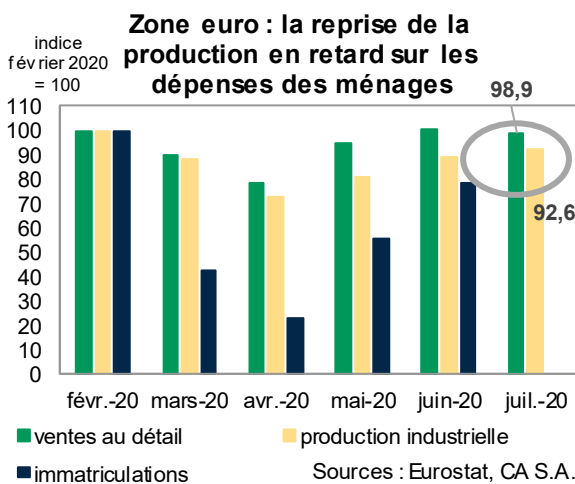
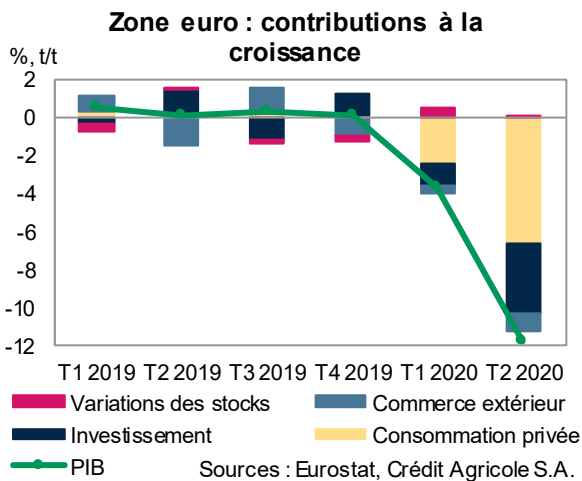
**Malgré les pansements fournis par les autorités, les blessures de la crise commencent à être visibles et ce ne sont que les premières.** L'érosion de la profitabilité et le maintien d'une activité très réduite dans certains secteurs vont inévitablement se traduire par une montée des défaillances d'entreprises et du chômage, au rythme du retrait des mesures de soutien temporaires (allègements fiscaux, report de cotisations et dispositifs de chômage partiel).

**L'ensemble de ces facteurs justifie notre hypothèse de reprise incomplète :** fin 2021, le niveau du PIB sera de 1% inférieur à son niveau d'avant-crise. Le rythme de croissance en 2021 (+5,5%, après -7,4% en 2020) sera inférieur à celui nécessaire pour combler l'écart de production négatif cumulé avec la crise. La reprise est néanmoins plus soutenue que notre scénario de juin ne l'envisageait, puisqu'il tablait alors sur un PIB de 2% inférieur à son niveau pré-crise. Grâce à de moins mauvaises performances au deuxième trimestre, la reprise serait plus rapide en Allemagne, en France et en Italie ; en Espagne, en revanche, elle serait beaucoup plus lente.

### Anatomie d'un « V » imparfait

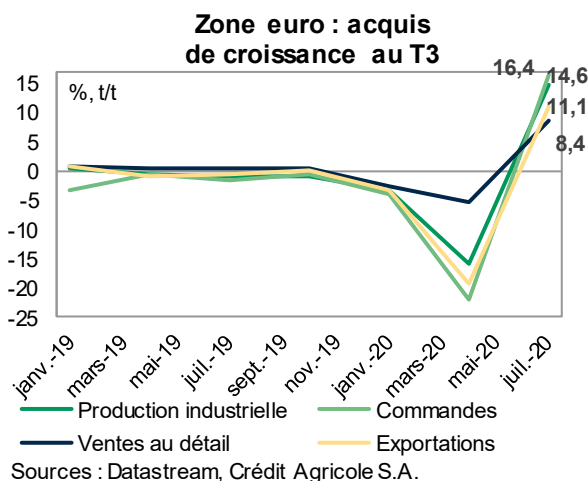
**La chute de l'activité au deuxième trimestre en zone euro est la plus forte depuis l'après-guerre, d'une ampleur approchant le triple du choc initial de la crise de 2008-2009.**

Le PIB a baissé de 11,8% par rapport au trimestre précédent, à peine moins que ce qui avait été prévu (-12,7%). **Les chocs subis par chacun des grands pays de la zone indiquent une dispersion importante :** l'Espagne (-18,5%), la France (-13,8%), l'Italie (-12,8%), le Portugal (-13,9%), la Belgique (-12,1%) et la Grèce (-14%) sont très fortement impactés. L'Allemagne (-9,7%), les Pays-Bas (-8,5%) et



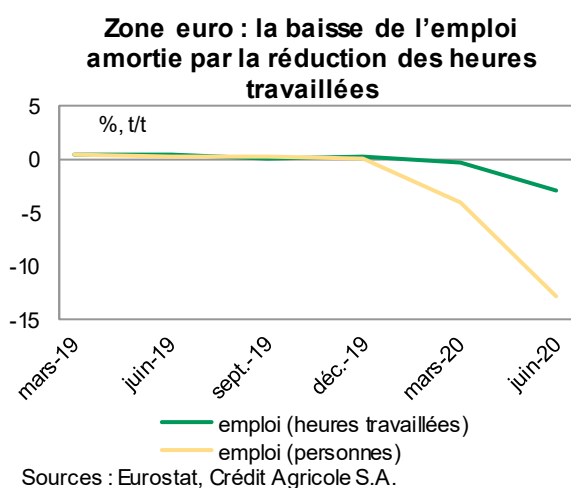
l'Autriche (-10,4%) enregistrent des baisses de leur PIB inférieures à celle de la moyenne de la zone.

Le repli du PIB au deuxième trimestre 2020 est principalement le résultat de **la baisse de la demande intérieure** qui contribue à hauteur de 10,9 points à la chute de l'activité. La contribution des variations des stocks est à peine positive (+0,1%), signe que depuis le mois de mai un processus de déstockage est en cours après l'importante accumulation sur la période mars-avril. Le commerce extérieur ne soustrait que 1 point à la croissance ; les flux d'exportations (-18,8%) et d'importations (-18%) restent identiquement en fort repli sur le trimestre.



**La consommation des ménages** a reculé de 12,4% sur le trimestre (en ligne avec nos prévisions). Dans la plupart des grandes économies de la zone, le repli des dépenses des ménages est d'ampleur similaire, à l'exception de l'Espagne où la chute a été plus brutale (-20,8%). **L'investissement** s'est plus fortement replié (-17% sur le trimestre). Cette baisse a été plus contenue en Allemagne, plus marquée en France et en Italie ; c'est de nouveau l'Espagne qui se distingue par sa contre-performance. Il en va de même pour le recul des exportations : très significatif en Espagne (-33,5%), puis en Italie (-26,7%) et en France (-25,5%), mais moindre en Allemagne (-20,3%).

Au deuxième trimestre 2020, le PIB dans la zone euro est de 15% inférieur à son niveau du quatrième trimestre 2019. L'évolution de l'activité au deuxième trimestre est marquée par un creux en avril et un rebond supérieur aux attentes en mai et juin. **Le rythme de croissance est très solide à la sortie du deuxième trimestre.**



**Les indicateurs mensuels confirment que les ménages ont porté la phase initiale du rebond.** Durant la phase de confinement, leur confiance s'est moins effondrée que celle des entreprises et la reprise de la consommation de biens a été très rapide. Après 20,3% en mai, les ventes au détail en volume ont progressé de 5,7% en juin. En dépit de leur repli en juillet (-1,3%), elles ont retrouvé leur niveau de février.

**La confiance des consommateurs s'est redressée rapidement à partir de mai, sans pour autant retrouver le niveau d'avant-crise en raison des anticipations de forte hausse du chômage.** Dès juillet, les indicateurs relatifs aux dépenses des ménages perdent progressivement leur élan. Le redémarrage des immatriculations automobiles pourrait fournir un relais important assurant le maintien des dépenses des ménages. Leur faiblesse sur la période 2018-2019, les incitations fiscales et les dépenses encore contraintes dans certains services, couplées à une relative solidité des bilans de ménages peu endettés, constituent des leviers favorables aux ventes de voitures. Malgré une reprise heurtée, les immatriculations (+1,7% en août, après +31,5% en juillet) s'approchent désormais de leur niveau d'avant-crise (-0,8%). Ce redémarrage peut fournir un soutien important à la reprise de l'activité dans l'industrie, fortement affectée par la chute de la production automobile.

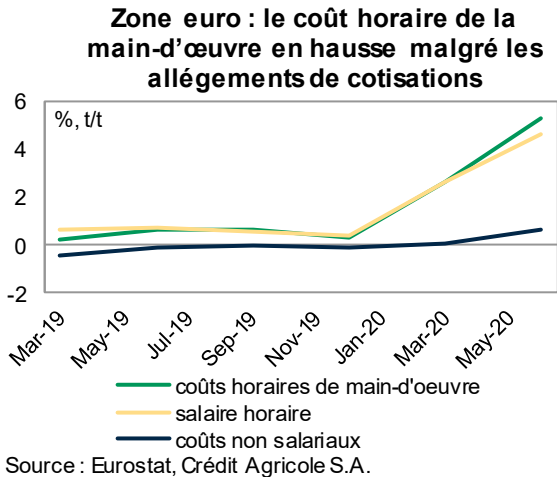
**La confiance des entreprises a évidemment été violemment atteinte durant le confinement. La perception d'une normalisation rapide du cadre conjoncturel a cependant progressivement mûri,** à l'exception des secteurs les plus directement concernés par la distanciation sociale et les changements de comportements. Malgré un rattrapage important, la production industrielle a, plus tardivement que la demande, retrouvé son niveau d'avant-crise. En dépit de progressions robustes (12,3% en mai, 9,1% en juin, 4,1% en juillet),

elle ne récupère pas son niveau pré-Covid (à -0,7% par rapport à février) et reste freinée par une production automobile elle-même encore inférieure de 7% au niveau pré-crise.

Le redémarrage de la demande a été satisfait par un important déstockage en mai et juin, qui a compensé la remontée des stocks en avril. La production non écoulee a, en effet, diminué et les enquêtes signalent une progression des commandes plus rapide que l'accumulation des stocks. **Un cycle de stocks pourrait donc caractériser les deux prochains trimestres et prendre le relais de la consommation des ménages pour soutenir la production.**

#### Dessiner la reprise, au-delà du rebond mécanique

Alors que les indicateurs de mobilité signalent un trafic vers les commerces et les lieux de loisirs proche de son niveau d'avant crise, et ce dès le mois d'août, **le potentiel de rebond des dépenses semble désormais limité par la reprise avancée de la consommation en biens, d'une part, et les contraintes persistantes sur la consommation de services, d'autre part.** C'est bien ce qui justifie la perte d'élan des indicateurs d'enquêtes au tournant du troisième trimestre. Le climat des affaires (enquêtes communautaires) s'est redressé mais reste encore bien plus faible qu'avant la pandémie. Les données d'enquêtes auprès des directeurs d'achats confirment que la croissance de l'activité du secteur privé dans la zone euro, après un pic en juillet, est moins dynamique pour n'être que modérée, notamment dans les services.



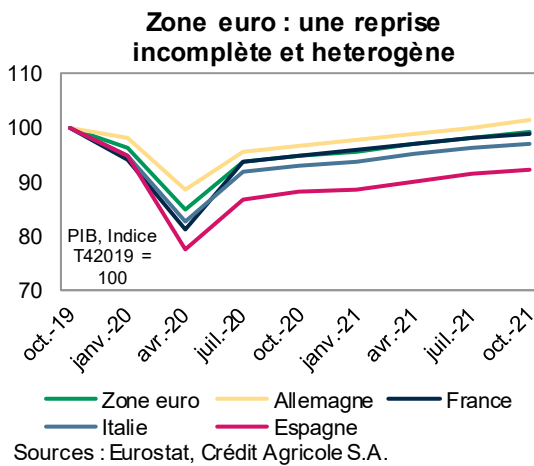
Avec un acquis de croissance élevé à la fin du mois de juillet, les données quantitatives « dures » signalent encore un rythme d'activité soutenu au troisième trimestre. Compte tenu de résultats d'enquêtes progressivement moins enthousiastes, la croissance de l'été tient donc plus de l'effet rebond du printemps que d'une dynamique soutenue au cours du troisième trimestre. Notre prévision de croissance du PIB au troisième trimestre (10,1%) conduit à un PIB de la zone euro encore inférieur de 6,5% à son niveau de fin 2019. L'essoufflement des enquêtes suggère, en outre, une croissance modérée au quatrième trimestre.

**Les dispositifs de chômage partiel et les allègements et reports de cotisations ont limité la baisse des rémunérations, faisant porter le plus « gros » de l'ajustement sur les profits au cours du deuxième trimestre 2020.**

Au deuxième trimestre 2020, la baisse de l'emploi (-2,9% en variation trimestrielle) a, en effet, été sans commune mesure avec la chute de l'activité (-11,8%), car le choc a pu être amorti par la réduction des heures travaillées (-12,8%). Cette réduction ne s'est pas accompagnée d'une baisse proportionnelle des salaires. La diminution des rémunérations par salarié (-4,7%) n'a pas compensé la chute de la productivité, avec un impact fortement négatif sur l'excédent brut d'exploitation (-14,8%) et les marges. *In fine*, le coût horaire de la main-d'œuvre (+5,2%) a ainsi été tiré vers le haut en dépit de la progression plus modérée des coûts horaires non salariaux (+0,6%) liée aux allègements et reports de cotisations. Ces dispositifs ont été différemment utilisés : réponse à une évaporation temporaire de la demande, mais aussi accompagnement d'une transition induite par la crise, effet d'aubaine dans des secteurs pour faire face à des transformations qui se dessinaient déjà avant la crise. Il est donc difficile à ce stade d'affirmer que ces dispositifs seront temporaires et ce d'autant plus que la disponibilité des fonds européens (SURE et

NGEU) permet de les refinancer avec un impact plus limité sur les budgets nationaux. En supposant néanmoins une levée progressive des dispositifs de report des cotisations, une pression à la hausse va s'exercer sur les coûts salariaux. Cette pression haussière, négative pour les profits, ne sera que partiellement compensée par la reprise de l'activité au deuxième semestre et le redressement de la productivité.

**La dégradation de la rentabilité et la levée progressive des dispositifs temporaires de soutien rendront donc visibles les premières blessures infligées par la crise, notamment en termes de défaillances et de chômage.** C'est bien ce qui justifie notre profil trimestriel de croissance en 2021 (+1,1% en moyenne par trimestre). La confiance, à supposer une amélioration graduelle de la situation sanitaire, pourrait se redresser, tandis que l'investissement public devrait être soutenu par les fonds européens de relance dès le deuxième trimestre 2021, permettant une légère accélération de la croissance. L'hypothèse relative à la confiance est essentielle : elle conditionne l'utilisation du surplus d'épargne considérable généré par le confinement. Le risque d'une remontée importante du chômage incitant à conserver une épargne de précaution substantielle est élevé ; cela limiterait le potentiel de hausse de la consommation privée. Quant à la reprise du cycle d'investissement, l'incertitude est élevée. Les taux d'utilisation des capacités restent très faibles et il est difficile d'imaginer des extensions de capacités compte tenu des incertitudes persistantes sur la demande et le rythme de croissance anticipé. Si, afin d'accompagner la transformation obligée de plusieurs activités, des investissements de substitution sont possibles, c'est cependant l'investissement public qui devrait contribuer le plus significativement au redressement de l'accumulation de capital, soutenu, notamment dans la périphérie de la zone, par le fonds de relance européen.



### Une réponse innovante pour limiter la fragmentation

**Face à l'ampleur exceptionnelle de la crise de la Covid, les autorités européennes nationales et communautaires semblent avoir tiré les bons enseignements de la grande crise financière.**

Le risque d'un retrait prématuré du soutien budgétaire et monétaire paraît écarté à l'horizon de la prévision, sachant que l'écart de production négatif sera loin d'être comblé. L'assouplissement du cadre réglementaire et de supervision permet de gérer la nature exceptionnelle de la crise en écartant toute considération, induite dans ce contexte, d'aléa moral. Puisqu'il ne s'agit pas d'une crise de surendettement, les mécanismes désinflationnistes liés au désendettement ne devraient pas non plus être encouragés, comme ce fut le cas lors de la décennie passée. Aussi le secteur bancaire est-il en situation de jouer un rôle d'amortisseur, en évitant que des crises de liquidité ne se transforment en crises de solvabilité. La transition du principe d'efficacité à celui de résilience nous paraît un élément-clé pour justifier une prévision qui peut sembler, sans l'être, optimiste et pour affirmer que le déroulement des crises de 2009 et de 2012 n'est pas un chemin obligé.

