

# Perspectives

Hebdomadaire – N°21/220 – 18 juin 2021

## MONDE – L'actualité de la semaine

☞ Une Fed, plus optimiste, consolide les anticipations de hausse plus rapide des taux.....	1
☞ Zone euro : la production industrielle accélère en avril .....	3
☞ Zone euro : le rattrapage des échanges commerciaux se poursuit au mois d'avril et devrait accélérer davantage dans les mois à venir.....	3
☞ Zone euro : le secteur automobile est face à des goulets d'étranglement mais pas en panne de commandes .....	4
☞ Royaume-Uni : un mois de mai riche en nouvelles hawkish outre-Manche .....	5
☞ Brésil : beaucoup de taux et d'inflation, un peu plus de croissance .....	8
☞ Pays producteurs d'hydrocarbures : pas de retour à l'équilibre budgétaire en 2021 .....	9

### ☞ Une Fed, plus optimiste, consolide les anticipations de hausse plus rapide des taux

Cette semaine les investisseurs avaient les yeux rivés sur la réunion du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) des 15 et 16 juin, après les forts chiffres d'inflation de ces deux derniers mois. Le FOMC s'est conclu par un maintien de la fourchette-cible des taux des Fed Funds à [0-0,25%], décision votée à l'unanimité. Dans le même temps, le FOMC a procédé à un ajustement technique de 5 points de base du corridor des taux directeurs, le relevant à [0,05%, 0,15%], afin de réduire les pressions sur les marchés monétaires et permettre un recentrage du taux des Fed Funds effectif dans fourchette cible comprise entre 0 et 25 points de base (le taux effectif était proche de 6 points de base depuis mi-mai).

La vraie nouvelle du FOMC a consisté dans la hausse des prévisions des taux des Fed Funds : treize membres (sur un total de dix-huit) prévoient des taux des Fed Funds en hausse jusqu'à fin 2023 (contre sept lors du précédent FOMC). La médiane des préférences des membres du FOMC se situe 50 points de base au-dessus du taux actuel,

suggérant deux hausses de taux de 25 points de base chacune pour 2023 (contre aucune en mars dernier). Le consensus anticipait une progression de seulement 25 points de base.

En parallèle, les membres du FOMC ont revu leur prévision de croissance pour 2021 à 7% (contre 6,5% en mars) avec un taux de chômage inchangé à 4,5%. Le scénario pour 2022 et 2023 reste globalement inchangé avec une prévision de croissance pour 2022 maintenue à 3,3% et celle pour 2023 relevée légèrement à 2,4% contre 2,2%, toujours supérieure au taux de croissance potentiel, à 1,8%. Le gouverneur Jerome Powell a déclaré, lors de la conférence de presse, qu'« il y a plus de raisons d'être confiant » : la croissance a été plus élevée que prévu et la demande de main-d'œuvre a été forte. Par ailleurs, le communiqué de presse a inclus quelques changements pour refléter le progrès sur le plan de la vaccination, son succès pour réduire la propagation du virus aux États-Unis et l'impact de la crise sanitaire sur les perspectives de l'économie.

Les membres du FOMC ont également revu à la hausse leurs prévisions d'inflation, assez fortement pour l'année en cours. Le taux d'inflation PCE s'établirait en moyenne à 3% cette année (contre 2,2% prévu en mars) avec une révision à la hausse de 1 point de pourcentage, à 3,4%, pour le quatrième trimestre 2021. Toutefois, la Réserve fédérale reste fidèle à son analyse selon laquelle la hausse de l'inflation à court terme devrait être transitoire, ce qui se traduit également par une prévision d'inflation affichant toujours une forte baisse en 2022 (à 2,1% aux T4-2022 et T4-2023). Tout en motivant l'aspect transitoire des pressions inflationnistes (forte demande dans le sillage de la réouverture de l'économie, goulets d'étranglement dans l'industrie plus importants qu'anticipé), le gouverneur Powell a concédé que le risque inflationniste avait augmenté. Si les différentes contraintes pesant sur l'offre continuaient de limiter sa capacité d'ajustement lors de cette phase de réouverture de l'économie et de rééquilibrage de la demande, l'inflation pourrait continuer à surprendre à la hausse et être plus « persistante » qu'anticipé.

Dans ce contexte, la Fed a annoncé avoir ouvert le débat sur un ralentissement (« *tapering* ») de son programme d'achats d'actifs (actuellement sur un rythme de 120 milliards de dollars par mois). Néanmoins, elle rappelle que cette étape est conditionnée par de nouvelles améliorations de la situation économique. Si elle se réjouit des progrès effectués vers ses objectifs d'inflation et d'emploi, elle note être toujours loin du progrès « substantiel » souhaité. La Fed évite de s'engager sur un calendrier précis, mais promet de signaler en amont toute décision de cette nature. Nous nous attendons à voir plus de détails concernant le « *tapering* » lors des prochaines réunions du FOMC et anticipons un début effectif de celui-ci début 2022.

Pour les marchés, ce FOMC a été un signal « *hawkish* » clair (le dollar s'est apprécié de 1,5% contre l'euro sur la semaine). La Fed paraît à présent plus confiante dans la nécessité de préparer sa stratégie de sortie. De plus, elle n'est pas la seule à prévoir des hausses de taux. La *Norges Bank* a annoncé cette semaine envisager

de monter ses taux en septembre. La Banque centrale du Canada et celle de la Nouvelle-Zélande prévoient également des hausses de taux cette année. Dans le monde émergent, la Banque centrale du Brésil a opéré une hausse de taux de 75 points de base mercredi.

La conséquence sur les marchés a été le dénouement des positions spéculant sur une hausse durable de l'inflation (« *reflation trade* »). Le taux dix ans américain a inversé ses gains *post-FOMC* (à 1,57% dans la journée de mercredi) et termine la semaine proche de 1,50%, somme toute peu différent de la moyenne de la semaine dernière. Par ailleurs, la courbe des taux américains s'est fortement aplatie, comme indiqué par l'écart entre le taux cinq ans et le taux trente ans, à son plus bas depuis le début du « *reflation trade* » en novembre. Le taux américain trente ans a, en effet, rechuté sous 2,1% pour la première fois depuis février.

Les indices de matières premières ont perdu du terrain (l'indice CRB recule de 3% sur la semaine), en partie en lien avec l'annonce de la Fed et en partie en raison de la décision des autorités chinoises mercredi de puiser dans leurs réserves stratégiques de métaux afin d'enrayer la flambée des cours des matières premières, confirmant les rumeurs qui circulaient depuis quelques jours. L'indice CRB des métaux industriels chute de 9,6% sur la semaine. L'or figure également parmi les grands perdants de la semaine (-5,8%), les investisseurs y voyant moins d'utilité pour se protéger contre l'inflation. Les cours du pétrole sont stables sur la semaine (+0,2 pour le cours du brut de mer du Nord), mais s'inscrivent en baisse depuis mercredi (-2,1%). L'appétit pour le risque résiste globalement, mais masque des évolutions très divergentes entre les différentes catégories d'actions. Les indices actions encaissent des baisses dans les marchés émergents (-1,4% pour le MSCI émergents), mais résistent ailleurs dans le monde avec un S&P 500 en baisse limitée (-0,6%) et un Eurostoxx 50 affichant une légère progression (+0,7% sur la semaine).

