

# SCÉNARIO ÉCO

SG Études économiques et sectorielles

## Séquence hachée vers une reprise lente

---

- La fin de l'année 2020 est marquée par l'aggravation de la crise sanitaire, ce qui entraîne de nouveaux confinements avec leurs conséquences économiques induites. Les nouvelles concernant le développement des vaccins offrent la perspective d'une solution, mais l'obtention des autorisations et le déploiement prendront du temps. Dans ce contexte, le rebond de l'économie dépendra du rythme auquel les mesures de confinement seront levées. Dans notre scénario central, nous prévoyons que l'économie reviendra à la normale d'ici 2022.
- Le rôle des politiques budgétaires est essentiel pour continuer à faire face aux effets immédiats de la crise par le biais des différentes mesures visant à soutenir la liquidité et la solvabilité des entreprises et les revenus des ménages. L'action des banques centrales restera essentielle pour garantir que les taux d'intérêt restent suffisamment bas et que les marchés du crédit continuent de fonctionner. Ce dosage de politiques semble faire l'objet d'un consensus dans toutes les grandes économies et serait appelé à durer dans un contexte où l'économie mondiale se retrouvera avec des ratios de dette publique et des entreprises historiquement élevés.
- Les pertes de production importantes vont entraîner des dommages permanents à l'économie et pèseront sur le potentiel de croissance. Le cercle vicieux d'un endettement accru, d'un faible potentiel de croissance et d'une augmentation des prêts non performants et des défauts de paiement va perturber les mécanismes de croissance. L'endettement des entreprises pèsera sur leur capacité à investir et la hausse du chômage structurel sur la capacité de consommation des ménages. Là encore, le rôle des politiques économiques pour soutenir la demande globale restera au centre des mécanismes de résolution de la crise à moyen/long terme. Contrairement aux crises passées, il semble y avoir un certain consensus dans le débat public sur le fait que les gouvernements devraient profiter des faibles coûts de financement pour augmenter durablement le soutien budgétaire. Cependant, dans la zone euro, ce consensus politique pourrait être remis en question à moyen terme.

**Table des matières**

<b>SYNTHESE CONJONCTURELLE.....</b>	<b>3</b>
<b>PREVISIONS ECONOMIQUES .....</b>	<b>8</b>
<b>ZONE EURO .....</b>	<b>10</b>
<b>ALLEMAGNE .....</b>	<b>13</b>
<b>FRANCE.....</b>	<b>16</b>
<b>ITALIE .....</b>	<b>19</b>
<b>ESPAGNE.....</b>	<b>22</b>
<b>ROYAUME-UNI .....</b>	<b>25</b>
<b>ETATS-UNIS.....</b>	<b>30</b>
<b>JAPON.....</b>	<b>34</b>
<b>CHINE.....</b>	<b>37</b>
<b>INDE .....</b>	<b>40</b>
<b>BRÉSIL.....</b>	<b>43</b>
<b>RUSSIE .....</b>	<b>46</b>
<b>AFRIQUE.....</b>	<b>49</b>
<b>AMÉRIQUE LATINE .....</b>	<b>51</b>
<b>ASIE ÉMERGENTE .....</b>	<b>53</b>
<b>PAYS DU GOLFE .....</b>	<b>55</b>
<b>EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE .....</b>	<b>57</b>
<b>CONTACTS.....</b>	<b>59</b>
<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>60</b>

## SYNTHESE CONJONCTURELLE

---

### DES PERTES IMPORTANTES POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Après le rebond de l'économie mondiale au troisième trimestre de cette année, une nouvelle poussée de la Covid19 pèse sur plusieurs grandes économies, notamment dans la zone euro. En revanche, l'industrie manufacturière mondiale continue de bénéficier d'un rattrapage après le creux d'avril-mai, la dynamique du commerce international soutenant les volumes de transport par conteneurs qui ont dépassé les niveaux de 2019 en septembre. Parallèlement à la détérioration de la crise sanitaire, les nouvelles concernant les vaccins offrent la perspective d'une solution, même si les processus d'autorisation et de déploiement prendront du temps. L'optimisme des investisseurs a été ravivé par cette perspective et les marchés boursiers ont bondi depuis novembre. Les actions américaines ont atteint de nouveaux records de valorisation, stimulés également par la perception que les risques liés aux élections américaines se sont estompés. Les monnaies émergentes se sont appréciées par rapport au dollar, tandis que les spreads de crédit se sont resserrés ainsi que les spreads souverains à la périphérie de la zone euro.