**Malgré les efforts déployés pour orchestrer une reprise plus autonome et plus homogène, le risque de fragmentation reste encore élevé :** fin 2021, l'Allemagne aurait retrouvé un PIB supérieur (+1,1%) à celui de la fin 2019 ; en revanche, celui-ci serait encore inférieur de 1,4% en France, de 3,1% en Italie et de 7,9% en Espagne.



### Focus Zone euro – Cette fois, c'est vraiment différent

Le processus a été long. Il a d'abord nécessité que soit partagé le même diagnostic sur l'ampleur du choc économique. Le travail des institutions internationales (FMI, OCDE), mais aussi de la Commission et de la BCE, a été essentiel pour dépasser les différentes évaluations nationales de l'impact global de la crise et pour appréhender sa nature systémique. Il a ensuite fallu dépasser les différentes lignes rouges nationales pour dessiner les contours du plan de relance (*Next Generation* EU, NGEU). Les instruments (subventions et prêts) sont ceux habituellement utilisés par l'Union ; mais établir l'équilibre entre les deux a fait l'objet d'âpres débats. Les subventions sont l'outil standard pour financer les dépenses (notamment au titre des politiques de cohésion) et les prêts ont été jusqu'ici réservés à l'assistance financière aux pays en crise. Leur « détournement » pour financer des dépenses est une pratique nouvelle dans l'Union. Que l'Union recourt à l'endettement pour « dépenser », c'est une vraie révolution. Cet endettement servira de soutien *post*-crise, mais aidera également à une profonde transformation des économies européennes : une véritable métamorphose. Enfin, le fait que le fonds de relance soit abrité et géré par la Commission constitue un rééquilibrage institutionnel inattendu en faveur de la « méthode communautaire » face à la dérive intergouvernementale qui avait prévalu au cours de la dernière décennie.

Donc, pour la première fois, l'UE se dote d'une capacité de réponse budgétaire à la crise : une réponse économiquement significative qui rééquilibre la relation avec une politique monétaire surchargée dont il est admis qu'elle ne peut seule garantir la stabilisation macro-économique. Et ce d'autant plus qu'il ne s'agit pas uniquement de stabilisation. Au-delà des mesures nécessaires pour limiter la « casse industrielle » et les destructions d'emplois, le fonds de relance, complété par les plans de relance nationaux, ne se contente pas de réparer ce que la crise a détruit : il s'inscrit dans une volonté d'accélérer les transformations de nos modèles de consommation, de mobilité et de production. Il est l'outil, avec le prochain budget de l'UE (le cadre financier pluriannuel, CFP), pour orienter l'action de la nouvelle Commission à l'horizon 2027 vers une action de planification stratégique partagée, dans l'objectif d'une plus forte autonomie européenne au sein du nouvel ordre mondial. L'adhésion des États est un ingrédient indispensable à ce processus. L'accès au fonds de relance est conditionné par le respect de ces priorités dans la dépense. Tout le processus de supervision budgétaire est adapté pour garantir la cohérence entre la programmation budgétaire nationale et les objectifs stratégiques communautaires. Ce processus est aussi réadapté pour renforcer la résilience de l'Union. Ainsi, la suspension du Pacte de stabilité est garantie jusqu'à fin 2021 (et probablement tant que l'écart de production négatif généré par la crise ne sera pas comblé). La question de la soutenabilité des finances publiques est « mise sens dessus-dessous » et abordée d'abord par le biais de la croissance plutôt que par celui des flux de déficit. Le ratio dette/PIB devra baisser par la hausse du dénominateur, en mettant en œuvre des politiques de soutien à la reprise et de renforcement de la croissance potentielle.

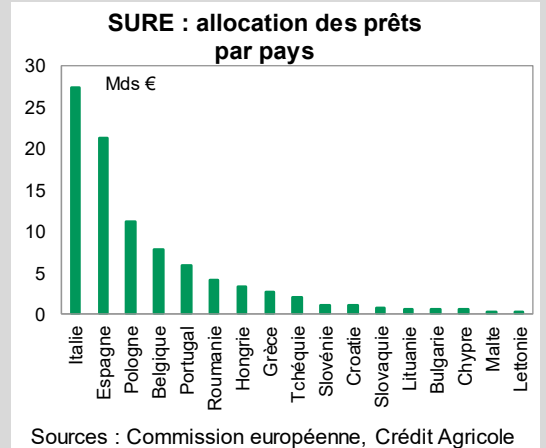
| <b>PLAN DE RELANCE 1 824 Mds €</b>           |                  |  |                      |   |                |
|--|------------------|--|----------------------|---|----------------|
| <b>NEXT GENERATION EU 750 Mds €</b>          |                  |  |                      |   |                |
| <b>AIDER LES ÉTATS MEMBRES A SE RÉTABLIR</b> |                  | <b>RELANCER L'ÉCONOMIE ET L'INVESTISSEMENT</b> |                      | <b>TIRER LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE</b>      |                |
| FACILITÉ POUR LA REPRISSE ET LA RÉSILIENCE   | 672,5 Mds        |  |                      |   |                |
| REACT-EU (cohésion et territoires)           | 47,5 Mds         |  |                      | RESC-EU   | 1,9 Md         |
| DÉVELOPPEMENT RURAL                          | 7,5 Mds          | INVEST-EU                                      | 5,6 Mds              | HORIZON EU : innovation, R&D, action extérieure | 5 Mds          |
| TRANSITION JUSTE                             | 10 Mds           |  |                      |   |                |
|  | <b>737,5 Mds</b> |  | <b>5,6 Mds</b>       |   | <b>6,9 Mds</b> |
| <b>CADRE FINANCIER PLURIANNUEL 2021-2028</b> |                  |  | <b>1 074,3 Mds €</b> |   |                |

Pour cela, il faut croire au multiplicateur budgétaire ; il faut espérer que la dépense publique génère suffisamment de demandes et opère des synergies avec la dépense privée pour garantir des gains de croissance. Et surtout qu'elle n'engendre pas de phénomènes d'éviction de l'investissement privé par un renchérissement de ses coûts de financement. Dans les circonstances actuelles de larges capacités excédentaires et de taux d'intérêt très bas, le risque d'éviction est limité et la dépense publique peut se révéler très efficace. Notamment si, comme le veut le plan de relance, elle prend la forme d'investissements publics (qui présentent un multiplicateur plus élevé) et de soutien aux réformes. De plus, comme une large partie des ressources (390 sur 750 Mds €) prend la forme de subventions et garanties, neutres sur la dette des États (et à rembourser seulement à très long terme, soit avec des nouvelles contributions des États au budget de l'UE, soit plus probablement avec des nouvelles recettes fiscales), toute pression à la hausse sur les taux d'intérêt semble exclue.

En effet, la plupart des ressources en provenance du *Next Generation EU* (NGEU) pourra être utilisée pour combler l'écart d'investissement dans le secteur public et privé creusé avec la crise. Selon une estimation de la Commission, cet écart ainsi que celui nécessaire à endiguer le déclin de l'investissement public et à assurer la transition écologique, digitale et l'approvisionnement des chaînes européennes de production se monterait à 1 500 Mds € pour la période 2020-2021. Toujours selon la Commission, le NGEU augmenterait le niveau du PIB de l'UE de 2,5% à l'horizon 2024 par rapport à un scénario sans NGEU. L'impact sur le ratio dette/PIB serait globalement positif (-3% à l'horizon 2030) et ce d'autant plus que les pays ont un revenu faible et une dette élevée (-8,5%).

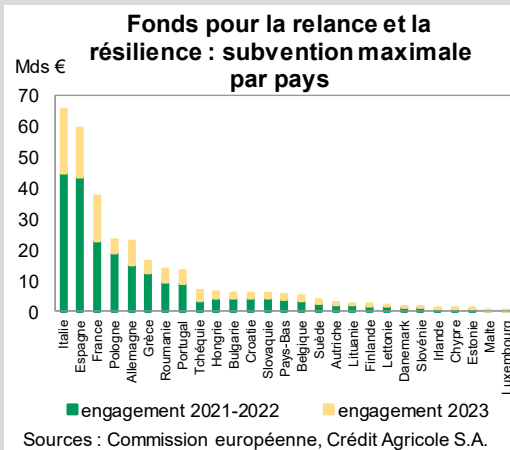
**Dans les détails du plan de relance**

Le plan de relance NGEU consiste en 750 Mds € (379,4 Mds de subventions, 10,6 Mds de garanties et 360 Mds de prêts concessionnels). Pour les 312 Mds € de subventions dans le cadre de la facilité pour la reprise et la résilience (RRF), l'allocation entre pays est connue avec précision sur la période 2021-2022. Pour 2023, l'allocation sera révisée sur la base des résultats macro-économiques 2020-2021. Les subventions fournies par la RRF devront être engagées au cours des années 2021 et 2022 à hauteur de 70% et le solde devra être intégralement engagé en 2023. Pour les subventions allouées au titre des autres programmes (React-EU, Fonds de transition juste, Fonds pour le développement rural et RescEU), l'allocation entre pays doit être établie en fonction de l'impact de la Covid sur le pays et sur le secteur. Pour les 10,6 Mds de garanties (Invest-EU et Horizon Europe), l'allocation dépendra de la recevabilité de la demande.

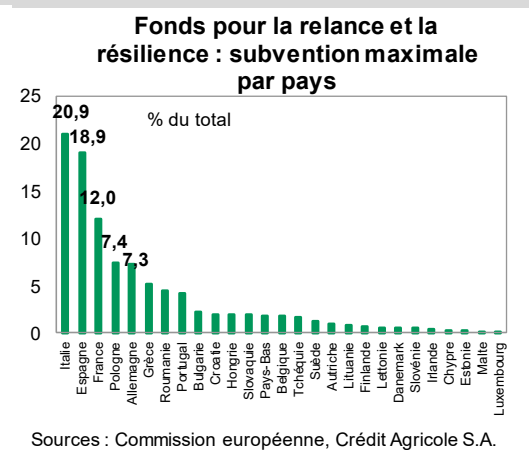


Sources : Commission européenne, Crédit Agricole

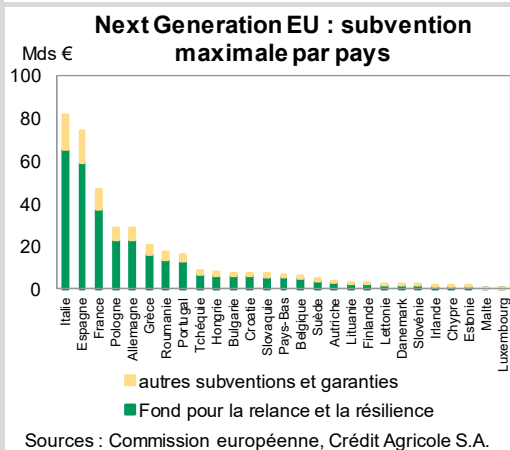
Pour les 360 Mds € de prêts, la clé d'allocation n'est pas connue. Seul est connu le montant maximal disponible par pays, soit 6,8% de son revenu national brut. Si tous les pays demandaient ce plafond, le total excéderait les 360 Mds € disponibles. Mais, seuls les pays qui se financent à un taux plus élevé que celui pratiqué par la Commission ont un véritable intérêt à avoir recours à ces prêts, ce qui restreint le nombre des bénéficiaires potentiels.



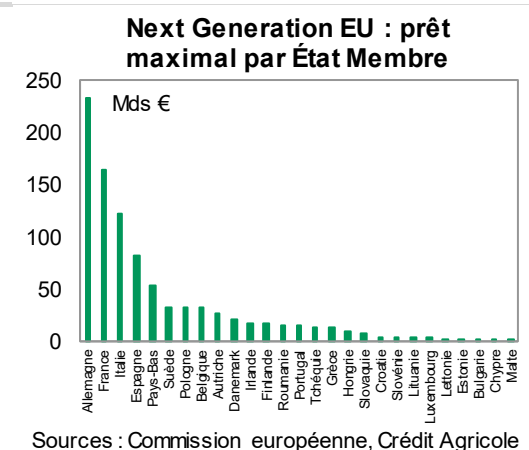
Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.



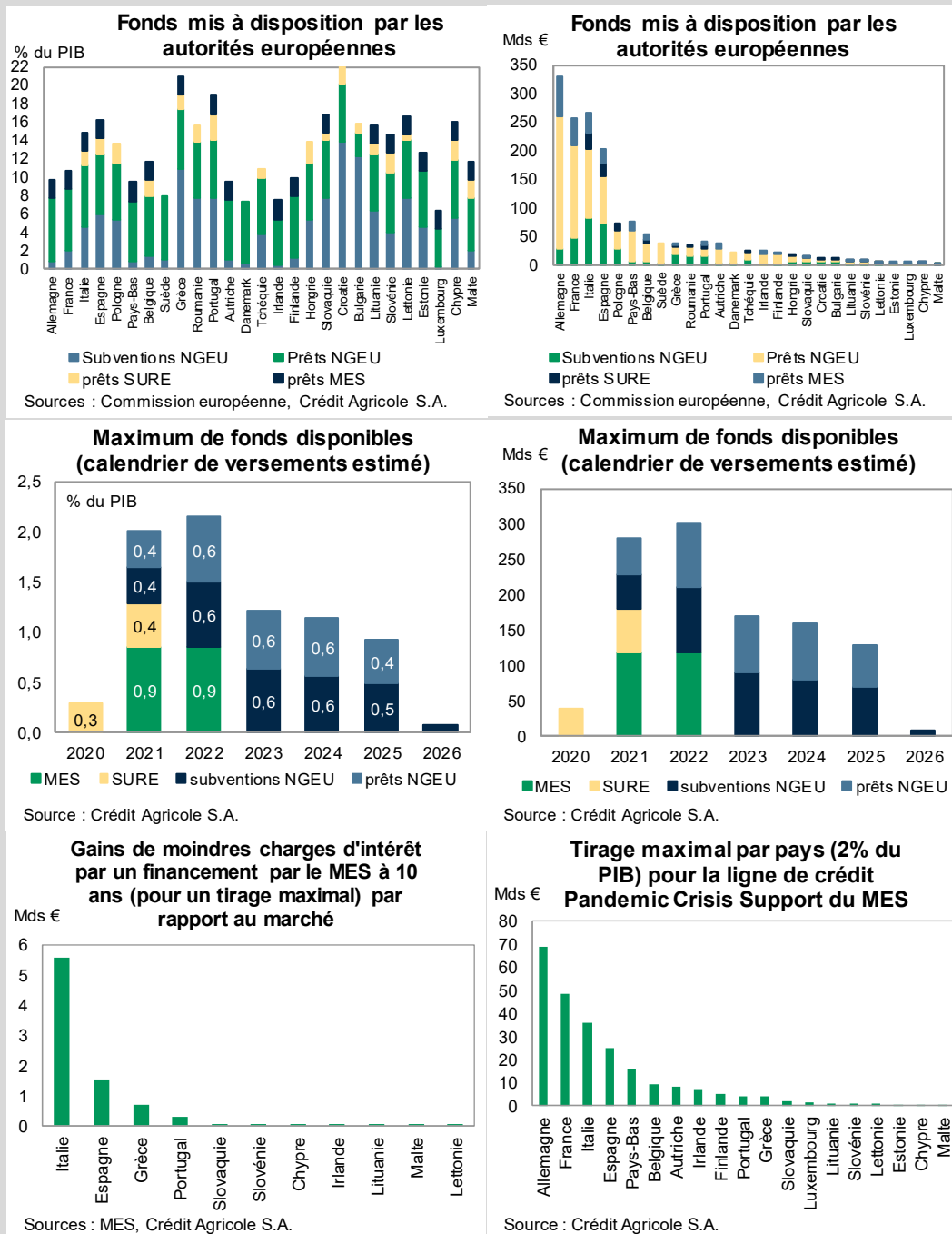
Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.