## Zone euro

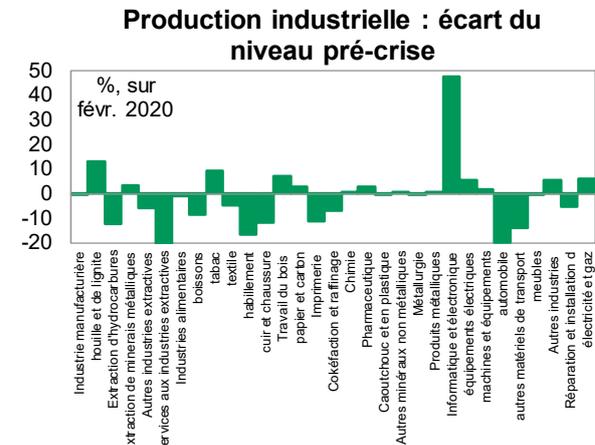
### Zone euro : la production industrielle accélère en avril

La production industrielle dans la zone euro a progressé de 0,8% sur le mois précédent en avril (après 0,4% en mars), tirée par la forte expansion de l'industrie en Belgique (7,4%) et aux Pays-Bas (5,6%), ainsi qu'en Italie (1,8%) et en Espagne (1,1%). La production stagne en revanche en France et recule légèrement en Allemagne (-0,3%).

La récupération par rapport au niveau d'avant-crise est presque complète (-0,3%). Si l'Italie a bien dépassé ce niveau (+1,2%) et l'Espagne s'en rapproche (-0,4%), l'Allemagne et la France sont en revanche plus en retard (-6,2% et -5,5% respectivement).

Une reprise forte s'affiche dans la production de machines et équipements et de produits métalliques, dans la métallurgie et dans la production d'équipements électriques. L'activité dans l'automobile reste en revanche toujours en retrait, bien qu'un redressement fort de l'activité dans les autres matériels de transport se dessine.

Sont aussi en baisse la production de minéraux non métalliques, la pharmacie et l'habillement. Le redressement de la production de plastique et caoutchouc, ainsi que de la chimie, demeure poussif.



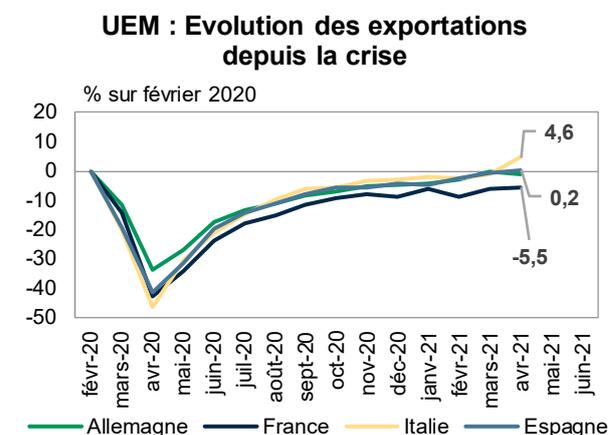
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Notre opinion** – La vigueur de la reprise du cycle manufacturier mondial crée un cercle vertueux de demande pour les biens d'investissement dont profitent les producteurs européens. Les tensions croissantes signalées par les producteurs de la zone euro sur leurs équipements sont de bon augure pour le maintien d'une demande soutenue pour le secteur. La demande de biens de consommation demeure dynamique, tirée par les biens de consommation durable bénéficiant ainsi à la production d'équipements électriques et électroniques. La production de biens intermédiaires profite de cette accélération de l'activité. Bien que la demande étrangère soit soutenue et la demande nationale attendue en hausse, l'activité dans l'industrie restera encore perturbée dans les prochains mois par les stocks très importants cumulés depuis la fin de l'année dernière et par les difficultés d'approvisionnement et d'acheminement des exportations liées aux perturbations dans le fret maritime.

### Zone euro : le rattrapage des échanges commerciaux se poursuit au mois d'avril et devrait accélérer davantage dans les mois à venir

Les exportations de la zone euro s'établissent à 193,4 milliards d'euros au mois d'avril, après 197,9 Mds € en mars, tandis que les importations atteignent 184 Mds €, après 179,6 Mds € le mois précédent. La balance commerciale de la zone euro affiche donc un excédent de 9,4 Mds €, en légère baisse comparativement à mars (+18,3 Mds €). En variation annuelle, les exportations enregistrent un rebond de 43% et les importations de 37%, en raison de l'effet de base lié au mois d'avril 2020 où les échanges commerciaux étaient au plus bas en raison de la crise sanitaire et de l'arrêt quasi complet des activités productives mondiales. La comparaison par rapport à la période avant-crise donne une image plus explicite de l'ampleur de la reprise des flux commerciaux. Ainsi, l'Italie ressort comme ayant dépassé de presque 5% son niveau d'exportations d'avant-crise, l'Espagne retrouve tout juste son niveau (+0,3%). Toutefois, la France continue d'enregistrer un retard de plus de 5% par

rapport à la situation d'avant-crise et l'Allemagne demeure 1,3% en-deçà de ses performances de février 2020.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La poursuite de ce redressement provient essentiellement de la hausse des exportations vers les États-Unis (+8,8% sur le mois), mais aussi de la Chine (+5,6%) et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni (+4,3). Du côté des importations, celles-ci ont baissé de 2% sur un mois en provenance des États-Unis, augmentant ainsi l'excédent commercial. Les importations en provenance de Chine ont augmenté de 1,8%, accroissant là

aussi le solde commercial. Les importations en provenance du Royaume-Uni sont en revanche plus dynamiques (+4,6% sur le mois) et creusent légèrement celui-ci. La ventilation par produits signale que le rebond d'avril résulte essentiellement des exportations de véhicules automobiles et des machines-outils, deux secteurs phares de l'industrie européenne.

