

Perspectives

Apériodique – n°21/002 – 6 janvier 2021

Le point de vue

Scénario macro-économique 2021-2022 : au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables

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

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

Et tout d'abord, un rapide tour du monde par grandes zones géographiques. Aux **États-Unis**, alors que les contours et le calendrier d'un nouveau plan de relance sont encore à dessiner, la résurgence du virus fait planer un risque de forte décélération au premier semestre. L'accélération attendue sur la seconde partie de l'année conduirait à une reprise de 3,1% après une contraction limitée à 3,6% en 2020. Fin 2021, le PIB en volume serait encore très légèrement inférieur à son niveau pré crise (*i.e.* fin 2019). En **zone euro**, où l'on suppose que seront maintenus les dispositifs de soutien à l'activité en faveur des ménages et des entreprises, la croissance se situerait autour de 3,8%, après s'être contractée de 7,4% en 2020. Selon les caractéristiques structurelles (dont composition sectorielle de l'offre et de l'emploi, poids des services, capacité d'exportation et adéquation des produits exportés, etc.) et les stratégies nationales (arbitrage santé/économie, abondance et efficacité des mesures de soutien), tant l'ampleur du choc que la vitesse et la puissance de la récupération seront extrêmement diverses. Ainsi, fin 2021, si le PIB de la zone euro est encore inférieur de 2,4% à son niveau d'avant crise, l'écart serait limité à 2% en Allemagne, alors qu'il resterait proche de 7,4% en Espagne pour se situer autour de 2,2% et 3,9%, respectivement, en France et en Italie. Au **Royaume-Uni**, qu'il y ait un accord commercial *a minima* permettant d'éviter un *Brexit* sous sa forme la plus « *hard* » ou pas, aux conséquences de la pandémie s'ajoutera le processus de « désimbrication » : succédant à une contraction majeure puisqu'estimée à 11,1% en 2020, la croissance approcherait 4,5% laissant, fin 2021, le PIB inférieur de 3,8% à son niveau pré-crise.

Dans les **pays émergents**, la reprise économique sera plus laborieuse et éminemment plus disparate que ne le suggère la croissance prévue pour 2021. Après une contraction un peu inférieure à 3% en 2020, une reprise proche de 5,6% se profile. Ce chiffre masque une grande diversité : une illusion d'optique qui dissimule tant les effets immédiats de la crise, dérivés notamment de contraintes monétaires et budgétaires plus sévères et diverses que dans l'univers développé, que ses conséquences durables sous la forme du creusement du fossé

structurel entre les émergents asiatiques et les autres. L'Asie (notamment l'Asie du Nord) a moins souffert et s'apprête à mieux rebondir, Chine en tête ; **Chine** où la croissance approcherait de nouveau 8% en 2021 après n'avoir payé qu'un tribut très modeste en 2020, puisque ralentissant vers 2,6% en échappant à la récession. Peut-on dès lors compter sur le dynamisme chinois pour tonifier l'Asie et promouvoir le redressement du reste du monde à l'aune de l'expérience de 2009 ? Non. À la faveur de l'épuisement de la majeure partie du rattrapage, la croissance chinoise a ralenti ; la Chine n'a plus les moyens de tracter le reste du monde. De plus, elle n'en a plus envie, comme l'atteste sa nouvelle stratégie dite de « circulation duale » qui vise à limiter sa dépendance vis-à-vis de l'extérieur.

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

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

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

Catherine LEBOUGRE

catherine.lebougre@credit-agricole-sa.fr

Consulter la publication : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/Publication/2020-Decembre/Monde-Scenario-macro-economique-2021-2022>

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
22/12/2020	Espagne – Scénario 2021-2022 : incertitudes persistantes en 2021	Espagne
22/12/2020	Italie – Scénario 2021-2022 : 2021 bis repetita ?	Italie
22/12/2020	Zone euro – Scénario macro-économique 2021-2022 : entre promesses et menaces	UE
18/12/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
18/12/2020	Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance subordonnée au risque sanitaire et au soutien de la politique budgétaire	UE
18/12/2020	Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : des combats à gagner avant toute reprise durable	Royaume-Uni
17/12/2020	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : au-delà d'une reprise chaotique, des cicatrices durables	Monde
17/12/2020	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : prévisions économiques et financières	Monde
16/12/2020	Vidéo - Bilan 2020 et perspectives économiques 2021	Monde
16/12/2020	France – Scénario 2021-2022 : quelle sortie de crise ?	France
11/12/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/12/2020	France – Prévoir le PIB dans cette crise atypique : quelques éléments d'explication	France
10/12/2020	France – Immobilier résidentiel : un marché plutôt résistant face au coronavirus	France, immobilier
09/12/2020	Zone euro – Conjoncture flash : les composantes du PIB au T3 2020	UE
09/12/2020	La bête qui guette : BEAST, le scénario risque de la BCE et ses implications	UE
09/12/2020	Inde – Une convalescence à surveiller	Asie
08/12/2020	Quel avenir pour les plateformes françaises du crowdlending ?	Banques, informatique

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

 Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr
Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>
iPad : application **Études ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

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