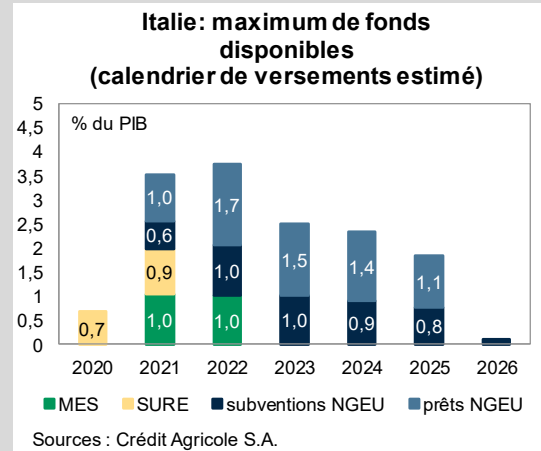
Sources : Commission européenne, Crédit Agricole

L'objectif du NGEU est de façonner la reprise en s'inscrivant dans les priorités du prochain MFF, mais c'est surtout celui de permettre aux pays de s'extraire de la crise. Ainsi, 70% des subventions devront être engagés d'ici fin 2022 et le restant en 2023. Les versements des sommes seront effectués avant 2026 selon un calendrier qui n'est pas encore publié. Les accords de prêt doivent être signés avant 2024.

Nous avons estimé un calendrier de paiements des ressources mises à disposition par les autorités européennes. Aux fonds du NGEU, nous avons ajouté les prêts au titre du dispositif SURE, déjà approuvés par la Commission et le Conseil (90,3 Mds € disponibles jusqu'en 2022 pour financer les dispositifs de chômage partiel), ainsi que les prêts disponibles auprès du MES (240 Mds € disponibles jusqu'en 2022 pour financer les dépenses de santé), susceptibles d'intéresser uniquement les pays qui se financent à un taux plus élevé que celui pratiqué par le MES.



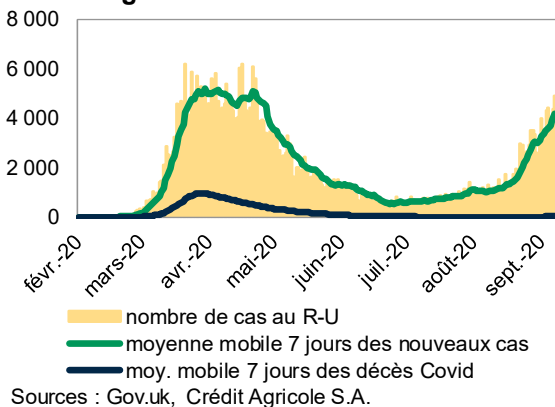
Le calendrier de versement des fonds suggère une impulsion budgétaire assez importante en 2021 et 2022 dans l'UE. Les pays pourront aussi emprunter davantage sur des maturités courtes (et à taux négatifs) pour avancer les dépenses, pouvant compter sur la garantie de la totalité des sommes engagées, avec un réel bénéfice sur leurs charges d'intérêts. Les subventions étant neutres sur la dette nationale, elles peuvent permettre aux pays de substituer une partie des dépenses nationales et réduire ainsi le déficit, tout en garantissant une impulsion budgétaire positive à l'économie. Quant aux prêts, obtenus à des conditions plus favorables que celles du marché, ils pourront contenir l'impact de la remontée de la dette sur les charges d'intérêts. Finalement, les trajectoires des dettes s'en trouveront améliorées à la fois par une croissance du PIB plus soutenue, des moindres charges d'intérêt, des déficits plus faibles. Ces effets seront plus importants pour les pays fortement endettés, susceptibles d'exploiter au maximum la disponibilité des prêts du NGEU et du dispositif SURE (et peut-être aussi du MES, qui à ce jour n'a pas été utilisé). Pour un pays comme l'Italie, l'impulsion budgétaire additionnelle pourrait se monter à 3,5% du PIB en 2021 et à 3,7% en 2022 dans l'hypothèse d'un tirage maximal des prêts du NGEU et du MES.



### Royaume-Uni : prudence persistante

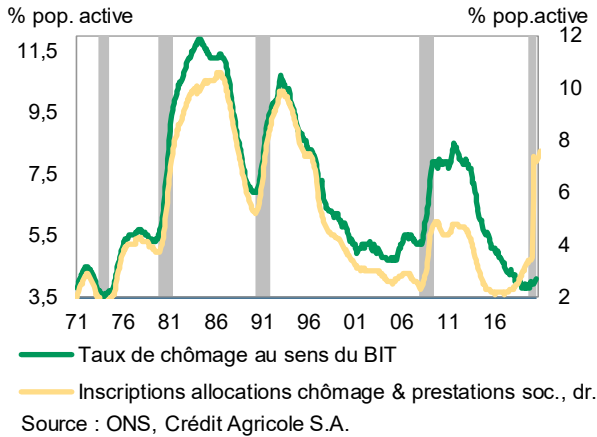
Le PIB s'est contracté de 20,4% en variation trimestrielle au deuxième trimestre. Cette baisse d'une ampleur historique a été légèrement moins prononcée que nos prévisions (nous attendions -21,8% en variation trimestrielle). Elle a été suivie d'un rebond mécanique de l'activité avec la réouverture de l'économie au mois de mai. La reprise, tirée par la consommation des ménages, semble plus forte que prévu et nous conduit à revoir à la hausse nos prévisions de croissance pour le troisième trimestre de 14% à 17% en variation trimestrielle et puis de -12% à -9,6% pour l'ensemble de l'année 2020.

### R-U : les infections Covid-19 ont augmenté fortement récemment



En dehors de ces ajustements du profil de croissance au Royaume-Uni, **notre scénario continue d'inscrire un net fléchissement de la croissance dans les mois à venir. La reprise post-confinement a, en effet, bénéficié d'une conjonction de facteurs favorables qui progressivement se dissipent.** Les mesures exceptionnelles de relance budgétaire (166 milliards de livres sterling aux deuxième et troisième trimestres sur un total de 192 milliards de livres pour l'année fiscale en cours) ont continué de protéger l'emploi et les revenus des ménages, après que les mesures de confinement ont été assouplies et que les taux d'infection ont baissé. Mais depuis le début du mois de septembre, les cas d'infection sont à nouveau en hausse, ce qui a contraint le gouvernement britannique à annoncer de nouvelles restrictions liées à la Covid-19 pour les six prochains mois, notamment la fermeture des pubs et des restaurants à 22 heures et l'arrêt des incitations visant à faire revenir les travailleurs sur leur lieu de travail. De plus, la stimulation budgétaire devrait diminuer dans les prochains mois (vers une moyenne de 15 milliards de livres par trimestre au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021, selon les estimations de l'OBR et de la BoE). Le taux de chômage devrait augmenter pour atteindre près de 8% au quatrième trimestre, car le régime de chômage partiel expire en octobre et la participation au marché du travail reprend avec la réouverture de l'économie. Le taux de chômage a déjà commencé à augmenter (de 3,9% pour la période avril-juin à 4,1% pour la période mai-juillet), sous l'effet de licenciements qui ont affiché leur plus forte hausse trimestrielle

**R-U : évolution du marché du travail**



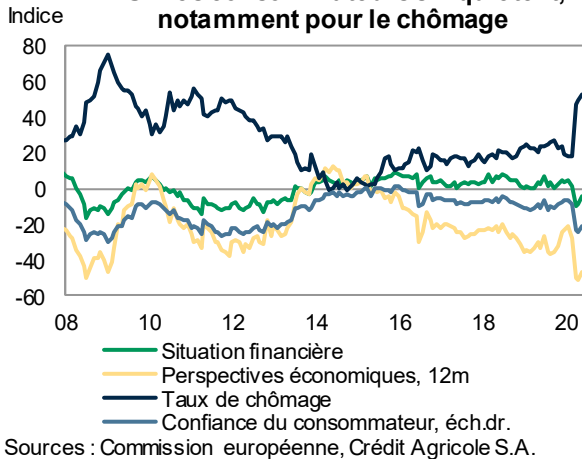
(+48 000). La croissance des rémunérations est désormais négative, à -1,0% (-1,8% en termes réels), en raison de la baisse de 20% des salaires des travailleurs en chômage partiel, qui représentent à présent 10% de la population active. La décélération a été rapide et significative depuis le mois de février, lorsqu'elle s'affichait à 2,9% en termes nominaux et à 1,2% en termes réels.

**Notre scénario retient ainsi un net ralentissement de la croissance au quatrième trimestre à 2,7% en variation trimestrielle**, en raison de la forte augmentation du nombre de cas d'infection, de l'anticipation d'une remontée significative du taux de chômage, de la diminution des effets de la relance budgétaire et, point important, de la persistance et de l'aggravation des incertitudes liées au *Brexit*. *A contrario*, le seul risque haussier sur la croissance du quatrième trimestre tient à une éventuelle reconstitution des stocks avant le *Brexit*.

**Le rétablissement de la confiance des ménages prendra du temps.** Après son rebond initial, la confiance des ménages s'est stabilisée et reste bien en deçà de son niveau d'avant-crise. Les ménages qui s'inquiètent de possibles pertes d'emploi et de revenus maintiendront probablement un niveau élevé d'épargne de précaution. **Simultanément, les risques à court terme, dont ceux notamment liés au *Brexit*, continuent de peser sur la confiance des entreprises et sur les investissements.**

En ce qui concerne le *Brexit*, la probabilité d'un *no-deal* a considérablement augmenté, en particulier après le projet de loi controversé du gouvernement britannique sur le « marché intérieur ». **Nous continuons néanmoins à tabler sur la signature d'un accord, sous l'hypothèse que le Royaume-Uni accepte de faire quelques concessions de dernière minute sur les règles de concurrence équitables.** Si accord il devait y avoir, ce serait un accord de libre-échange (ALE) simple et relativement limité, destiné à éviter les barrières commerciales quantitatives, telles que les droits de douane et les quotas. Un tel ALE simple n'empêchera pas l'émergence d'obstacles importants, de nature non tarifaire, aux échanges des biens et de services : contrôles et procédures douanières, contrôles réglementaires, règles d'origine, obstacles réglementaires dans les services, perte du passeport européen dans le secteur financier, etc. Ces barrières non-tarifaires sont susceptibles d'entraîner des distorsions significatives des échanges dès le premier trimestre 2021, ainsi que des coûts administratifs plus élevés pour les entreprises. Une certaine continuité des flux commerciaux pourrait être assurée si les parties convenaient de prolonger les négociations en 2021 en vue de l'élaboration d'un accord plus complet, notamment dans la sphère des services. Une telle prolongation demanderait toutefois une approche plus coopérative du gouvernement britannique et certainement davantage de concessions sur les questions les plus conflictuelles, telles que la pêche ou les règles de concurrence équitables. Cela nous semble peu probable, compte tenu de la position du gouvernement britannique. **Notre scénario central table donc sur l'entrée en vigueur de barrières commerciales début 2021, provoquant un affaiblissement du commerce bilatéral et un nouveau ralentissement de la croissance britannique au premier semestre 2021.**

**R-U : les consommateurs s'inquiètent, notamment pour le chômage**

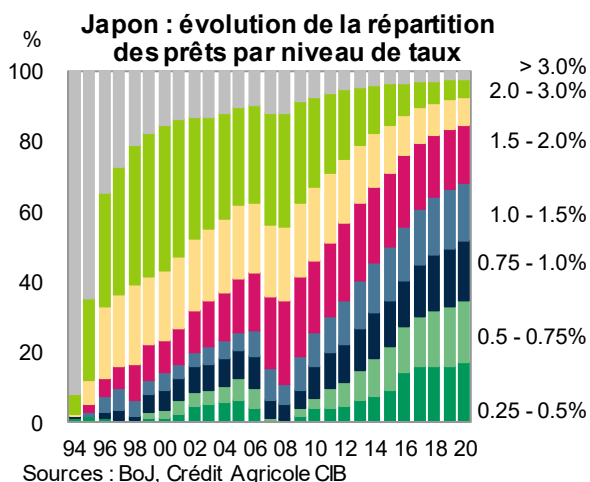


### Japon : poursuite de la reprise en 2021 grâce au maintien de la politique monétaire actuelle et à de nouvelles mesures budgétaires

En réaction « naturelle » à son effondrement du deuxième trimestre, le PIB réel du Japon devrait rebondir de 15,4% en rythme annualisé au troisième trimestre, grâce à la consommation privée et à une baisse des importations. Tout en ralentissant vers son potentiel (croissance annuelle d'environ 1%), **l'économie restera sur le chemin de la reprise jusque fin 2021**, sous l'hypothèse du maintien des Jeux olympiques et paralympiques de Tokyo de juillet à septembre 2021, comme prévu.

Après la démission inattendue de Shinzo Abe en tant que président du Parti libéral démocrate (LDP) au pouvoir, Yoshihide Suga, jusqu'alors secrétaire général du gouvernement, est devenu Premier ministre. Il a déclaré à plusieurs reprises que la priorité de son gouvernement était de soutenir l'économie face aux conséquences de la Covid-19. Cela passera par **de nouvelles mesures de soutien sous la forme d'un troisième budget supplémentaire au quatrième trimestre 2020**, tandis que la politique monétaire restera inchangée.

**Une crise sanitaire plus longue que prévu, se traduisant par un nombre plus élevé de faillites de PME, entoure notre scénario d'un risque baissier.** Cela occasionnerait une hausse du coût du risque des banques, déjà confrontées à une forte compression de leurs marges de crédit sous l'effet de la politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) de la Banque du Japon. La capacité des banques à prendre des risques serait alors susceptible de s'effriter ; cela pèserait plus fortement que prévu sur l'investissement privé, bridé malgré des taux d'intérêt extrêmement bas.



## Pays émergents – Faire le tri ?

Après un deuxième trimestre historiquement bas, la reprise séquentielle de fin d'année se dessine, mais en ordre dispersé pour les pays émergents, d'autant que certains d'entre eux sont loin d'avoir maîtrisé la trajectoire épidémique. Les moteurs de cette reprise sont en outre très différents selon les pays et les zones, avec une Asie plus épargnante et une Amérique latine en grande difficulté. Partout la paupérisation et le chômage des jeunes annoncent des tensions sociales et des arbitrages très difficiles de politique économique.

### Une reprise sous contrainte

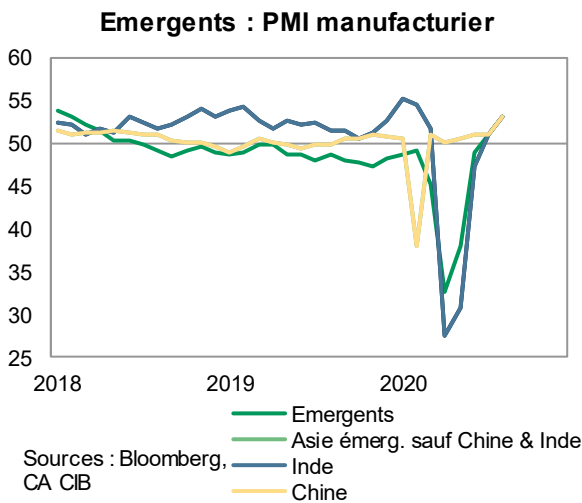
**Neuf mois après le début du virus, les pays émergents s'engagent sur la voie d'une reprise en ordre dispersé, tout comme ils l'ont été dans l'épidémie.** Par exemple, l'Inde, le Brésil, la Colombie, l'Iran et l'Irak sont encore dans une forte incertitude sanitaire. Si Israël est l'un des rares pays au monde à avoir re-confiné sa population, d'autres semblent, en revanche, avoir à peu près maîtrisé leur trajectoire épidémique, comme la Chine ou le Vietnam. Des mesures de contrôle strict, voire de quasi-reconfinement de certaines villes, sont prises dans beaucoup de pays. Dans ce contexte, la réouverture des frontières n'est donc ni acquise, ni organisée : cela complique, à court terme, les flux commerciaux, ainsi que la stratégie des entreprises à moyen terme.

**Élément essentiel du cadrage du scénario, le caractère global de la pandémie va durer, même à bas bruit, même en cas de vaccin.** Et cela va peser sur les anticipations des consommateurs et des investisseurs. Bien que la reprise séquentielle de fin d'année s'annonce dynamique pour beaucoup de pays émergents, après un deuxième trimestre historiquement bas, **la reprise en 2021 s'effectuera bien sous contrainte et ce dans plusieurs domaines.**

**Les échanges extérieurs** d'abord, même si de nombreux pays bénéficient pour l'instant d'une contribution positive de leurs échanges extérieurs à la croissance, liée notamment à une chute des importations. **Les investissements directs** ensuite, car les questions structurelles concernant le tourisme sont accentuées par le caractère durable de la pandémie. Ces contraintes sont désormais intégrées dans les anticipations des investisseurs. Pour des pays comme la Thaïlande, le Maroc ou la Croatie, l'épineux problème du modèle de croissance peut se poser plus vite que prévu. Et même pour Singapour, un pays riche – mais qui fait partie des États d'Asie à forte récession en 2020 –, le modèle de développement très dépendant de la mondialisation interroge aussi.