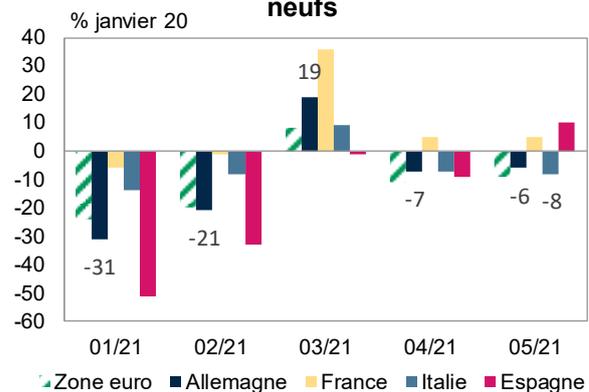
**✓ Notre opinion** – *Le redressement de la balance commerciale de la zone euro se poursuit au mois d'avril, mais à un rythme plus lent que précédemment. Toutefois, la vigueur de celui-ci dépend très positivement de l'accélération de la croissance américaine et chinoise qui sont attendues en nette accélération au T2, ce qui devrait stimuler les flux commerciaux avec l'Europe et bénéficier aux pays grands exportateurs de la zone. Pour l'heure, l'Italie et l'Espagne semblent dans une phase de récupération de leurs exportations plus avancées comparativement à l'Allemagne et la France. Mais la place privilégiée de l'Allemagne comme principale plateforme commerciale de la zone devrait jouer en sa faveur au cours des tout prochains mois.*

**👉 Zone euro : le secteur automobile est face à des goulets d'étranglement mais pas en panne de commandes**

Le nombre de nouvelles immatriculations a augmenté de 51% en zone euro, en rythme annuel, au mois de mai. Toutefois, le volume enregistré ne représente que 745 000 unités, soit nettement moins que les 1 035 000 unités comptabilisées en mai 2019. Le creux de mai 2020, en plein cœur de la crise sanitaire, explique cette progression annuelle, tandis que sur le mois, les immatriculations n'ont en fait augmenté que de 2,6% sur l'ensemble de la zone, ce qui reste modeste. Les immatriculations semblent tirées ce mois-ci par l'Espagne qui enregistre une hausse de 21,4% sur le mois et, dans une moindre mesure, la France (+0,3%) et l'Allemagne (+0,3%). L'Italie connaît en revanche un recul de 1,6% de ses immatriculations sur le mois. En comparaison avec le volume des ventes de véhicules neufs avant la crise, l'Espagne ressort comme étant le pays ayant le mieux récupéré ses niveaux de ventes d'avant-crise, elle dépasse même ceux-ci de près de 10%. La France apparaît également en bonne position avec un niveau de

ventes 5% supérieur à ce qu'il était avant-crise. L'Allemagne et l'Italie, enregistrent, en revanche, un retard respectif de 6% et 8% par rapport à leur situation d'avant-crise.

**UEM : immatriculations de véhicules neufs**



**✓ Notre opinion** – *Les ventes de véhicules neufs ne progressent que faiblement au mois de mai, pénalisées par les timides performances allemandes et italiennes. L'association des constructeurs allemands a révélé faire face à une chute importante de la production et des exportations sur le mois de mai, principalement en raison des problèmes d'approvisionnement de puces électroniques liés au surcoût du fret maritime qui semble perdurer et pénaliser plus durement les constructeurs européens. Toutefois, ces derniers ne semblent pas déclarer de baisse de leurs carnets de commandes, ce qui permet d'espérer que le rebond d'activité du secteur ne soit que différé dans le temps.*

## Royaume-Uni

### Royaume-Uni : un mois de mai riche en nouvelles *hawkish* outre-Manche

#### L'inflation CPI surprend fortement à la hausse

L'indice des prix à la consommation a augmenté de 2,1% sur un an au mois de mai, après 1,5% en avril, un résultat nettement supérieur aux anticipations du consensus (1,8%). Le taux d'inflation dépasse la cible de 2% de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) pour la première fois depuis juillet 2019. En variation mensuelle, l'indice CPI rebondit de 0,6% (consensus : +0,3%). L'indice CPI sous-jacent (hors énergie, produits alimentaires, tabac et alcool) augmente de 0,8% sur le mois, soit sa plus forte hausse jamais enregistrée pour un mois de mai. L'inflation sous-jacente représente ainsi une surprise significative, à 2% sur un an en mai, après 1,3% en avril (consensus : 1,5%).



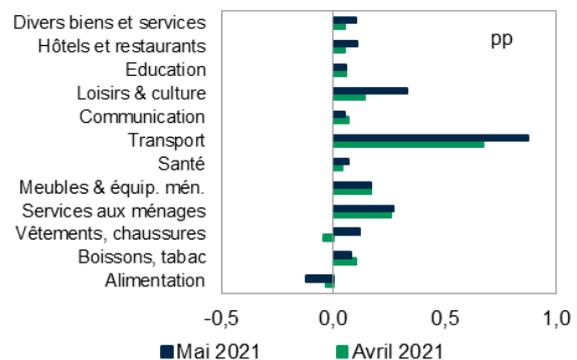
Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

L'analyse des composantes de l'indice des prix révèle que les plus fortes hausses sur le mois sont enregistrées par les vêtements et les chaussures (+2,3%), les loisirs et la culture (+1,2%), les restaurants, les cafés et les hôtels (+1,2%), les équipements et fournitures ménagers (+0,8%) et les autres biens et services (+0,8%). Cela s'explique en grande partie par l'assouplissement des restrictions à l'activité et à la mobilité entamé en mars, avec la réouverture des écoles puis la réouverture des commerces non essentiels au mois d'avril. Dans le secteur vestimentaire en particulier, il s'agit du troisième mois consécutif de hausse marquée des prix. Son taux d'inflation annuel s'établit ainsi enfin en territoire positif (2,1%), après une période *post-crise* largement déflationniste pour ce secteur. Dans les hôtels, les cafés et les restaurants, il s'agit de la plus forte variation mensuelle des prix depuis septembre 2020. Côté négatif, de faibles baisses ont été enregistrées sur le mois de mai par l'indice des prix des produits alimentaires et boissons non alcoolisées (-0,3%), des boissons et du tabac (-0,2%), ainsi que dans les secteurs de la communication (-0,2%) et de la santé (-0,2%).

Néanmoins, en variation sur un an, l'indice des prix dans le transport continue de procurer la plus forte

contribution à l'inflation globale (+0,9 point de pourcentage). Il progresse de 6,3% sur un an en mai, après 4,8% en avril, un plus haut depuis avril 2017. Cela reflète principalement la hausse des prix de l'essence (17,9% sur un an), soutenus toujours par des effets de base défavorables. Une contribution négative (-0,12 point de pourcentage) des prix alimentaires, qui baissent de 1,3% sur un an, ne compense qu'à la marge les contributions positives observées de tous les autres prix.

#### R-U : contributions à la variation sur un an du CPI



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

#### Les conditions sur le marché du travail s'améliorent

Le taux de chômage baisse à 4,7% sur février-avril (depuis un pic à 5,1% au quatrième trimestre 2020) sur fond de progression de l'emploi (+113 000 sur les trois derniers mois). Les postes vacants sont en hausse marquée et ont à présent recouvré près de 90% de la baisse observée durant la pandémie. La dernière enquête BICS de l'ONS montre que le recours au dispositif de chômage recule rapidement : de 20% de la force de travail fin janvier à 7% fin mai (soit environ 1,7 million de personnes, contre 3,4 millions fin avril selon les chiffres officiels).



Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

La croissance des salaires accélère fortement (5,6 en moyenne de février à avril, depuis 4,6% dans les trois mois à fin mars). Comme l'explique l'ONS, cette accélération est artificiellement induite par des facteurs techniques : des effets de base, d'une part, (chute des salaires en avril 2020) et des effets de

composition, d'autre part (proportion réduite des emplois à bas salaires par rapport à la période pré-crise). Ces effets devraient se dissiper dans les prochains mois conduisant à une forte décélération de la croissance des salaires.

**✓ Notre opinion** – À l'instar des chiffres américains publiés la semaine dernière<sup>1</sup>, l'inflation britannique a fortement dépassé les anticipations au mois de mai. Contrairement aux États-Unis toutefois, où les prix des voitures d'occasion (30% sur un an en mai) expliquent en grande partie la surprise, cela n'est pas le cas au Royaume-Uni où les prix des voitures d'occasion affichent une inflation proche de zéro (0,9%).

La forte accélération de l'inflation britannique en mai semble due à une combinaison de facteurs :

- ✓ **Un déséquilibre offre/demande a priori temporaire** : forte hausse de la demande dans le sillage de la réouverture de l'économie britannique, alors qu'en même temps les capacités d'offre sont toujours contraintes dans de nombreux secteurs (mesures de distanciation sociale dans le tourisme et la restauration, dans les salles de spectacle, pénuries de matières premières et délais de livraison rallongés dans l'industrie). Dans les services, les contraintes côté offre devraient se résorber avec le relâchement des dernières mesures de distanciation sociale prévue le 19 juillet prochain. Il est probable toutefois qu'une forte demande continue de tirer les prix vers le haut, surtout dans les secteurs les plus touchés par la crise (transport, tourisme, restauration, culture) où les entreprises seront soucieuses d'assainir leurs bilans en « boostant » leurs marges. Dans l'industrie, la normalisation de l'offre pourrait prendre plus longtemps, car plus dépendante de facteurs globaux (production mondiale, délais et coûts d'acheminement). Alors que la demande de biens devrait se calmer au bénéfice d'un report vers les services, les tensions sur les coûts de production (la hausse des prix des intrants a atteint 10,7% en mai sur un an, contre près de 2% en début d'année) et les délais d'approvisionnement rallongés pourraient encore persister plusieurs mois, poussant les prix vers le haut.
- ✓ **Des fondamentaux de la demande en nette amélioration**. Si les restrictions sur les capacités d'offre devraient a priori être temporaires, la vraie question concerne la soutenabilité de la demande au-delà du rebond initial suivant la réouverture de l'économie. Là-dessus, les dernières nouvelles sur le marché du travail sont encourageantes. Les gains de pouvoir d'achat sur fond d'amélioration des conditions du marché du travail, la hausse des prix dans l'immobilier (10% en mai sur un an selon une moyenne des indices Halifax et Nationwide) et une épargne élevée héritée de la crise suggèrent des fondamentaux solides qui devraient stimuler la consommation des ménages. Seul bémol, l'incertitude concernant la capacité de l'économie à réintégrer la totalité des employés au chômage partiel avant l'expiration du dispositif Job Retention Scheme fin septembre. La BoE prévoyait en mai dernier que leur chiffre baisse à un demi-million de personnes au troisième trimestre. Il est peu probable que toutes ces personnes retrouvent un emploi à l'expiration du dispositif de chômage partiel et le taux de chômage devrait augmenter à nouveau au quatrième trimestre.
- ✓ **Des effets de base défavorables**. Des effets de base défavorables liés à la faiblesse des prix au début de la pandémie, lorsque les restrictions à l'activité et à la mobilité ont fait plonger les prix du pétrole et pesé de manière générale sur les prix et les salaires, ont continué de jouer au mois de mai. Ainsi, la contribution des prix du transport reste de loin le principal contributeur à l'accélération du taux d'inflation, les prix de l'essence affichant une accélération au mois de mai (de 13,6% à 17,9% sur un an). Ces effets de base devraient se dissiper dans les prochains mois, sans toutefois empêcher une poursuite de la tendance haussière du taux d'inflation cette année, tirée par une demande en hausse.

**Nous révisons nos prévisions d'inflation à la hausse avec un pic du taux d'inflation CPI à 2,8% en fin d'année. D'ici là, le taux d'inflation sera volatile et va probablement rechuter temporairement sous les 2% en juillet** avant de se redresser ensuite, des facteurs temporaires jouant fortement à la baisse comme à la hausse (hausse des prix dans les services en juillet 2020, dispositif de soutien au secteur de la restauration Eat-Out-to-Help-Out mis en place temporairement en août 2020, taux réduit de la TVA à 5% dans le tourisme, en vigueur depuis juillet 2020, planifié pour être relevé à 12,5% le 1<sup>er</sup> octobre 2021 et au taux normal de 20% le 1<sup>er</sup> avril 2022). Le taux d'inflation devrait rester élevé au premier trimestre 2022, lorsque joueront à nouveau des effets de base défavorables liés au confinement du premier trimestre 2021. Nous anticipons toutefois une modération des rythmes d'inflation courant 2022 avec un retour vers la cible au cours de la seconde moitié de 2022.

<sup>1</sup> Pour plus d'information : [États-Unis – L'inflation atteint 5% en mai, de nouveau au-delà des anticipations](#) – 15 juin 2021

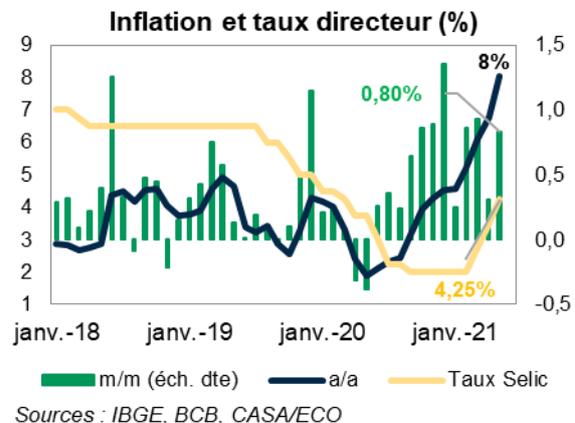
*L'inflation a atteint la cible de la BoE à une période globalement en ligne avec ses anticipations (avril/mai selon son rapport de politique monétaire de mai). La BoE devrait garder sa politique monétaire inchangée lors de son prochain comité de politique monétaire (le 24 juin) et réitérer que le programme d'achats de titres devrait atteindre sa taille cible en fin d'année. Il sera toutefois difficile d'éviter une tonalité hawkish, étant donné l'amélioration des indicateurs conjoncturels et du marché du travail et un taux d'inflation supérieur aux anticipations.*