### L'autarcie séduit

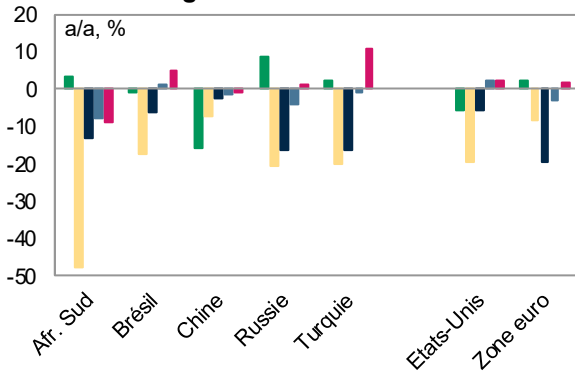
Pour l'instant, **l'avantage conjoncturel va donc être donné aux grands pays capables d'une forme d'autarcie et à ceux dont l'économie est plus diversifiée.** Par exemple, la récession est plus limitée en Pologne qu'en République tchèque, très dépendante du cycle automobile allemand. Quant à la Chine, le président théorise officiellement l'idée d'un modèle plus autarcique, fondé sur une stratégie de « double circulation », qui répond aussi à la montée de la concurrence hégémonique avec les États-Unis. Enfin, en Russie, la fermeture des frontières stimule les dépenses touristiques en interne, poste qui était très déficitaire dans la balance des paiements. De là à dire que cela pourrait être un argument qui retarde la réouverture des frontières...



Par ailleurs, à l'occasion de la crise, puis de la reprise, **les comportements traditionnels d'épargne et d'investissement, caractéristiques des différentes zones, reprennent toute leur acuité**. L'Asie est plus épargnante que l'Amérique latine (respectivement 32% du PIB, contre 18% de leur PIB respectif) ; la Russie dépense en temps de crise quand les consommateurs (court-termistes mais avertis) redoutent la dépréciation du change. Quant à la Turquie, le rebond de la consommation est classique après chaque crise, portée par une (trop) forte accélération du crédit. Ce rebond creuse les déficits externes, source de risque de change.

Le résultat, c'est **une reprise peu homogène des ventes au détail au sein des pays émergents**, hétérogénéité qui dépasse l'épidémie : reprise rapide en Turquie et au Brésil, retard de la demande sur l'offre en Chine. L'évolution de ce décalage offre/demande va être très importante, car il crée des risques différents à court comme à long terme : risque inflationniste en Turquie, voire en Inde, mais menaces déflationnistes dans les économies asiatiques plus épargnantes. Insuffisance d'investissement dans les économies consommatrices, Russie et Brésil notamment, et croissance potentielle affaiblie.

Emergents : ventes au détail



■ mars 2020 ■ avril 2020 ■ mai 2020 ■ juin 2020 ■ juillet 2020  
Source : Crédit Agricole S.A.

### Résister à la crise en réinventant les modèles de développement

Le tableau conjoncturel pour 2020 est disparate et la Chine reste le seul vrai moteur. Cette divergence se lit dans la dispersion exceptionnelle des prévisions de croissance en 2020, avec des pays à forte récession, comme l'Inde ou le Mexique, et d'autres, rares, qui sont encore en croissance positive comme la Chine bien sûr, mais aussi Taïwan et le Vietnam, ou en très légère récession, comme la Corée.

**En 2021, la reprise se fera mécaniquement mais, pour nombre de pays émergents, le rythme de croissance potentielle baissera, faute d'investissements suffisants.** La croissance 2022 en porterait déjà les traces. Et surtout, la divergence va s'accroître entre ceux qui ont les moyens de résister à un environnement global contraint et ceux qui ne les ont pas, ceux pour lesquels les dommages irréversibles de la crise seront vite apparents.

**Pour les investisseurs, tout invite donc dès maintenant à une logique de tri entre les pays. Mais sur quels critères ?** Le plus apparent est le plus chiffrable : la richesse. Celle des individus, des États, des entreprises. Mais d'autres facteurs vont jouer dans le grand re-brassage des cartes à venir : la stratégie de gestion de crise et l'habileté des gouvernements dans la phase de sortie des mesures exceptionnelles ; la qualité des institutions et la cohésion politique et sociale qui détermine la marge de manœuvre des États ; et les facteurs d'innovation propres à chaque pays, car la crise de la Covid-19 a pour particularité de placer les gouvernements face, simultanément, à des urgences conjoncturelles et des impératifs structurels.

### Attention à la paupérisation de la classe moyenne

**Les pays les plus à risque, à court terme, sont la quelque soixantaine de pays à faibles revenus :** l'ONU alerte sur le risque d'une chute historique des indicateurs de développement et les défauts souverains se profilent en Afrique. Mais attention aussi aux pays à revenus intermédiaires, qui constituent la majorité des pays émergents. Car partout, la classe moyenne basse est brutalement paupérisée, ce qui va peser sur la consommation. C'est un enjeu particulièrement fort pour la croissance en Inde, en Amérique latine, en Afrique du Sud, mais



aussi aux marges de l'Europe, en Ukraine, en Bulgarie ou en Roumanie. Quant à la Russie, qui est pourtant le pays des BRICs où les revenus sont les plus élevés, cette paupérisation de la classe moyenne est un vrai risque politique.

**L'Amérique latine et les Caraïbes seront parmi les régions les plus touchées par le risque de pauvreté** : la contraction des heures travaillées est plus importante que la moyenne mondiale (20% contre 14%) et le taux de chômage devrait passer de 8% à 13% entre 2019 et 2020. Par ailleurs, ce choc inédit sur le marché du travail est aggravé par de très forts taux d'informalité (62%). Cette informalité est un obstacle à l'exécution des plans de soutien à l'économie et aux ménages, puisqu'elle prive des millions de travailleurs d'accès à l'aide sociale.

**L'Amérique latine est en fait la zone la plus inquiétante aujourd'hui sur le front économique et politique.** Les facteurs structurels qui expliquaient le retard de convergence des revenus par rapport à ceux d'autres pays émergents sont autant de facteurs négatifs aujourd'hui face à la Covid-19, notamment la mauvaise gouvernance et l'insuffisance d'épargne et d'investissement.

### Le chômage des jeunes, même en Asie

Autre cohorte **en grand danger économique : les jeunes, y compris dans la région Asie-Pacifique** (qui représente 55% du total mondial de la tranche d'âge). Ainsi, avec la Covid-19, le chômage des jeunes augmente dans quasiment tous les pays de la zone – la plus forte hausse étant à Hong Kong – alors qu'il était déjà bien supérieur, avant crise, à la moyenne du chômage dans la région (tous âges confondus), à 13,8%, contre 3%.

**Dans tous les pays émergents, l'impact de la pandémie va donc avoir une répercussion violente sur la cohésion sociale ; le risque politique va rester élevé en 2021, notamment là où les tensions étaient fortes avant la Covid-19** (Amérique latine, mais aussi Algérie, Jordanie, Égypte...). Cela va évidemment freiner la levée de mesures qui n'étaient au départ que des programmes de soutien provisoire, et maintenir les déficits publics à des niveaux élevés. La question de leur financement va devenir centrale, cœur de l'analyse du risque souverain.

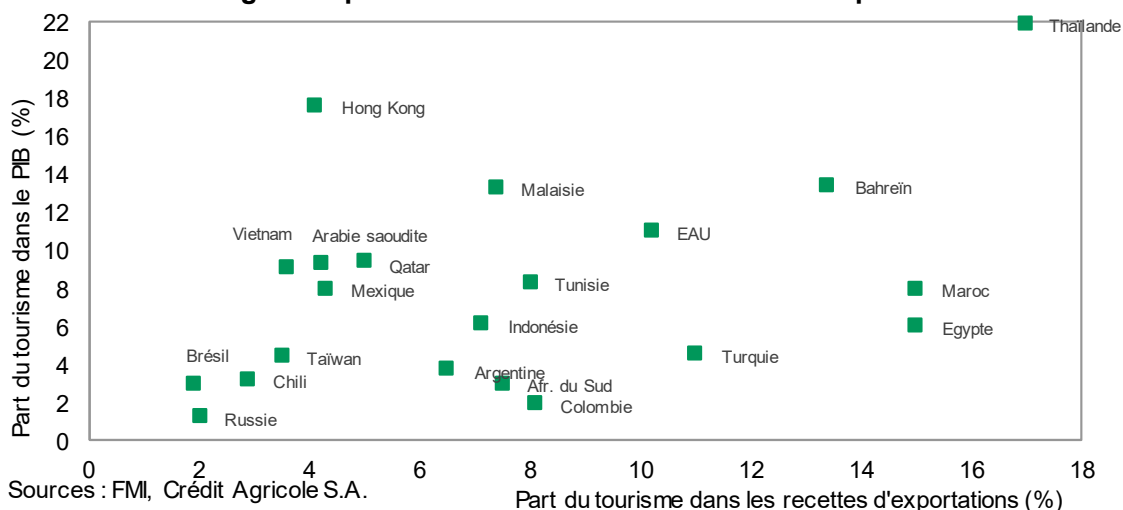
Emergents : taux de chômage



PIB PPA pondéré moy. : HK, Taïwan, Corée, Singapour, Russie, Turquie, Pologne, Brésil, Mexique

Sources : Bloomberg, CA CIB

Emergents : part du tourisme dans le PIB & les exportations



Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

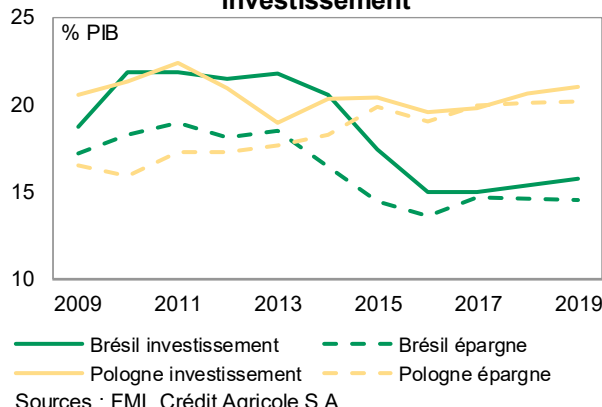
### Retour du risque souverain

**Richesse des ménages, mais aussi des États : à cet égard, les critères classiques du risque souverain vont jouer un rôle important dans les arbitrages.** Pour les agences de notation internationale comme les marchés, les pays à faible dette publique et à fonds souverain vont rester rassurants, même si les modèles de développement des pays pétroliers sont devenus plus fragiles. Mais cette confiance doit être prudente : si la taille des fonds souverains sert d'amortisseur aux tensions financières, la porosité avec les finances publiques s'est accrue. Et le manque de visibilité statistique aussi : difficile de faire un bilan financier de l'état des fonds souverains.

À l'inverse, **les pays à faible liquidité sont sous tension et le resteront, notamment si leur croissance redémarre trop vigoureusement.** C'est le paradoxe de la Turquie, dont le niveau de réserves devient critique, alors que les ventes au détail se redressent, portées par le crédit. Plus généralement, tous les pays à fort besoin de financement externe en devises vont être sous surveillance dans un contexte de pandémie prolongée, le *roll-over* de la dette à court terme devenant mécaniquement plus difficile. Pour beaucoup, le soutien du FMI sera crucial (81 pays aidés à ce jour et un montant de 250 milliards de dollars mis à disposition de ses membres, soit un quart de sa capacité totale de prêt), de même que celui de créanciers extérieurs « amis », pour des pays comme Bahreïn ou peut-être Oman.

**Quant aux États dont la dette publique est trop élevée, comme le Brésil, l'Inde, ou l'Egypte, ils vont bénéficier d'un effet relatif, dans un monde où la notion de seuil d'alerte sur la dette perd de son sens. Mais la contrainte souveraine restera forte,** concentrée là où la dette en devises est la plus élevée et où la charge de remboursement à court terme est importante. Il est probable que les agences de notation deviennent plus actives dans les mois à venir. Gare au choc de notation...

Emergents : épargne et investissement



### Les arbitrages difficiles de la « normalisation »

**L'évaluation de la richesse des entreprises est plus difficile car la statistique est plus opaque. Pourtant, c'est un point d'inquiétude majeur,** notamment pour les grandes entreprises, endettées en dollars et confrontées à une raréfaction de devises. La crise, si elle arrive, ne viendra pas forcément d'un problème de balance des paiements, mais elle peut aller de la micro à la macro-économie... Et elle peut venir du secteur bancaire, surtout dans les pays où ce dernier était fragile avant la Covid-19, comme en Inde, en Ukraine, en Tunisie ou au Kazakhstan.

**L'activisme des politiques monétaires a évité le risque de liquidité,** en usant de politiques de taux bas, de réserves obligatoires réduites, de rachats d'actifs, de garanties, **mais c'est aussi une façon de créer de nouveaux risques sur le bilan des banques comme dans leur hors bilan.** Or, aujourd'hui, le mouvement de baisse des taux arrive à son terme dans beaucoup de pays, alors même que se pose la question de la sortie des mesures exceptionnelles. C'est donc le moment où les risques financiers peuvent se révéler... La Banque de développement d'Amérique latine alerte ainsi sur l'urgence d'un retour de la régulation prudentielle et sur l'impératif de reconstitution des provisions bancaires.

**En conclusion, les arbitrages de politique économique vont être délicats : pour les gouvernements, conserver des mesures socialement indispensables tout en gérant les contraintes**

souveraines ; pour les Banques centrales, éviter les risques de liquidité sans oublier les risques de solvabilité.

### Brésil : retour au programme de réformes

Bien que les derniers chiffres de croissance suggèrent un rebond de l'activité plus vigoureux que prévu, l'économie aura néanmoins subi l'un des chocs économiques les plus graves de l'histoire moderne. La récession devrait être moins sévère qu'initialement anticipé pour l'année 2020, mais le niveau d'incertitude pour 2021 reste élevé, car la consommation devrait rester faible et l'investissement privé fortement déprimé. Les comptes publics du Brésil seront sous la surveillance des marchés et des agences de notation : la dette publique devrait, en effet, faire un bond à plus de 95% du PIB d'ici fin 2020 et à plus de 100% du PIB en 2021.

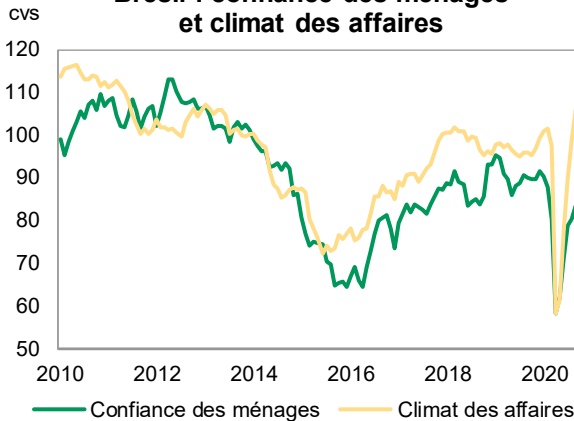
Le plus grand défi pour le gouvernement sera de se conformer à la règle (il s'agit en fait d'une loi) plafonnant les dépenses publiques du Brésil, tout en continuant à mettre en œuvre ses mesures d'urgence jusqu'en 2021. Le budget 2021 constitue une source d'incertitude importante pour les marchés et toute tentative du gouvernement de s'affranchir des règles pourrait déclencher une nouvelle crise. La tension devrait demeurer élevée à Brasilia à l'approche des élections municipales d'octobre. Les résultats de ces élections permettront de mesurer le sentiment national à l'égard du gouvernement de Jair Bolsonaro et donneront le ton pour le début de la campagne pour les élections présidentielles de 2022.

En 2021, la difficulté (et non des moindres) consistera à remettre la dette publique sur une trajectoire financièrement viable post-Covid, tout en se consacrant au programme de réformes. Le risque d'un glissement vers une politique populiste et moins orthodoxe augmente. La conjonction de la récession et de la désinflation amènera la BCB à maintenir des taux bas pendant une longue période, ce qui, combiné aux problèmes structurels, devrait limiter l'attractivité des actifs brésiliens. Le real brésilien pourrait néanmoins revenir vers des niveaux plus proches de la valeur suggérée par les fondamentaux ou des niveaux des autres devises émergentes : il dispose ainsi d'une marge d'appréciation par rapport au dollar.

### Russie : les risques de la prudence

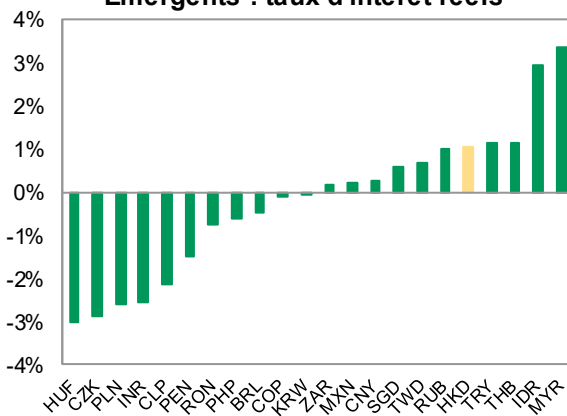
La Russie fait face à un double choc depuis le début de l'année 2020 : les mesures de confinement liées à la Covid (qui ont partiellement paralysé l'économie, plus particulièrement au deuxième trimestre) et la baisse conjuguée des prix et de la production de pétrole, conformément aux accords de l'OPEP+ (qui constitue une contrainte supplémentaire). Après s'être effondrée au deuxième trimestre, l'économie a commencé à se redresser progressivement et partiellement. L'offre et la demande ont cependant toutes deux continué de se contracter ces derniers mois par rapport à l'année précédente (l'offre plus fortement que la demande). La demande des ménages s'est reprise plus rapidement grâce aux aides gouvernementales et sous l'effet des contraintes de déplacement, qui ont conduit la population russe à dépenser sur son territoire une partie de ce qu'elle aurait normalement dépensé à l'étranger. Dans la mesure où les petites et moyennes entreprises (qui sont particulièrement impactées par le choc actuel) représentent une part plus faible du PIB en Russie que dans la plupart des autres grandes économies, la structure même de l'offre russe lui a été relativement favorable.

Brésil : confiance des ménages et climat des affaires



Sources : FGV, CA CIB

Emergents : taux d'intérêt réels



Sources : Bloomberg, CA CIB

**Le gouvernement et la Banque centrale ont mis en œuvre des mesures pour tenter d'amortir le choc, mais tous deux ont agi avec une grande prudence.** Les mesures de relance du gouvernement (dont les prêts subventionnés et les reports de paiement des impôts) se sont élevées à environ 4% du PIB, moins que dans de nombreux autres pays. La Banque centrale a abaissé son taux *repo* à une semaine de 175 points de base, à 4,25%, mais s'est assurée que les taux réels restent positifs.

**Dans l'ensemble, le gouvernement continue de considérer qu'une politique prudente est nécessaire pour conserver des finances publiques et un bilan extérieur solides, ainsi que pour préserver l'indépendance financière de la Russie vis-à-vis du reste du monde** (qu'il s'agisse des marchés ou de toute institution qui pourrait se trouver dans la sphère d'influence des États-Unis). C'est une condition pour limiter la vulnérabilité de la Russie face aux tensions géopolitiques et à de possibles sanctions (à ce titre, il est important de suivre l'évolution de la situation en Biélorussie et les développements concernant l'empoisonnement d'Alexeï Navalny).

**Le scénario économique dépendra de la situation sanitaire.** Le nombre de cas de Covid est reparti à la hausse depuis le début du mois d'août. Il semble raisonnable de prendre en compte le risque d'une seconde vague. Le gouvernement semble vouloir éviter un nouveau confinement total, mais des mesures plus ciblées pourraient être mises en œuvre. Nous prévoyons une contraction de 5% du PIB en 2020, puis un retour à la croissance en 2021, avec une progression du PIB de 3,5%.

**Le risque politique intérieur reste à surveiller, en particulier si la remontée des cas de Covid se confirme.** Si l'agitation sociale s'aggravait, le gouvernement pourrait être amené à envisager de nouvelles mesures de relance : sa prudence financière pourrait être remise en question.

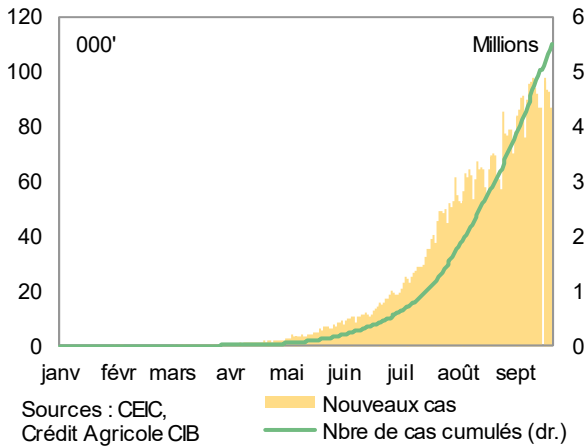
### Inde : sous-performance

**La bataille contre la pandémie et ses retombées économiques est loin d'être gagnée.** Le gouvernement n'a pas encore réussi à contenir la Covid-19 : le nombre de nouveaux cas quotidiens est proche de 90 000 et le nombre de cas cumulés approche des 6 millions, alors même qu'une proportion relativement faible de la population se fait tester. New Delhi a cependant opté pour la reprise de l'activité économique, compte tenu de la forte contraction de l'économie observée au deuxième trimestre : le PIB a, en effet, baissé de 25% sur un an, l'un des pires résultats au niveau mondial.

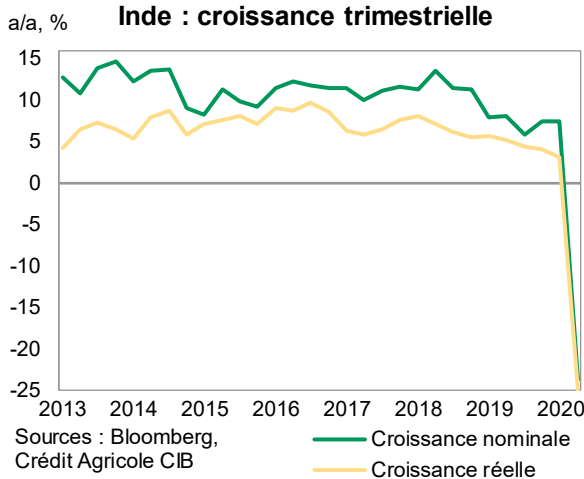
D'après les indicateurs à fréquence élevée, l'activité rebondit et les indicateurs de confiance suggèrent une nette amélioration à venir. Malheureusement, le rythme de la reprise sera probablement décevant en raison de conditions budgétaires difficiles (effondrement des recettes budgétaires et manque de marges de manœuvre monétaire, notamment) ainsi que d'une inflation élevée des prix à la consommation, nettement supérieure à la borne haute de la cible.

Nous tablons sur une contraction de l'économie de 5,8% cette année, puis sur un rebond de 8,4% en 2021, sur une inflation moyenne de 6,2% cette année et de 4,1% l'an prochain et sur une balance courante excédentaire de 1% du PIB cette année et déficitaire de 1% en 2021. Notre scénario continue de retenir une baisse de 25 points de base du taux de la Banque centrale (RBI) cette année, suivie d'une baisse de

Inde : cas de Covid-19



Inde : croissance trimestrielle

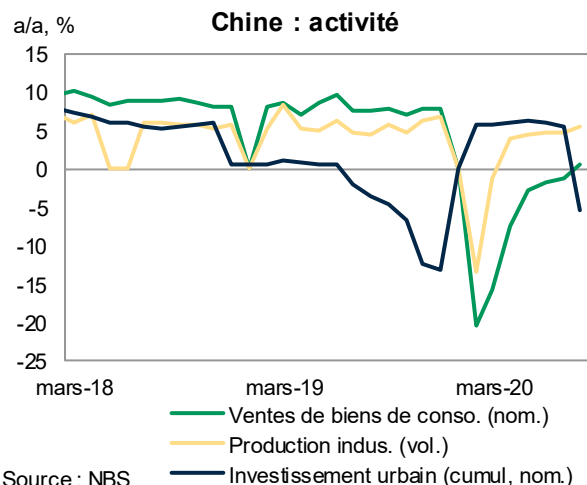


25 points de base en 2021, ce qui laisserait les taux nominaux à des niveaux relativement élevés. La dépréciation de la roupie devrait reprendre à 73,75 roupies pour un dollar fin 2020, puis 76,75 fin 2021.

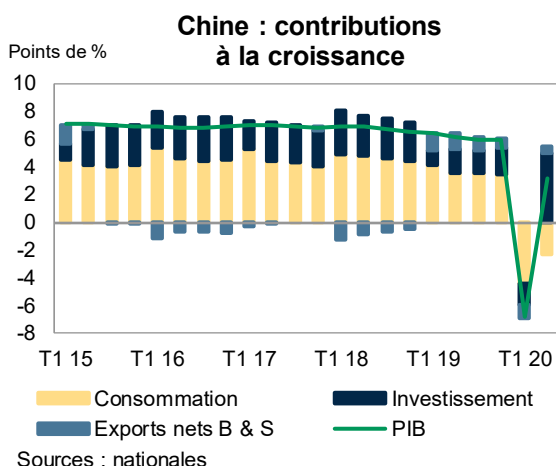
### Chine : de la croissance, mais à quel prix ?

#### Un constat : la reprise se confirme

**La Chine sera le seul pays du G20 à connaître une croissance positive en 2020.** La crise sanitaire passée, la stratégie des autorités chinoises a été très claire : relancer la machine industrielle en remplissant les carnets de commande des entreprises grâce à la demande publique et en assurant leur trésorerie *via* la stimulation du crédit bancaire. Sans annonce fracassante comme en 2008 et en veillant à conserver des marges de manœuvre budgétaires et surtout monétaire – la PBoC ayant répété à de nombreuses reprises qu'elle ferait tout pour éviter le piège de taux trop bas et de la trappe à liquidité – la Chine a misé sur les réponses qui avaient fonctionné lors des crises précédentes.



Cette méthode a été payante puisque dans le secteur industriel, la production a opéré une reprise en « presque V » : après une chute de 9,6% en glissement annuel au premier trimestre, le secteur secondaire a porté la reprise au deuxième trimestre et enregistré une croissance de 4,7%. Les indices PMI manufacturiers demeurent en territoire d'expansion. Le rythme de déboursement des crédits reste soutenu : l'encours de nouveaux crédits représente déjà 25% du PIB et a repris de la vigueur en août, après avoir légèrement ralenti en juillet. Enfin, l'investissement public a apporté une contribution positive de 5 points de pourcentage à la croissance du deuxième trimestre.



#### Un nouvel objectif : se recentrer sur la demande intérieure

Du côté de l'offre donc, tous les indicateurs sont au vert et plaideraient en faveur d'une prévision de croissance encore plus optimiste. Mais côté demande, le constat est loin d'être le même. Et ce malgré les discours de Xi Jinping, pour présenter la nouvelle stratégie de circulation duale, qui vise à réduire la dépendance de la Chine vis-à-vis de l'extérieur – notamment sur certains produits stratégiques (alimentaires ou électroniques) qui pourraient être concernés par des restrictions dues à des tensions géopolitiques – et à accroître la demande intérieure. Après sept mois de contraction, les ventes au détail ont enfin enregistré une croissance très légèrement positive en août (0,4% en glissement annuel), mais affichent une trajectoire de reprise beaucoup plus lente que dans d'autres zones (États-Unis et zone euro notamment). Plus inquiétant, le marché du travail demeure assez mal orienté. Si le niveau du chômage urbain se maintient autour de 5,7%, les créations d'emplois restent à un niveau très bas. En conséquence, les ménages continuent d'arbitrer en faveur d'une épargne de précaution aux dépens de la consommation.

#### Un enjeu : rééquilibrer la croissance

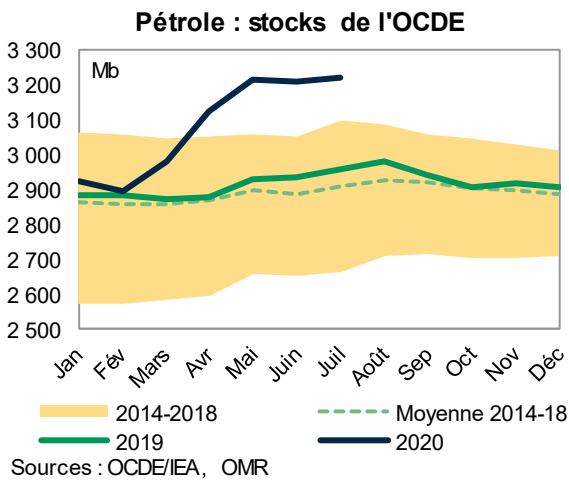
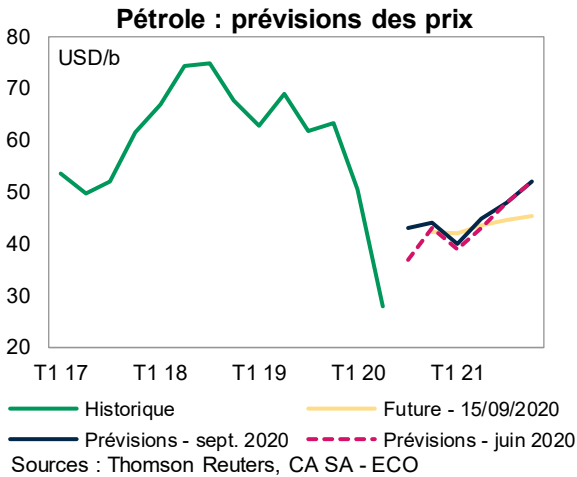
L'investissement très dynamique et un commerce extérieur plus résilient que prévu devraient compenser la faible contribution de la consommation et nous permettre de **maintenir notre prévision de croissance à 3% en 2020, avant une accélération à 8% en 2021.**

Le rééquilibrage de la croissance s'annonce toutefois difficile : d'une part, car les ménages demeurent prudents et le resteront tant que le système de protection sociale ne leur sera pas plus favorable (assurance chômage en particulier) et que les créations d'emploi ne

reprendront pas ; d'autre part, car la situation géopolitique et les tensions autour des transferts de technologie (5G, approvisionnement en semi-conducteurs) exigeront des plans d'investissement massifs pour rattraper le retard technologique chinois. Les annonces de Xi Jinping aux Nations unies et sa promesse de parvenir à la neutralité carbone d'ici 2060 exigeront aussi des dépenses publiques importantes. Or, si la Chine ressort de cette crise avec une apparente facilité, sa situation financière s'est tout de même dégradée. L'endettement total devrait atteindre 300% du PIB en 2020, et si les banques chinoises ne sont pas connues pour leur transparence totale sur le niveau des prêts non performants, ces derniers devraient néanmoins augmenter d'ici la fin de l'année. Bien sûr, les risques demeurent contenus, notamment parce que cette dette est essentiellement domestique et libellée en monnaie locale. Il n'empêche qu'elle pourrait contraindre à moyen terme les marges de manœuvre des autorités, et surtout engendrer des effets d'éviction vis-à-vis des entreprises du secteur privé, généralement moins soutenues par le secteur bancaire bien que plus performantes, si les niveaux de faillite venaient à augmenter.

## Pétrole – Toujours confiné dans l'attente d'un vaccin

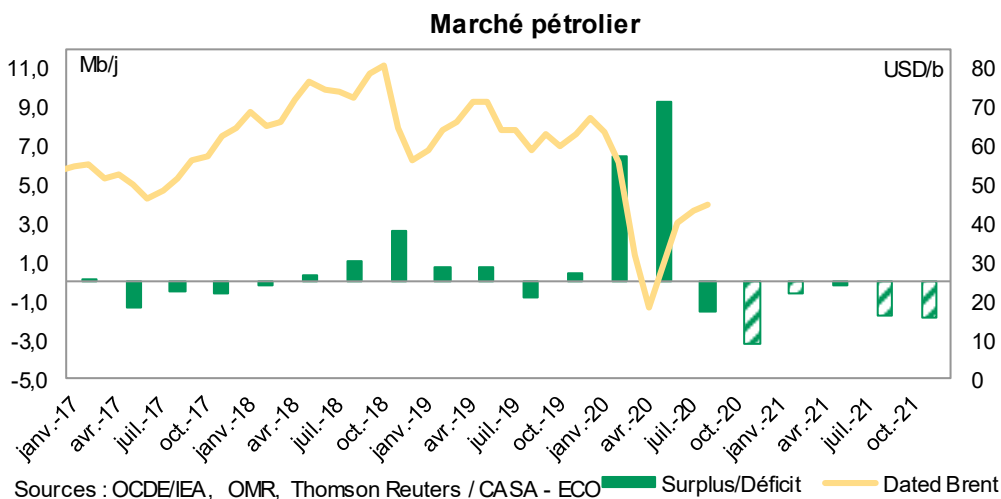
Malgré les fortes réductions de production rapidement mises en place par l'OPEP+, les stocks pétroliers restent relativement élevés. Le marché souffre toujours d'une reprise faible de la consommation. Les prix du pétrole devraient rester confinés autour de 45 dollars par baril.