## Pays émergents

### Amérique latine

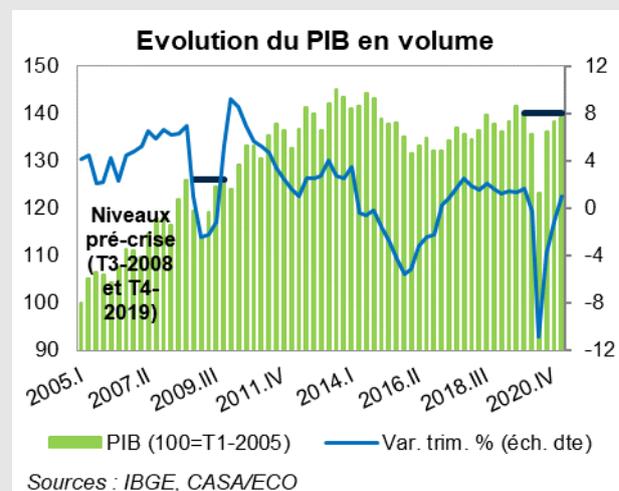
#### Brésil : beaucoup de taux et d'inflation, un peu plus de croissance

Sans surprise, et dans la lignée des déclarations du dernier comité de politique monétaire<sup>2</sup>, la Banque centrale du Brésil (BCB) a augmenté son taux directeur (Selic) de 75 points de base (pb) à 4,25%. Il s'agit de la troisième hausse consécutive de 75 pb depuis mars. La BCB adopte un ton plus « hawkish » rompant avec un scénario de normalisation partielle de sa politique au profit d'un scénario de référence signalant « une normalisation du taux directeur à un niveau considéré comme neutre » et annonçant d'ores et déjà une nouvelle hausse de 75 pb lors de la prochaine réunion (août). Enfin, la « détérioration des anticipations d'inflation pour l'horizon pertinent » pourrait nécessiter une réduction plus rapide de l'accommodation monétaire.



**✓ Notre opinion** – La décision de la BCB se justifie pleinement par l'accélération avérée (et encore à venir de l'inflation). Compte tenu d'un taux neutre estimé à 3% en termes réels et d'une cible d'inflation pour 2022 à 3,5% (et non plus 3,75% ±1,5 point de pourcentage), le taux directeur pourrait se situer vers 6,5% en fin d'année. Ce durcissement prend place dans un contexte de croissance en amélioration encore lente et fragile.

Selon l'IBGE, le PIB a progressé de 1,2% en rythme trimestriel au premier trimestre. Alors qu'une baisse était attendue, les résultats ont surpris positivement : en dépit de l'arrêt des aides d'urgence aux plus vulnérables en janvier, d'un renforcement des restrictions à la mobilité notamment en mars et d'un lourd bilan humain, l'impact de la seconde vague de Covid-19 s'est révélé moins violent, signalant une sorte « d'adaptation » des ménages et entreprises. Si le rythme de récupération fléchit (après 7,8% et 3,2% aux troisième et quatrième trimestres, respectivement), la performance est honorable bien qu'en retard sur certains voisins régionaux (Chili 3,2% ; Colombie 2,9%). Après quatre replis consécutifs en glissement annuel, cette première hausse (certes limitée à 1%) permet à l'activité de retrouver son niveau pré-crise.



Côté offre, si l'agriculture a enregistré la plus forte hausse<sup>3</sup> (+5,7%, amélioration de la productivité, performances des cultures comme le soja qui devrait enregistrer une récolte record cette année), l'industrie a également crû modestement (0,7%), grâce notamment au retour en territoire positif de l'industrie extractive et de la construction. Seule l'industrie de transformation voit son activité se contracter et, compte tenu de la persistance des difficultés d'approvisionnement des semi-conducteurs, aucun rebond rapide n'est anticipé. Selon la FGV, la confiance des industriels s'est redressée en mai tout comme le taux d'utilisation des capacités (à 77,8%) après quatre mois de baisse. La croissance du secteur des services se reprend timidement (0,4%).

<sup>2</sup> Cf. Monde – L'actualité de la semaine, 4 juin 2021, [Brésil et Mexique : que perçoivent et que disent les Banques centrales ?](#)

<sup>3</sup> Il s'agit ici de variations trimestrielles.

Côté demande, l'investissement a fortement (et étonnamment) progressé (4,7%)<sup>4</sup> ; en dépit d'une accélération du crédit, la consommation privée s'est contractée (-0,1%) sous l'effet de l'inflation (notamment alimentaire et énergétique), de la réduction des aides d'urgence et d'un taux de chômage record (14,7% en moyenne au premier trimestre, contre 13,9% au quatrième trimestre 2020, avec un repli du taux d'emploi de 48,9% à 48,4% et un taux d'informalité stable à 39,6%). Enfin, les échanges commerciaux ont contribué négativement à la croissance : les exportations en hausse de 3,7% (soja, automobiles, minerai de fer, pétrole) ne peuvent compenser la « normalisation » des importations (+11,6%).

Malgré une incertitude évidemment encore élevée (inquiétudes liées à la pandémie et au rythme de vaccination), la publication d'indicateurs conjoncturels plus robustes (excédant les attentes) couplée au renouvellement de certaines mesures de soutien<sup>5</sup> ont conduit les marchés à revoir leurs perspectives de croissance à la hausse. Selon le dernier sondage de la BCB (11 juin 2021), ils anticipent désormais une croissance de 4,85% en 2021 (contre 3,4% en début d'année). Alors que les prévisions officielles de croissance du ministère de l'Économie (3,5%) s'alignent avec celles des organisations internationales telles que l'OCDE et le FMI (3,7%), le ministre de l'Économie P. Guedes évoque une expansion de 4,5% à 5%.

À la suite à la deuxième vague, les autorités ont assoupli les restrictions à la mobilité en avril ; une possible recrudescence de l'épidémie voire l'arrivée d'une troisième vague n'est cependant pas exclue<sup>6</sup>, même si le rythme de la vaccination accélère<sup>7</sup>. À cet égard, le 25 mai dernier, le Sénat a désigné une commission d'enquête sur la gestion de la pandémie par le gouvernement pour délit de négligence (voire de corruption). Bien qu'elle n'aboutira probablement pas à une action formelle contre le président J. Bolsonaro, cette enquête ternit ses ambitions de réélection à un an et demi de la présidentielle de 2022. Le président est crédité (discrédité) d'un taux de rejet de plus de 50% d'après les derniers sondages.