**Les stocks pétroliers américains et de l'OCDE restent toujours élevés et bien supérieurs à leurs niveaux historiques.** Les réductions de production de l'OPEP+, bien que globalement correctement respectées grâce notamment aux efforts de l'Arabie saoudite et de la Russie, n'ont pas suffi. L'été, souvent propice à une augmentation de la demande de carburants, n'est pas parvenu à ramener la consommation à ses niveaux d'avant Covid-19. La faible fréquence des long-courriers aériens, une « *driving season* » aux États-Unis plus morose et une activité économique qui tarde à retrouver son rythme de croisière freinent la reprise de la consommation en produits pétroliers.

**Dans la situation actuelle de reprise faible de la consommation, l'équilibre du marché pétrolier reste tributaire des coupes de l'OPEP+.** Il ne fait aucun doute que l'évolution des stocks sera examinée de près par l'OPEP+ dont la production devrait à nouveau augmenter en 2021 (+1,9 million de barils par jour), après une première augmentation de 1,3 million de barils par jour en août par rapport à juillet. Sans une nette accélération de la demande dans les prochains mois, les stocks pourraient à nouveau susciter de nouvelles craintes et pousser l'OPEP+ à prolonger et à accentuer ses réductions de production.

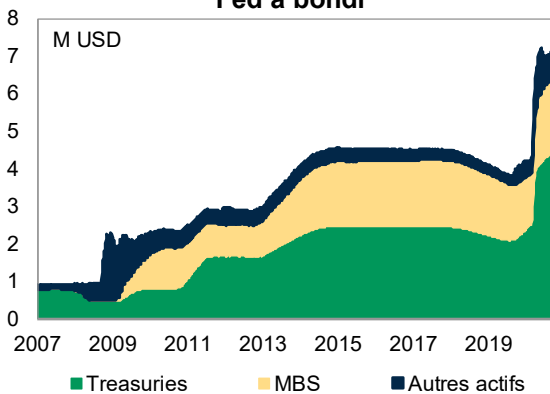
**Notre scénario se base toujours sur une reprise progressive de la demande et un bon respect des quotas de production par les pays membres de l'OPEP+.** En espérant la mise en service d'un vaccin contre la Covid-19, la croissance de la demande pourrait accélérer à partir du troisième trimestre 2021. Toutefois, à fin 2021, la demande mondiale devrait toujours se situer sous les niveaux du dernier trimestre 2019. Dans ce contexte incertain, le prix du pétrole pourrait rester sous les 45 dollars par baril jusqu'au printemps prochain, pour ensuite progressivement augmenter à mesure que l'économie se raffermirait.



## Politique monétaire – Souplesse maximale

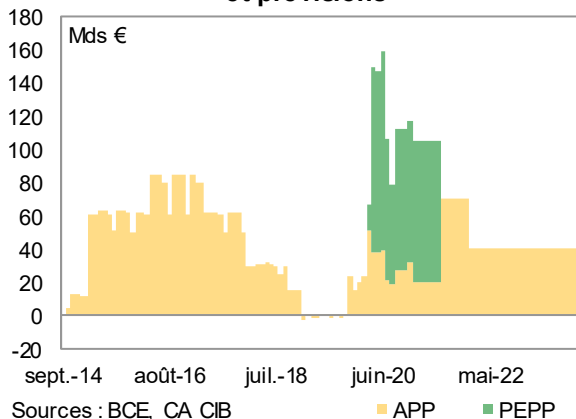
Alors que les taux d'intervention (nuls voire négatifs) sont très durablement installés sur un plancher, l'activisme monétaire se déploie grâce aux outils quantitatifs : les interventions s'étendent bien au-delà des taux courts, les quantités gonflent, les totems tombent. Tout sera fait pour promouvoir et conforter la reprise.

États-Unis : le bilan de la Fed a bondi



Sources : Réserve fédérale, Bloomberg, CA CIB

BCE : programmes d'achat et prévisions



Sources : BCE, CA CIB

### Réserve fédérale : des taux arrimés à la « borne 0% » pour les années à venir

Depuis sa réponse agressive délivrée sur plusieurs fronts au début de la crise sanitaire (abaissement des taux directeurs à zéro, annonce d'achats d'actifs sans limitation de durée et mise en place de facilités de prêt pour soutenir différents secteurs d'activité), la Fed a clairement indiqué qu'elle maintiendrait une position accommodante et ses taux directeurs à zéro pendant une période prolongée. C'est ce qui ressort clairement du dernier *dot-plot*, dont la projection médiane suggère des taux inchangés jusqu'en 2023, un scénario fortement consensuel, puisque seulement quatre membres du FOMC sur dix-sept envisagent des hausses d'ici 2023.

Cette politique accommodante a été renforcée par l'adoption d'un ciblage de l'inflation moyenne, détaillé à l'occasion du FOMC de septembre. Ce mode de ciblage tolérera une inflation supérieure à l'objectif de 2% à l'issue de périodes durant lesquelles l'inflation aura été régulièrement inférieure à ce niveau. Combinée à une approche asymétrique de l'objectif de plein emploi, l'adoption d'un ciblage de l'inflation moyenne rend encore plus improbable une hausse des taux de la Fed et conduit à une période de plusieurs années avant que la Fed ne soit prête à relever ses taux directeurs.

L'économie étant toujours en phase de reprise, la Fed se tient prête à agir davantage. Elle finira par réorienter ses achats de *Treasuries* au profit de la partie longue de la courbe, même si cela peut ne pas intervenir avant la fin de cette année, voire au début de l'année prochaine. Le contrôle de la courbe des taux reste une possibilité, qui semble néanmoins avoir perdu des adeptes récemment : la Fed n'envisagerait ce scénario qu'en cas de détérioration des perspectives.

### Banque centrale européenne : plus d'assouplissement et plus d'achats à venir

La BCE a décidé de ne pas modifier sa politique monétaire en septembre, malgré des projections d'inflation sous-jacentes très déprimées – et très en dessous de sa cible –, puisque l'inflation sous-jacente n'atteindrait que 1,1% en 2022. Pour le moment, elle estime que ses programmes d'achat (APP et PEPP) et ses opérations de refinancement (TLTRO.III) sont suffisants pour assurer une politique monétaire favorable.

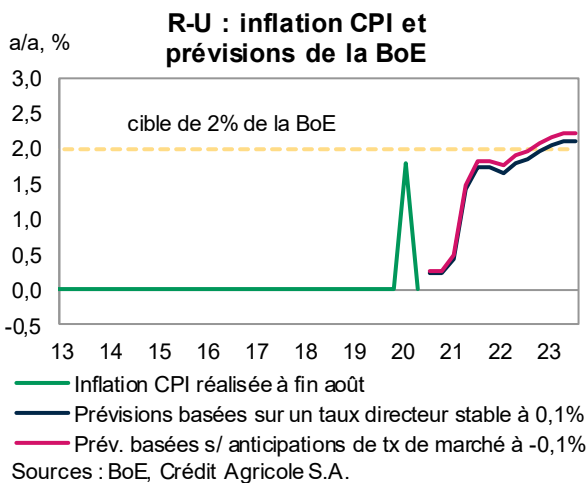
Cependant, il nous semble évident que compte tenu des perspectives économiques et d'inflation, ainsi que des émissions de dettes souveraines à venir, la BCE se devra d'en faire plus. Le PEPP devrait toucher à sa fin en juin 2021, ce qui signifie qu'à partir de juillet 2021, les achats mensuels tomberaient d'environ 90 milliards d'euros par mois, comme aujourd'hui, à 20 milliards d'euros par mois (seulement l'APP).



Par conséquent, **notre scénario suppose que la BCE augmente ses programmes d'achats couvrant la moitié de 2021 ainsi que 2022** – que ce soit *via* une extension et expansion du PEPP ou une simple augmentation de l'APP – de manière à avoir des achats mensuels d'au moins 70 milliards d'euros au second semestre 2021 et de l'ordre de 40 milliards d'euros en 2022. **En revanche, nous ne retenons pas de baisse de taux à horizon prévisible.**

### BoE : biais accommodant

La Banque d'Angleterre (BoE) a laissé sa politique monétaire inchangée en août (taux directeur à 0,10% et montant visé des achats d'actifs réalisés « vers la fin de l'année » fixé à 745 milliards de livres). La décision a été prise à l'unanimité, malgré les commentaires *dovish* récents de certains membres du Comité de politique monétaire (MPC). En effet, les données récentes d'activité ont été jugées meilleures que prévu en août, conduisant la BoE à revoir ses prévisions de croissance à la hausse. La BoE s'attend désormais à une contraction du PIB de 9,5% en moyenne annuelle en 2020, puis à un rebond de 9% en 2021 (contre une baisse de 14%, suivie d'une reprise de 15% prévus dans son scénario du mois de mai). L'inflation (prix à la consommation) devrait rester inférieure à 1% jusqu'à début 2021, avant d'accélérer l'année prochaine et d'atteindre 2% mi-2022 (scénario basé sur les anticipations du marché concernant le taux directeur, qui s'établirait à -0,10%).



**Alors que la BoE ne semble pas pressée d'annoncer de nouvelles mesures de relance, elle reste extrêmement prudente en raison des risques importants sur les perspectives à court terme.** Elle note les incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire, aux mesures prises par le gouvernement pour y parer, mais aussi les incertitudes liées au *Brexit* et au marché du travail. La BoE souligne notamment le risque « d'une période de chômage élevé plus longue que dans la projection centrale ». La BoE table sur une montée du taux de chômage de 4,1% actuellement à 5,5% au troisième trimestre, puis à un pic de 7,5% au quatrième trimestre. **Nous attendons des mesures de relance supplémentaires sous la forme d'achats d'actifs et tablons désormais sur l'annonce dès novembre 2020 de 100 milliards de livres d'achats supplémentaires (nous attendions précédemment une telle annonce au premier trimestre 2021).** Même si les données ne sont pas trop décevantes d'ici cette date, à lui seul le *Brexit* devrait suffire à susciter un nouvel assouplissement. En effet, les attentes de la BoE concernant la conclusion d'un accord de libre-échange et d'une transition en douceur semblent trop optimistes.

**Pas de conclusion définitive sur les taux directeurs négatifs, mais la porte reste ouverte.** En septembre, le compte-rendu du MPC indiquait que « la Banque d'Angleterre et l'Autorité de régulation prudentielle<sup>5</sup> commenceraient à réfléchir de manière structurée aux aspects opérationnels (des taux directeurs négatifs) au quatrième trimestre 2020 ». Un mois plus tôt, la BoE semblait moins disposée à mettre en œuvre des taux directeurs négatifs, en raison de leur possible impact sur les bilans des banques. En effet, dans un encadré consacré à ce sujet dans le rapport du mois d'août sur la politique monétaire, la BoE avait conclu que « la mise en œuvre de taux directeurs négatifs pourrait être moins efficace actuellement pour stimuler l'économie que dans une période pendant laquelle les bilans des banques s'améliorent ». Parallèlement, la projection du mois d'août tablait sur une remontée de l'inflation (CPI) à 2% fin 2022, suggérant que des taux

<sup>5</sup> Ou 'PRA' pour *Prudential Regulation Authority*

d'intérêt négatifs n'ont pas une influence déterminante sur les perspectives d'inflation. **La probabilité d'une baisse du taux directeur a augmenté, mais notre scénario central continue d'exclure le passage du taux directeur en territoire négatif cette année.**

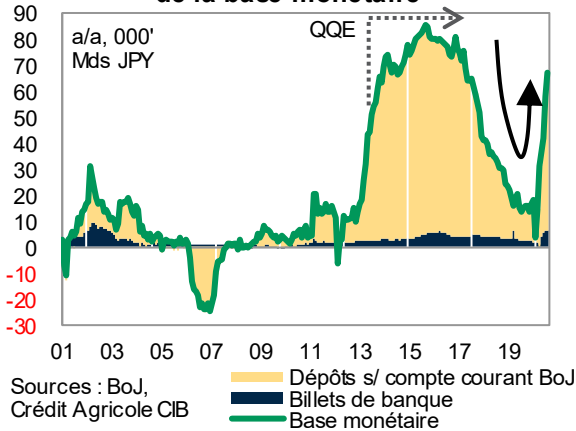
**Banque du Japon : maintien à l'identique des trois piliers de la politique monétaire avec l'arrivée du nouveau Premier ministre, Y. Suga**

Lorsque Shinzo Abe, le Premier ministre qui a récemment démissionné, avait pris ses fonctions en 2012, il avait exhorté la Banque du Japon (BoJ) à assouplir sa politique monétaire rapidement et fortement. Le nouveau Premier ministre, Yoshihide Suga, semble « neutre » à l'égard de l'actuelle politique de la Banque centrale.

Le mandat du gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, ne prend fin qu'en avril 2023 et cela plaide pour le maintien **des trois piliers de la politique monétaire** : le contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*), les achats d'actifs (fonds indexés sur actions ETFs, fonds investis en immobilier J-REITs) et les crédits accordés dans le contexte de la Covid-19. Le troisième pilier constitue la principale source d'explication de la récente forte hausse de la base monétaire.

**Haruhiko Kuroda va cependant continuer à dire que la BoJ procédera « sans hésitation » à de nouveaux assouplissements monétaires si nécessaire.** Or, tout assouplissement supplémentaire supposerait une baisse du taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER) déjà à -0,10%. Une baisse de ce taux est loin d'être acquise, ce que la BoJ semble implicitement confirmer puisqu'elle applique déjà un taux « positif » au solde des dépôts sur son compte courant correspondant aux mesures de crédit liées à la Covid. **La BoJ reconnaît donc les effets secondaires néfastes des taux négatifs.** Seule l'appréciation du change (dollar tombant à 100 yens voire plus bas) pourrait inciter la BoJ à abaisser le taux de rémunération des réserves excédentaires encore plus loin en territoire négatif.

**Japon : composantes de la base monétaire**



En raison de l'effet retardé du creusement de l'écart de production au premier semestre 2020, les prix à la consommation continueront à baisser jusqu'au premier trimestre 2021. Au Japon, l'inflation sous-jacente a tendance à suivre l'écart de production avec un retard de trois trimestres pour l'indice hors produits périssables et de quatre trimestres pour l'indice hors produits périssables et énergie. Dans ce contexte, **la politique budgétaire jouera un rôle plus direct dans la réduction de l'écart de production. Elle sera soutenue par la politique de contrôle de la courbe des taux de la BoJ, qui agit comme un « stabilisateur intégré » des taux à long terme.**

## Taux d'intérêt – Sous cloche

En se déployant de taux d'intervention durablement nuls ou négatifs jusqu'aux innovations quantitatives imprimant leurs marques sur les échéances plus longues, l'activisme monétaire assure un environnement de taux d'intérêt sans risques très (vraiment très) bas et de courbes peu pentues.

### États-Unis : des taux à zéro pour plus longtemps

À l'occasion du FOMC du 16 septembre, la Fed a annoncé un changement dans son mode de ciblage de l'inflation ; elle a par ailleurs clairement indiqué que les taux resteraient proches de leur limite inférieure (c'est-à-dire 0%) pendant plusieurs années.

Dans le cadre du ciblage de l'inflation moyenne (ou AIT pour *Average Inflation Targeting*) récemment annoncé, la Fed vise désormais à « atteindre une inflation légèrement supérieure à 2% pendant un certain temps, de manière à ce que l'inflation atteigne 2% en moyenne sur la durée ». La Fed donne désormais des indications sur l'évolution de sa politique sur la base de résultats observables et s'est donc engagée à maintenir ses taux directeurs proches de zéro jusqu'à ce que ses objectifs d'emploi maximum et d'inflation de 2% à long terme soient atteints.