## Moyen-Orient et Afrique du Nord

### Pays producteurs d'hydrocarbures : pas de retour à l'équilibre budgétaire en 2021

Depuis l'année 2015, la plupart des pays producteurs de pétrole, assument des déficits budgétaires issus de l'effondrement des prix du baril, après les années fastes à plus de 100 dollars le baril de 2009 à 2014. En 2020, le prix moyen de 42 dollars, les restrictions de production d'environ 10% pour maintenir les cours dans le cadre des accord OPEP+ et les plans de soutien gouvernementaux anti-Covid ont creusé, comme partout dans le monde, les déficits budgétaires à plus de 10% du PIB en moyenne. Un chiffre proche de la moyenne observée des pays émergents et qui a été évaluée à 12% du PIB. Et des chiffres également assez proches des déficits de 2015 et 2016.

En 2021, plusieurs facteurs vont maintenir les déficits entre 5% et 10% du PIB dans les pays du Golfe,

et ce malgré la hausse des prix du pétrole à 64 dollars en moyenne en 2021.

Le premier, illustré par la perpétuation des déficits même en période de forte hausse des prix, est celui de la **fragilité des politiques fiscales des pays rentiers** qui ne peuvent plus vivre fiscalement sur la seule rente pétrolière. En introduisant une TVA dans les années 2018-2020, la plupart des pays de la région ont commencé leur *aggiornamento* budgétaire en diversifiant leurs sources de revenu. Les impôts sur les sociétés restent à des niveaux très bas et l'absence d'impôt sur le revenu est une donnée fondamentale du contrat social entre les populations et les dirigeants. Chaque crise fait toutefois évoluer les politiques fiscales des pays rentier et celle-ci ne fait pas exception. L'Arabie saoudite a ainsi fait passer son taux de TVA de 5% à 15%,

<sup>4</sup> Depuis fin 2020, la progression du PIB est en partie liée à des raisons extraordinaires dont les changements de régime fiscal dans le secteur du pétrole et du gaz (Repetro). En vigueur depuis 1999, ce régime douanier spécial instituait la suspension totale des impôts fédéraux liés à l'achat local ou à l'importation de certains équipements et pièces de rechange utilisés dans les activités en amont de la chaîne de production. Son expiration le 31 décembre 2020 a entraîné une vague de « nationalisations » des plateformes pétrolières, auparavant enregistrées auprès des filiales de Petrobras à l'étranger. La comptabilisation des importations de plateformes pétrolières en tant que stock de capital constitue, en partie, l'un des facteurs expliquant la progression des investissements et des importations depuis le T3 2020.

<sup>5</sup> Les mesures d'urgence ont pris fin le 1<sup>er</sup> janvier 2021. Le gouvernement a, par la suite, renouvelé trois mesures dont la portée a été réduite : l'aide d'urgence aux ménages modestes (d'avril à juillet), le programme de chômage partiel aux travailleurs formels et le programme Pronampe de garanties sur les crédits aux PME.

<sup>6</sup> Avec un ratio de 227 morts pour 100 000 habitants, le Brésil est le deuxième pays en termes de décès liés au Covid-19 d'Amérique latine après le Pérou (573) en tête de liste ([WHO Coronavirus \(COVID-19\) Dashboard – 16 juin 2021](#)).

<sup>7</sup> À cette date, 26,6% des Brésiliens auraient reçu au moins une première dose du vaccin contre le coronavirus ([Our World in Data, COVID-19 data explorer – 15 juin 2021](#)).

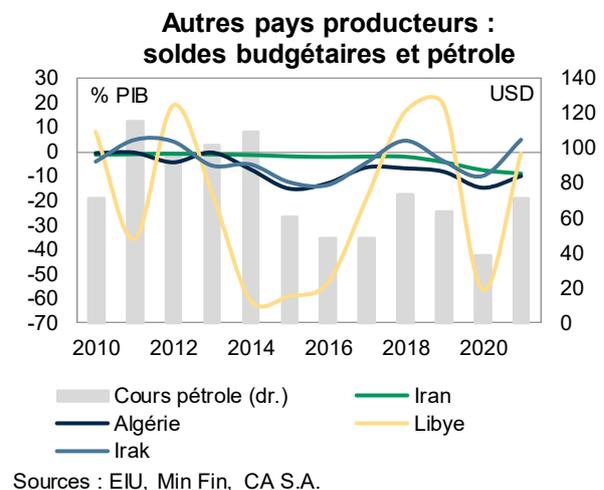
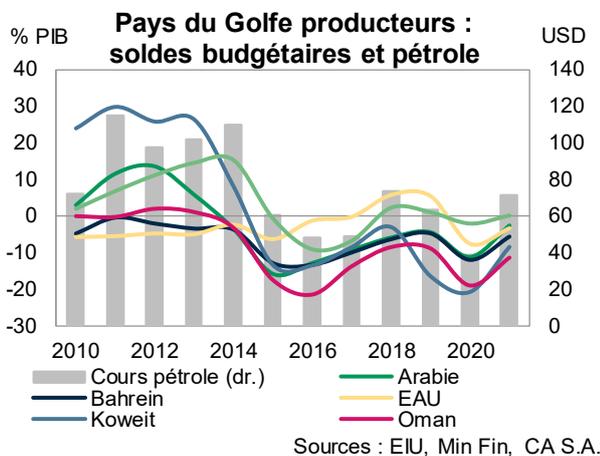
provoquant un petit choc inflationniste. Les marges de manœuvre fiscales restent élevées dans les pays du Golfe qui peuvent continuer à adapter et renforcer leur politique fiscale.

Le deuxième facteur est la **sortie progressive de la crise du Covid**, qui reste très inachevée et dépendante de l'évolution des vaccinations. Les gouvernements doivent prolonger leur politique de soutien, notamment envers les entreprises du secteur du tourisme ou du transport qui ne retrouvent que progressivement leur activité et ont encore besoin du soutien public.

Le dernier, qui est globalement lié à la pandémie, est le **redressement encore un peu poussif de la croissance du PIB**. Le premier trimestre 2021 ne s'annonce pas très favorable en terme de reprise et les taux de croissance devraient s'établir à un peu

moins de 3% pour la plupart des pays du Golfe et se redresser au-delà de 3% qu'en 2022.

Signe de la profondeur de leurs difficultés, les trois pays qui ont été identifiés comme ayant des déficits courants excessifs – l'Algérie, Bahreïn et Oman – sont aussi ceux dont la réduction du déficit budgétaire en 2021 aura le plus de mal à se produire. Les deux pays « fragiles » du Golfe (Oman et Bahreïn) ne bénéficieront que partiellement de l'amélioration conjoncturelle des marchés pétroliers, en raison du faible poids du secteur pétrolier dans leur PIB et des ajustements fiscaux non réalisés et qui ont maintenu les seuils d'équilibre du budget bien au-delà des 80 dollars le baril. Pour l'Algérie, ce seuil serait bien au-delà des 100 dollars.

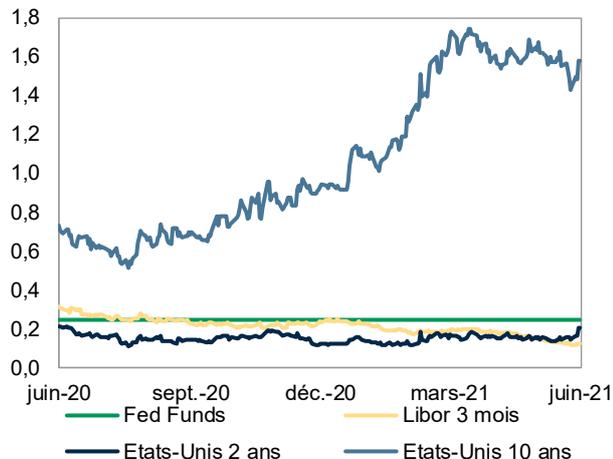


**Notre opinion** – Une forte hausse des dettes publiques mais aussi la progression des dettes privées ont été observées dans tous les pays producteurs de la région. Cette politique assumée a été mise en place afin de sanctuariser les fonds souverains qui n'ont pas été touchés lors de la crise.

## Tendances à suivre

### Taux d'intérêt en dollar américain

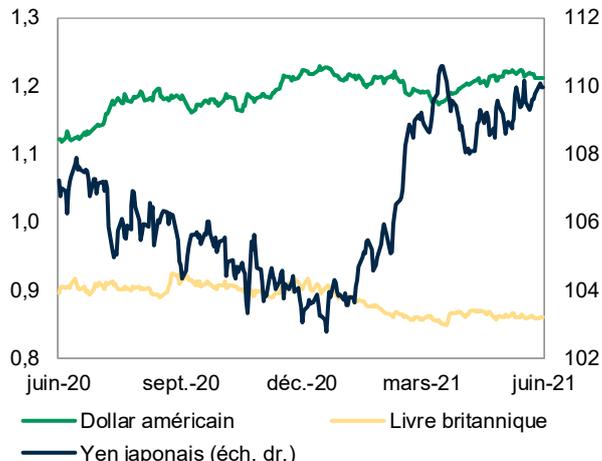
%, interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)



Source : Thomson Reuters

### Taux de change des principales devises

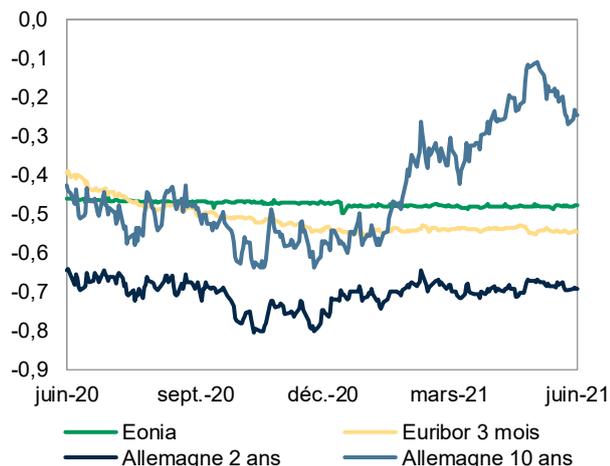
EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY



Source : Thomson Reuters

### Taux d'intérêt en euro

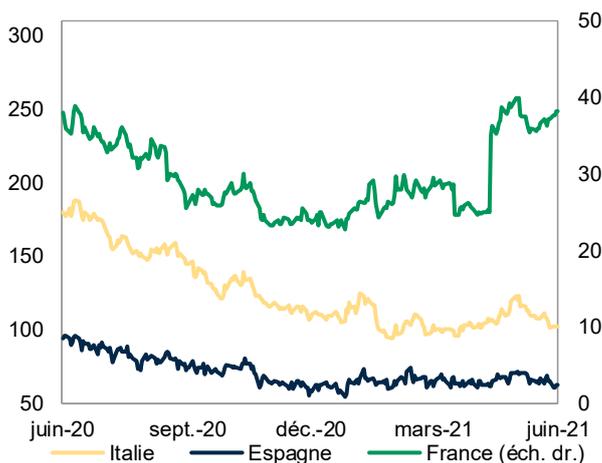
%, interbancaires (Londres) et souverains (Allemagne)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains européens avec le Bund

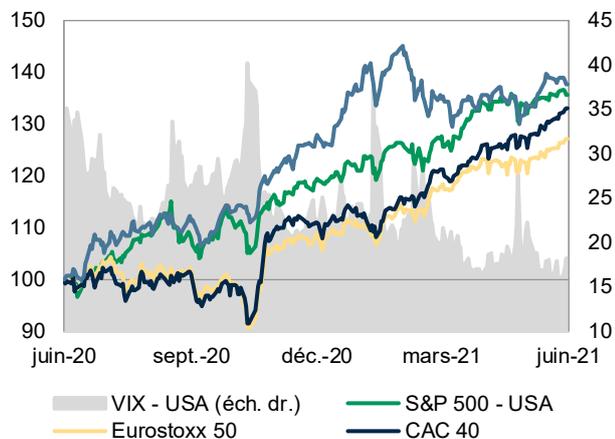
Pdb, dette en EUR à dix ans



Source : Thomson Reuters

### Marché actions

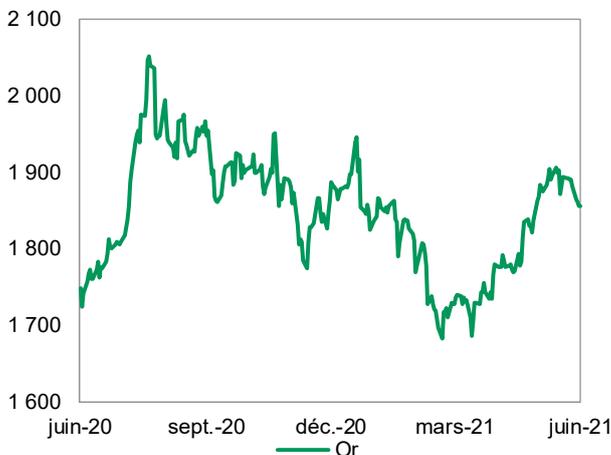
Indice boursiers (100 = début de période) et volatilité VIX



Source : Thomson Reuters

### Cours de l'once d'or

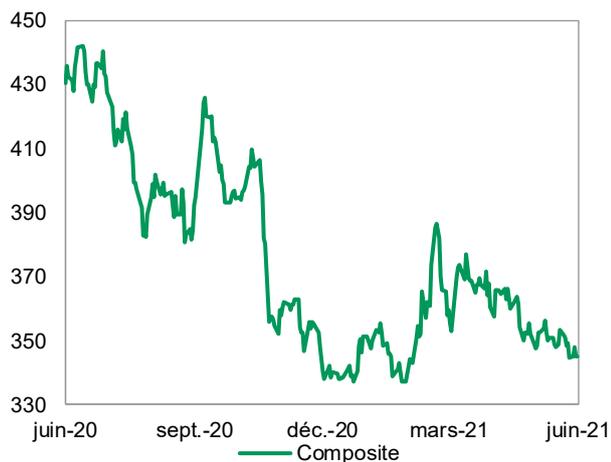
USD/Once troy (Londres)