La Fed a maintenu le rythme mensuel de ses achats d'actifs à 80 milliards de dollars en *Treasuries* (emprunts du Trésor) et 40 milliards en MBS (titres adossés à des créances hypothécaires), « afin d'aider au bon fonctionnement du marché et de favoriser des conditions financières accommodantes ». **La Fed envisagerait d'acheter des emprunts du Trésor à long terme pour stimuler l'économie ; un tel changement pourrait n'intervenir que fin 2020 ou début 2021.**

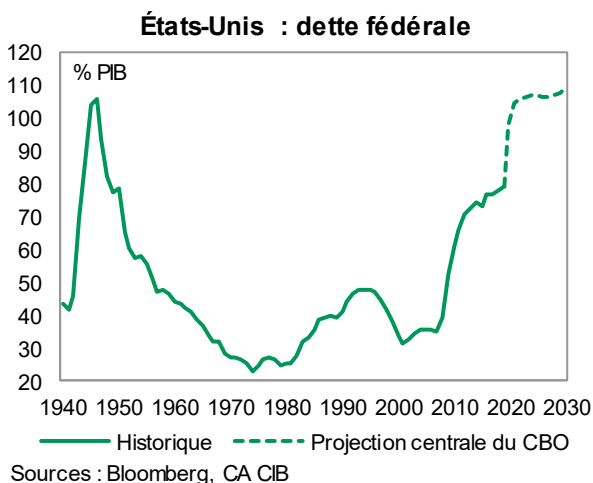
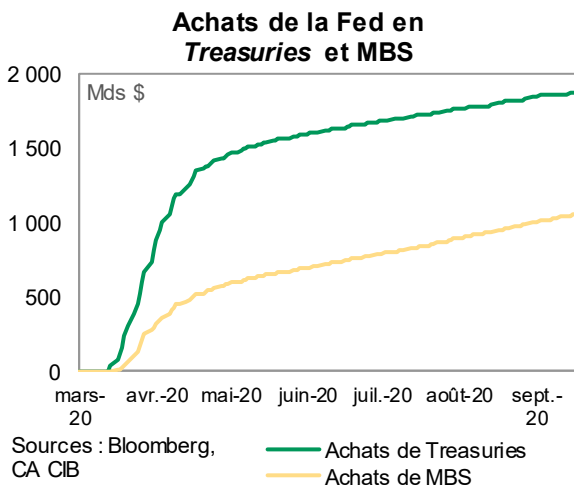
**Notre scénario central table sur une légère remontée des taux de marché accompagnée d'un soupçon de pentification de la courbe des taux.** L'économie est certes pénalisée par la pandémie, mais l'impact négatif a été atténué par les mesures de relance adoptées par le Congrès et par la Fed. Un redémarrage puissant est ainsi intervenu à la suite de la réouverture de l'économie. Bien qu'elle puisse être moins forte et plus lente (le nouveau plan de relance attendu de la part du Congrès restant en suspens), la reprise se poursuivra au second semestre.

**À court terme, les élections vont guider les marchés.** Les résultats seront plus serrés que les sondages, qui sont favorables à Joe Biden, ne le suggèrent. L'annonce des résultats interviendra probablement avec retard, en raison des votes par correspondance ; cela pourrait susciter la nervosité sur les marchés, phénomène déjà intégré par les marchés d'options, jusqu'à l'officialisation des résultats. La dernière élection présidentielle ayant conduit à une incertitude de cette nature est celle de 2000, entre George W. Bush et Al Gore : le résultat n'avait finalement été officialisé qu'avec l'annonce de la victoire de George W. Bush par la Cour suprême, le 12 décembre, un mois après la tenue du scrutin.

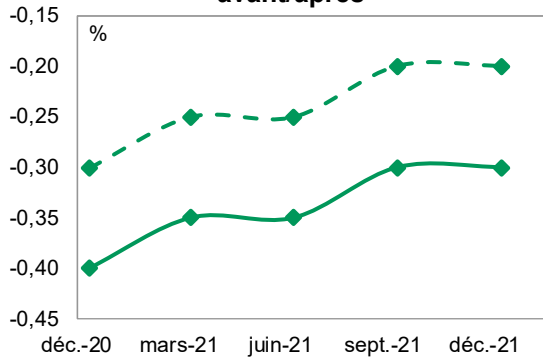
### Zone euro : le besoin de rendement

Plus bas, plus plat et plus serré

Les craintes d'une seconde vague de pandémie de Covid-19 en Europe sont fortes et ses répercussions potentielles sur l'économie ont maintenu les taux de marché de la zone euro à des niveaux bas. Nous avons donc ajusté nos prévisions en faveur **de taux plus bas, de courbes plus plates et de spreads plus serrés.**

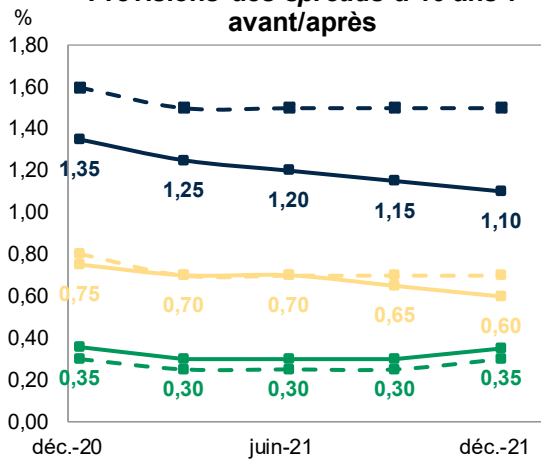


Prévisions Bund à dix ans : avant/après



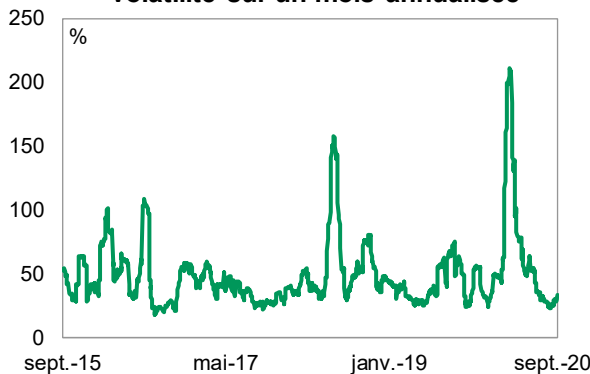
Source : CA CIB

Prévisions des spreads à 10 ans : avant/après



Source : CA CIB

Spread BTP-Bund à 10 ans : volatilité sur un mois annualisée



Sources : Bloomberg, CA CIB

### Effet d'attraction quasi gravitationnelle sur les rendements du Bund

Depuis le pic de sensibilité du marché à la pandémie, en mars/avril, le rendement du Bund dix ans a bien tenté de se redresser mais il a été systématiquement ramené vers -50 points de base, au niveau du taux de dépôt de la BCE. Ce phénomène est probablement dû au manque de visibilité sur la reprise, mais aussi sur l'évolution de l'épidémie. Compte tenu d'un climat d'incertitude qui risque de se prolonger, nous avons abaissé nos prévisions de 10 points de base, ce qui conduit désormais à **une légère remontée du Bund dix ans vers -40 points de base d'ici la fin de l'année, puis vers -30 points de base d'ici fin 2021**. Cette projection est fondée sur l'hypothèse d'une épidémie sous contrôle dans les mois à venir, contrôle permettant, à la fois, une meilleure visibilité économique et une reprise lente mais régulière l'année prochaine.

### La partie longue va continuer de guider la dynamique de la courbe

La dynamique de la courbe des taux devrait rester principalement partagée entre *bear-steepening* (remontée des taux accompagnée d'une pentification de la courbe) et *bull-flattening* (mouvement inverse : baisse des taux accompagnée d'un aplatissement de la courbe) sur notre horizon de prévision. **La partie courte de la courbe restera ancrée par la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE jusqu'à la fin de l'année 2021 et au-delà**. De plus, les niveaux de liquidité sans précédent conduiront l'Euribor trois mois à un niveau légèrement inférieur au taux de dépôt durant la majeure partie de l'année prochaine. Compte tenu de notre prévision de légère remontée des rendements du Bund d'ici la fin de l'année prochaine, une pentification très modeste est attendue ; la pente de la courbe serait toutefois plus faible d'environ 10 points de base que nous ne l'attendions précédemment.

### La politique monétaire fait baisser les spreads et la volatilité

Parmi les objectifs-clés de la BCE au plus fort de la crise figuraient **le rétablissement de la stabilité des prix et la réduction de la fragmentation des marchés de la zone euro**, visible sur les *spreads core-périphérie*. L'écart entre le BTP et le Bund à dix ans, par exemple, s'est élargi d'environ 200 points de base et la volatilité annualisée sur un mois est passée à un peu plus de 200% fin mars/début avril. À la suite de l'intervention de la BCE (notamment sous l'effet de son programme d'achats d'urgence pandémique ou PEPP), l'élargissement précédent de 200 points de base a été effacé et la volatilité est revenue aux niveaux d'avant-crise, environ 30%.

### Des spreads plus serrés à moyen terme

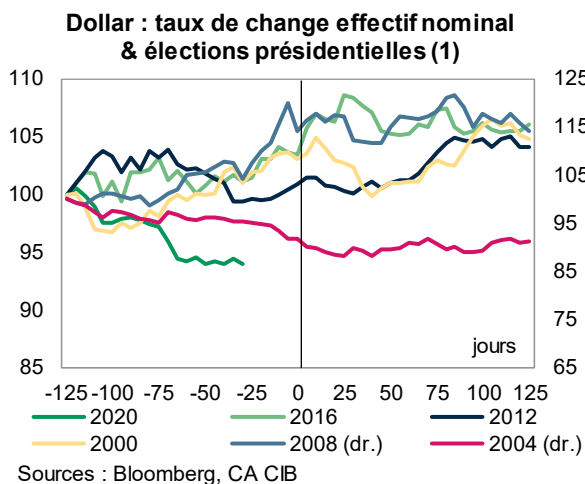
Nous avons abaissé notre prévision sur le *spread* Bund-BTP à dix ans de 40 points de base en raison, notamment, de la flexibilité du PEPP soulignée par la BCE (ce qui implique qu'elle peut s'affranchir de la clé de répartition si nécessaire) et de l'accord sur le fonds de relance européen (important tant pour le signal de solidarité de l'UE que pour son montant). En dépit d'une certaine nervosité à court terme dans les mouvements de *spreads* (remous potentiels créés par les négociations budgétaires, facteurs externes comme les tensions sino-américaines), nous anticipons **un resserrement des spreads à moyen terme, en raison du soutien apporté par la Banque centrale et de la recherche de rendement dans un environnement de taux durablement bas**.

## Taux de change – Sous le sceau des élections américaines

Le contexte pré-électoral américain est habituellement peu propice à l'appréciation du dollar. À l'approche des élections de novembre, l'incertitude pourrait cependant lui être légèrement favorable. Son avenir *post*-électoral pourrait être plus terne qu'au cours du mandat présidentiel qui s'achève. Au-delà des scénarios politiques, les facteurs baissiers demeurent : politique durablement accommodante de la Fed et risque de diversification des actifs au détriment, à terme, du dollar.

### Taux de change : les élections américaines et au-delà

Malgré l'avance confortable de Joe Biden sur Donald Trump dans les sondages, le résultat de l'élection américaine n'en reste pas moins difficile à prévoir. L'incertitude politique aux États-Unis devrait continuer à alimenter **la volatilité du marché des changes avant l'élection**.



L'évolution des cours de change lors des dernières élections présidentielles américaines livrent quelques enseignements. Les graphiques montrent l'évolution du taux de change effectif nominal du dollar lors des périodes électorales, depuis 1976. Il en ressort clairement que, comme en 2020, le dollar a tendance à sous-performer lorsqu'un président terminant son premier mandat est candidat à sa réélection (comme en 1976, 1980, 1992, 1996, 2004 et 2012). La sous-performance est particulièrement prononcée, lorsque le président sortant s'achemine vers une défaite (en 1976, 1980 et 1992). Point important, le taux de change effectif nominal du dollar a tendance à se redresser peu après chacune de ces élections, à l'exception notable de la réélection de George W. Bush en 2004.

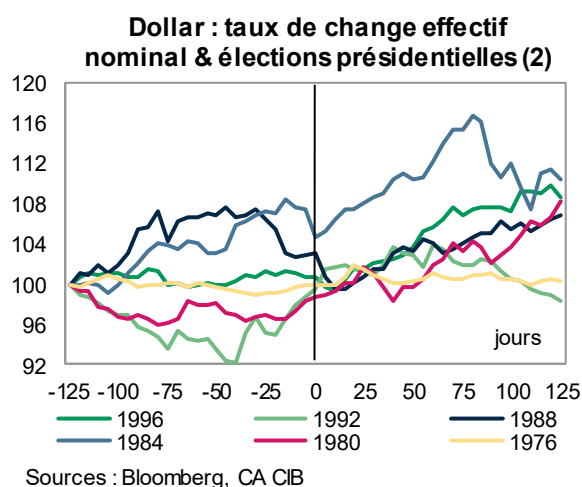
Partant de niveaux actuellement assez bas, **le dollar pourrait rebondir avant les élections pour au moins deux raisons** :

- ✓ L'issue de l'élection demeure incertaine. Dès lors, l'éventualité d'une réélection de Trump pourrait soutenir la volatilité des cours de change et du dollar.
- ✓ Une élection plus serrée qu'attendu pourrait également conduire à une annonce du résultat quelque temps après le scrutin. Un tel scénario pourrait accroître l'incertitude pour les marchés, soutenir la volatilité du marché et paradoxalement stimuler le dollar.

**L'évolution des cours de change après les élections et au quatrième trimestre sera influencée par deux facteurs décisifs** :

- ✓ L'impact à court terme sur l'appétit global pour le risque.
- ✓ La perception de l'impact à long terme du résultat des élections sur l'économie américaine.

**Une victoire de M. Biden confirmerait les sondages actuels et pourrait être considérée comme marginalement plus positive pour le sentiment de marché dans la mesure où elle devrait retarder une confrontation commerciale directe avec la Chine.** Les mesures économiques proposées par Joe Biden – augmentation de l'impôt sur les sociétés, hausse du salaire minimum et marche arrière sur la déréglementation du secteur de l'énergie – pourraient, en outre, être considérées comme moins favorables pour les perspectives à long terme de l'économie américaine. En bref, cela pourrait être défavorable pour le billet vert. Dans ce scénario, il existe ainsi un risque haussier



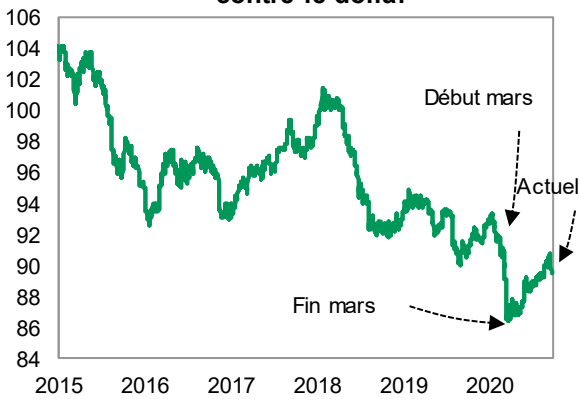
par rapport à nos prévisions actuelles (un euro à 1,20 dollar au quatrième trimestre 2020).

**À l'inverse, une victoire de Donald Trump pourrait générer une remontée de l'aversion au risque suscitée par les craintes d'une aggravation rapide des tensions commerciales avec la Chine et de l'éclatement d'un conflit commercial avec l'UE.** Devise refuge, le dollar bénéficierait d'un regain d'aversion au risque. Les perspectives d'évolution des droits de douane pourraient, par ailleurs, promouvoir la dépréciation des devises des principaux partenaires commerciaux des États-Unis contre le dollar. L'impact à plus long terme sur les devises est très incertain, car conditionné par la mise en œuvre du programme protectionniste du président Trump.

Nous avons donc récemment revu à la baisse nos perspectives d'évolution du dollar contre l'ensemble des devises. Cette révision tient essentiellement à l'évolution attendue du **contexte politique américain, susceptible de se révéler moins favorable au dollar après les élections de novembre qu'au cours des quatre dernières années.** Une présidence de Joe Biden et un contrôle démocrate du Congrès seront peu favorables à l'appréciation du dollar. En outre, une éventuelle division politique du Congrès (qui serait une prolongation de la situation actuelle) ou une divergence politique entre le Congrès et la présidence continuerait de compliquer les prises de décision à Washington à un moment où l'économie risque d'avoir besoin de nouvelles mesures de relance budgétaire. Ceci milite en faveur d'une Fed assouplissant encore sa politique monétaire après les élections, avec un QE (politique d'assouplissement quantitatif) plus agressif, visant la partie longue de la courbe des *Treasuries*.