Source : Thomson Reuters

### Spreads souverains émergents avec le T-Bond

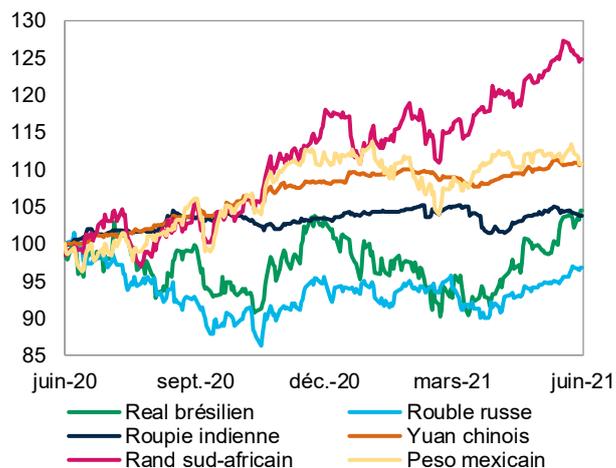
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

### Devises émergentes

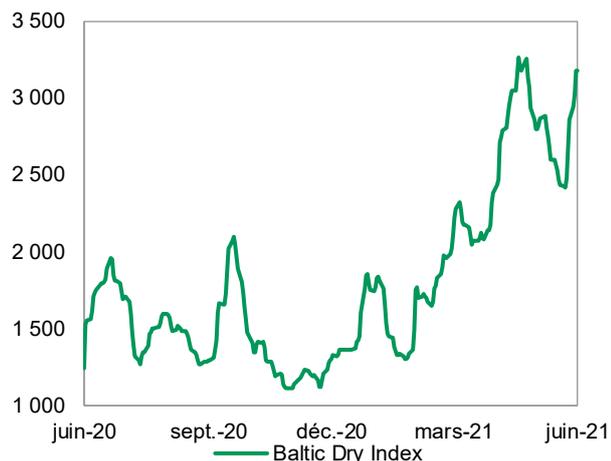
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

### Coût du transport maritime de vrac sec

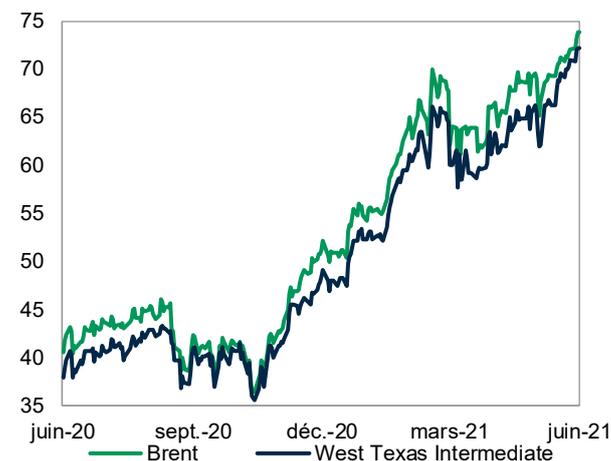
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

### Cours du baril de pétrole brut en USD

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



Source : Thomson Reuters

### Cours des métaux

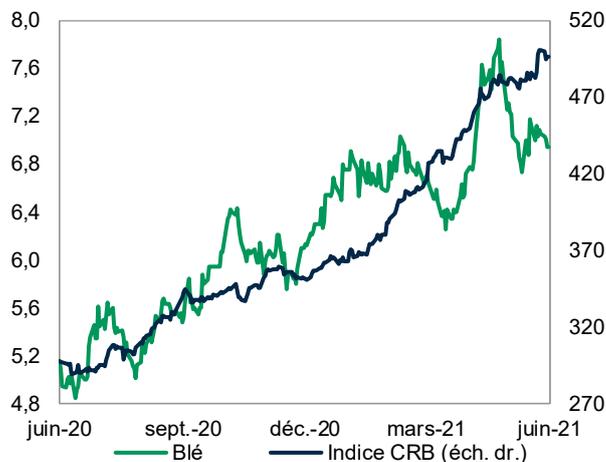
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

### Agriculture

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



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



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

Une sortie de crise en ordre (très) dispersé

Prévisions économiques & financières

Date	Titre	Thème
16/06/2021	<u>Les insectes : une protéine qui fait mouche</u>	Agri-agro
16/06/2021	<u>Mexique – Un petit revers, d'importantes conséquences</u>	Amérique latine
15/06/2021	<u>États-Unis – L'inflation atteint 5% en mai, de nouveau au-delà des anticipations</u>	États-Unis
14/06/2021	<u>Zone euro – Conjoncture flash : PIB et emploi au T1 2021</u>	Zone euro
11/06/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/06/2021	<u>NGEU, le plan de relance européen : comment le dépenser ?</u>	Zone euro
10/06/2021	<u>Asie : les retards de la vaccination inquiètent</u>	Asie
08/06/2021	<u>Europe centrale et orientale, Asie centrale – Échanges commerciaux : le monde de demain sera-t-il favorable aux vieux effets de gravité ?</u>	PECO et Asie centrale
07/06/2021	<u>Brésil et Mexique – Que perçoivent et que disent les banques centrales ?</u>	Amérique latine
07/06/2021	<u>NGEU, le plan de relance européen : endettement commun, si exceptionnel que ça ?</u>	Zone euro
04/06/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/06/2021	<u>Les algues, pour un avenir plus vert !</u>	Agri-agro
02/06/2021	<u>Colombie – La petite goutte d'eau qui fait déborder un vase déjà très plein</u>	Amérique latine
01/06/2021	<u>NGEU, le plan de relance européen : un accord historique et une crise mise à profit</u>	Zone euro
01/06/2021	<u>Thaïlande – Covid-19, fossoyeur ou accélérateur de l'évolution du modèle de croissance ?</u>	Asie

### Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

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

**Rédacteurs en chef :** Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

**Zone euro :** Pierre BENADJAUD, Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

**États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves :** Slavena NAZAROVA

**Europe centrale et orientale, Asie centrale :** Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Ada ZAN

**Asie :** Sophie WIEVIORKA

**Amérique latine :** Catherine LÉBOUGRE (coordination scénario), Agustina GALLI VEGA

**Afrique du Nord, Moyen-Orient :** Olivier LE CABELLEC

**Afrique sub-saharienne :** Nathan QUENTRIC

**Géo-économie :** Tania SOLLOGOUB, Pierre BUCAILLE

**Documentation :** Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

**Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

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

**Contact :** [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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

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

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

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