Enfin, au-delà de ces scénarios politiques, les facteurs baissiers pour le dollar demeurent : politique durablement accommodante de la Fed et risque de diversification des actifs au détriment, à terme, du dollar.

Indice taux de change émergent contre le dollar



Sources : Bloomberg, CA CIB

**Pays émergents : difficultés à court terme, différenciation à long terme**

**À court terme, le risque d'une deuxième vague de Covid et les incertitudes liées aux élections américaines pourraient alimenter la volatilité des devises émergentes, aux dépens des plus vulnérables d'entre elles. Les devises émergentes bénéficient cependant d'importants facteurs favorables qui devraient les soutenir à moyen terme.**

Tout d'abord, le « put » des Banques centrales mondiales<sup>6</sup> anesthésie en partie le marché. Les liquidités massivement injectées dans le système financier protègent les prix des actifs et les devises des pays émergents contre une correction baissière, même si les perspectives économiques sont relativement sombres. Ensuite, nous sommes relativement optimistes pour le yuan chinois, ce qui devrait également apporter un soutien indirect aux autres devises émergentes, en particulier celles d'Asie du Nord et, dans une moindre mesure, celles des pays producteurs de matières premières. Enfin, le différentiel de taux d'intérêt moyen entre marchés développés et marchés émergents reste important (il a même légèrement augmenté) : le portage des actifs émergents reste et devrait rester attractif. En moyenne, les devises des

<sup>6</sup> Put des Banques centrales : idée selon laquelle les Banques centrales ne laissent pas les actifs (actions, obligations, devise, etc.) de leur pays/zone s'effondrer sans intervenir pour les soutenir, ce qui limite les risques pour les investisseurs.

pays émergents constitueront un bon support d'investissement au cours des prochains trimestres.

**Il convient cependant de différencier fortement parmi les devises émergentes.** Deux principaux critères de différenciation se distinguent. Le portage reste un facteur différenciant. En période d'appétit pour le risque, les actifs à rendement élevé devraient attirer des investissements étrangers, d'autant plus que certains de ces actifs n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise. Deuxième facteur différenciant : certains marchés émergents sont mieux placés pour afficher de bonnes performances dans un environnement mondial profondément modifié par la Covid. Certains pays ont des modèles de développement plus résilients, notamment ceux qui bénéficient de taux d'épargne et d'investissement plus élevés, d'un poids économique important des secteurs technologiques, de politiques industrielles plus proactives et de plus grandes marges de manœuvre budgétaire et/ou extérieure. En termes régionaux, en résumé, les pays asiatiques semblent mieux positionnés alors que les pays d'Amérique latine sont confrontés à des difficultés plus importantes. En moyenne, les pays du fuseau horaire européen et du Moyen-Orient se situent entre les deux, sauf les pays du Golfe (et la Russie, dans une certaine mesure) qui font face à un problème spécifique : les prix relativement bas du pétrole ont eu tendance à réduire leurs marges de manœuvre financière.

Ces deux critères de différenciation (portage et atouts structurels) joueront un rôle important, en alternance, selon que les marchés manifestent de l'appétit ou de l'aversion pour le risque. **À long terme, les facteurs structurels devraient prévaloir et favoriser la surperformance des devises asiatiques dans la durée.**

## Prévisions économiques et financières

### Taux d'intérêt

|                   |                    | 30-sept. | déc.-20 | mars-21 | juin-21 | sept.-21 | déc.-21 |
|-------------------|--------------------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Etats-Unis        | Fed funds          | 0,25     | 0,25    | 0,25    | 0,25    | 0,25     | 0,25    |
|                   | Taux 10 ans        | 0,69     | 0,80    | 0,90    | 1,00    | 1,10     | 1,20    |
| Zone euro         | Dépôt              | -0,50    | -0,50   | -0,50   | -0,50   | -0,50    | -0,50   |
|                   | Taux 10 ans (All.) | -0,52    | -0,40   | -0,35   | -0,35   | -0,30    | -0,30   |
| Spread 10a c/ EUR | France             | 0,28     | 0,35    | 0,30    | 0,30    | 0,30     | 0,35    |
|                   | Italie             | 1,39     | 1,35    | 1,25    | 1,20    | 1,15     | 1,10    |

### Taux de change

| Taux de change USD<br>Pays industrialisés |         | 30-sept. | déc.-20 | mars-21 | juin-21 | sept.-21 | déc.-21 |
|---|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Euro                                      | EUR/USD | 1,17     | 1,18    | 1,19    | 1,19    | 1,20     | 1,20    |
| Japon                                     | USD/JPY | 106      | 106     | 108     | 108     | 110      | 110     |
| Royaume-Uni                               | GBP/USD | 1,29     | 1,30    | 1,32    | 1,33    | 1,34     | 1,35    |
| Suisse                                    | USD/CHF | 0,92     | 0,92    | 0,92    | 0,93    | 0,93     | 0,93    |
| <b>Asie</b>                               |         |          |         |         |         |          |         |
| Chine                                     | USD/CNY | 6,79     | 6,70    | 6,65    | 6,60    | 6,55     | 6,50    |
| Hong Kong                                 | USD/HKD | 7,75     | 7,75    | 7,75    | 7,75    | 7,75     | 7,75    |
| Inde                                      | USD/INR | 73,56    | 73,75   | 74,50   | 75,25   | 76,00    | 76,75   |
| Corée du Sud                              | USD/KRW | 1166     | 1160    | 1155    | 1150    | 1145     | 1140    |
| <b>Amérique latine</b>                    |         |          |         |         |         |          |         |
| Brésil                                    | USD/BRL | 5,62     | 5,35    | 5,30    | 5,15    | 5,00     | 5,00    |
| Mexique                                   | USD/MXN | 22,10    | 21,25   | 21,00   | 21,25   | 21,25    | 21,25   |
| <b>Europe - émergents</b>                 |         |          |         |         |         |          |         |
| Pologne                                   | USD/PLN | 3,86     | 3,76    | 3,70    | 3,70    | 3,66     | 3,62    |
| Russie                                    | USD/RUB | 77,74    | 75,00   | 72,00   | 72,00   | 73,00    | 75,00   |
| Turquie                                   | USD/TRY | 7,76     | 7,40    | 7,30    | 7,20    | 7,20     | 7,20    |

### Matières premières

|                 |        | 30-sept | 2020  | 2021  |       |       |       |
|-----------------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Métaux précieux |        |         | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    |
| Or              | USD/oz | 1 884   | 1 940 | 1 940 | 1 960 | 1 980 | 2 020 |

|                    |         | 30-sept | 2020 | 2021 |    |    |    |
|--------------------|---------|---------|------|------|----|----|----|
| Prix moy. du trim. |         |         | T4   | T1   | T2 | T3 | T4 |
| Brent              | USD/BBL | 41      | 44   | 40   | 45 | 48 | 52 |



Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

|                               | PIB (a/a, %) |       |      | Inflation (a/a, %) |      |      | Balance courante (% du PIB) |      |      |
|-------------------------------|--------------|-------|------|--------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
|                               | 2019         | 2020  | 2021 | 2019               | 2020 | 2021 | 2019                        | 2020 | 2021 |
| <b>États-Unis</b>             | 2,3          | -4,5  | 3,7  | 1,8                | 1,2  | 1,9  | -2,4                        | -2,2 | -2,3 |
| <b>Japon</b>                  | 0,7          | -5,7  | 1,6  | 0,6                | -0,1 | 0,3  | 3,6                         | 2,4  | 2,1  |
| <b>Zone euro</b>              | 1,3          | -7,5  | 5,4  | 1,2                | 0,2  | 0,8  | 2,9                         | 3,1  | 3,2  |
| <b>Allemagne</b>              | 0,6          | -5,4  | 5,0  | 1,4                | 0,4  | 1,7  | 7,1                         | 6,5  | 6,4  |
| <b>France</b>                 | 1,5          | -9,1  | 7,1  | 1,3                | 0,5  | 0,5  | -1,2                        | -1,0 | -1,0 |
| <b>Italie</b>                 | 0,3          | -9,7  | 5,6  | 0,7                | -0,3 | 0,2  | 3,0                         | 2,6  | 3,1  |
| <b>Espagne</b>                | 2,0          | -12,8 | 4,5  | 0,8                | -0,3 | 0,2  | 2,0                         | 2,0  | 1,9  |
| <b>Pays-Bas</b>               | 1,6          | -4,6  | 4,2  | 2,7                | 1,0  | 1,1  | 9,9                         | 10,4 | 10,3 |
| <b>Autres pays développés</b> |              |       |      |                    |      |      |                             |      |      |
| <b>Royaume-Uni</b>            | 1,5          | -9,6  | 6,3  | 1,8                | 0,8  | 1,4  | -3,6                        | -3,9 | -4,7 |
| <b>Canada</b>                 | 1,7          | -5,7  | 4,8  | 1,9                | 0,7  | 1,7  | -2,2                        | -2,1 | -2,4 |
| <b>Australie</b>              | 1,8          | -6,7  | 6,1  | 1,6                | 1,4  | 1,8  | 0,5                         | -0,6 | -1,8 |
| <b>Suisse</b>                 | 0,9          | -6,0  | 3,8  | 0,4                | -0,4 | 0,6  | 12,2                        | 7,2  | 8,8  |
| <b>Asie</b>                   | 5,1          | -0,4  | 7,1  | 2,7                | 2,9  | 2,3  | 1,3                         | 1,9  | 1,2  |
| <b>Chine</b>                  | 6,1          | 3,0   | 8,0  | 2,9                | 2,8  | 1,8  | 1,0                         | 1,7  | 1,0  |
| <b>Inde</b>                   | 4,9          | -5,8  | 8,4  | 3,7                | 6,2  | 4,5  | -0,9                        | 1,0  | -1,0 |
| <b>Corée du Sud</b>           | 2,0          | -0,9  | 3,4  | 0,4                | 0,4  | 1,2  | 4,3                         | 4,2  | 4,0  |
| <b>Amérique latine</b>        | 0,5          | -7,1  | 3,7  | 10,1               | 7,3  | 9,0  | -2,0                        | -0,3 | -0,3 |
| <b>Brésil</b>                 | 1,1          | -5,1  | 3,4  | 4,3                | 2,1  | 2,9  | -2,8                        | -0,2 | -0,1 |
| <b>Mexique</b>                | -0,1         | -9,2  | 3,8  | 2,8                | 3,4  | 3,2  | -0,2                        | -0,2 | 0,4  |
| <b>Europe émergente</b>       | 2,0          | -4,8  | 3,8  | 6,2                | 4,9  | 4,5  | 1,5                         | 0,5  | 0,0  |
| <b>Russie</b>                 | 1,3          | -5,0  | 3,5  | 4,5                | 3,3  | 3,5  | 3,8                         | 1,5  | 1,5  |
| <b>Turquie</b>                | 0,9          | -5,0  | 4,5  | 15,5               | 11,0 | 10,0 | 0,0                         | -2,0 | -2,5 |
| <b>Pologne</b>                | 4,1          | -2,8  | 3,6  | 2,3                | 3,4  | 1,7  | 0,4                         | 2,0  | 0,6  |
| <b>Afrique, Moyen-Orient</b>  | 0,4          | -5,8  | 2,3  | 8,4                | 7,0  | 5,5  | 1,3                         | -2,9 | -2,5 |
| <b>Arabie Saoudite</b>        | 0,3          | -6,0  | 3,2  | -2,1               | 4,3  | 2,1  | 5,9                         | -4,0 | -2,5 |
| <b>Emirats Arabes Unis</b>    | 1,7          | -5,5  | 2,2  | -1,9               | -1,1 | 1,0  | 7,0                         | -0,3 | 1,1  |
| <b>Egypte</b>                 | 5,6          | 1,2   | 2,0  | 9,2                | 5,8  | 7,8  | -3,6                        | -4,5 | -4,0 |
| <b>Maroc</b>                  | 2,5          | -5,1  | 3,5  | 0,3                | 0,5  | 1,1  | -4,1                        | -7,0 | -4,0 |
| <b>Total</b>                  | 2,7          | -4,1  | 5,0  | 3,4                | 2,7  | 2,8  |                             |      |      |
| <b>Pays industrialisés</b>    | 1,7          | -6,0  | 4,3  | 1,5                | 0,7  | 1,3  |                             |      |      |
| <b>Pays émergents</b>         | 3,5          | -2,6  | 5,6  | 4,9                | 4,3  | 3,9  |                             |      |      |

## Comptes publics

|                    | Solde budgétaire (% du PIB) |              |              | Dettes publiques (% du PIB) |              |              |
|--------------------|-----------------------------|--------------|--------------|-----------------------------|--------------|--------------|
|                    | 2019                        | 2020         | 2021         | 2019                        | 2020         | 2021         |
| <b>Etats-Unis</b>  | <b>-4,6</b>                 | <b>-16,0</b> | <b>-8,6</b>  | <b>79,2</b>                 | <b>98,2</b>  | <b>104,4</b> |
| <b>Japon</b>       | <b>-2,5</b>                 | <b>-17,5</b> | <b>-8,6</b>  | <b>225,4</b>                | <b>242,8</b> | <b>248,3</b> |
| <b>Zone euro</b>   | <b>-0,7</b>                 | <b>-8,9</b>  | <b>-4,8</b>  | <b>86,5</b>                 | <b>102,7</b> | <b>102,0</b> |
| Allemagne          | 1,3                         | -6,4         | -2,6         | 59,8                        | 75,2         | 76,1         |
| France             | -3,0                        | -10,2        | -6,7         | 98,1                        | 117,5        | 116,2        |
| Italie             | -1,6                        | -8,7         | -4,6         | 134,8                       | 154,8        | 149,5        |
| Espagne            | -2,8                        | -9,8         | -6,8         | 95,8                        | 117,8        | 119,4        |
| Pays-Bas           | 1,7                         | -7,6         | -5,1         | 48,7                        | 59,9         | 62,0         |
| Belgique           | -1,9                        | -8,0         | -6,0         | 98,6                        | 110,0        | 111,0        |
| Grèce              | 1,5                         | -6,4         | -2,1         | 176,6                       | 200,3        | 186,1        |
| Irlande            | 0,4                         | -7,4         | -4,1         | 58,8                        | 64,6         | 66,9         |
| Portugal           | 0,2                         | -6,4         | -3,2         | 117,7                       | 133,5        | 128,6        |
| <b>Royaume-Uni</b> | <b>-2,1</b>                 | <b>-15,8</b> | <b>-14,7</b> | <b>85,4</b>                 | <b>107,7</b> | <b>113,6</b> |

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

*Achévé de rédiger le 28 septembre 2020*

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

| Date       | Titre   | Thème               |
|------------|---|---------------------|
| 01/10/2020 | <u>France – Projet de loi de finances pour 2021 : déficit public, 6,7% du PIB après 10,2% en 2020</u> | France              |
| 30/09/2020 | <u>Asie : qui sont les rescapés de la crise ?</u>   | Asie                |
| 29/09/2020 | <u>Chronique de la vie politique italienne : l'heure des bilans</u>                                   | Italie              |
| 28/09/2020 | <u>Géopolitique – Rivalité États-Unis - Chine</u>   | Géopolitique        |
| 25/09/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>  | Monde               |
| 23/09/2020 | <u>L'agriculture urbaine : mirage ou réalité ?</u>  | Agriculture         |
| 21/09/2020 | <u>Commission européenne : enfin prête à agir</u>   | Europe              |
| 18/09/2020 | <u>Monde – L'actualité de la semaine</u>  | Monde, géopolitique |
| 17/09/2020 | <u>Quelles évolutions sur les marchés du travail des pays d'Amérique latine ?</u>                     | Amérique latine     |
| 16/09/2020 | <u>Un moment stratégique pour les États-Unis</u>  | Géopolitique        |
| 14/09/2020 | <u>BCE : acheter du temps, mais pour quoi faire ?</u>   | Zone euro           |

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

12, place des États-Unis — 92127 Montrouge Cedex

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

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

**Comité de rédaction :**

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

Pierre BENADJAOU – pierre.benadjaoud@credit-agricole-sa.fr / Olivier ELUERE – olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

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

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

Slavena NAZAROVA slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr / Jean-François PERRIN – jean-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 / Italo LOMBARDI – italo.lombardi@ca-cib.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)