À ce stade, il existe deux grandes incertitudes concernant les trajectoires de croissance futures. La première est liée à la durée de la crise sanitaire et la seconde aux coûts potentiels de la crise économique. Dans les deux cas, le rôle des politiques économiques sera déterminant dans les trimestres et/ou les années à venir.

L'incertitude sur l'évolution de la crise sanitaire nous amène à maintenir deux scénarios alternatifs. Le scénario central suppose que les mesures de distanciation sociale seront levées au 1<sup>er</sup> trimestre 2022. Le scénario de crise sanitaire prolongée suppose que les mesures ne seront levées qu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2023.

Ces dernières semaines, les perspectives de vaccin ont fait l'objet d'un optimisme marqué. Toutefois, les perspectives à court terme restent incertaines, notamment en raison des défis considérables en matière de logistique et de communication liés au déploiement des vaccins. Des questions subsistent quant à l'efficacité et à la durée de la protection offerte par les vaccins. Actuellement, la Covid-19 circule activement et les gouvernements des principales économies ont été contraints de durcir les mesures de distanciation sociale. L'expérience de la première vague de la pandémie a généralement permis de prendre des mesures moins draconiennes que celles imposées au printemps, mais à un coût économique élevé.

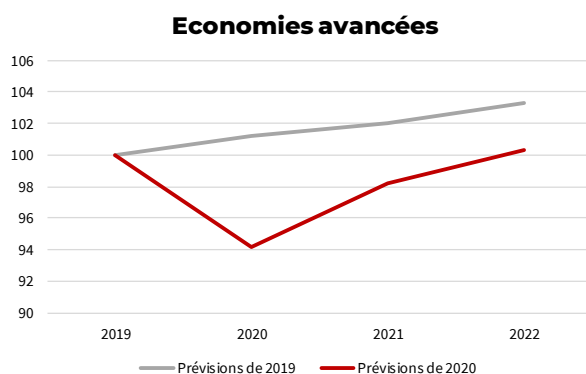
En ce qui concerne la deuxième incertitude sur les coûts économiques potentiels ou les dommages d'après-crise, de nombreuses questions restent en suspens :

- Pour les ménages : hausse du chômage structurel et transformations du marché du travail

- Pour les entreprises : endettement plus élevé et rentabilité plus faible, transformations sectorielles,
- Pour les gouvernements : augmentation de la dette publique et soutenabilité à moyen/long terme.

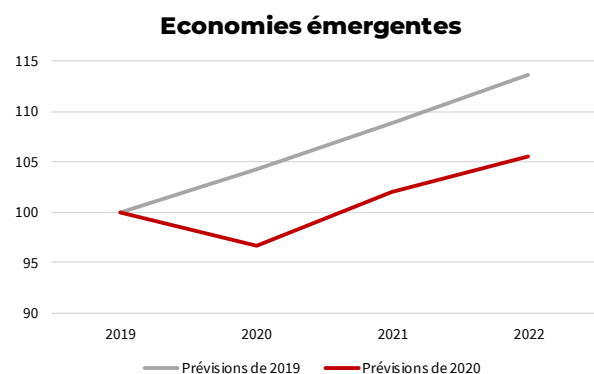
Ces questions sont la conséquence des importantes pertes de production mondiale attendues pour l'horizon de prévision ainsi que de l'affaiblissement du potentiel de croissance. La contraction historique du PIB mondial en 2020 (-4,3 % en glissement annuel) devrait être suivie d'un rebond marqué dans notre scénario central en 2021 (+5 % en glissement annuel). Néanmoins, dans les économies avancées (EA), le PIB ne devrait rattraper son niveau de 2019 qu'en 2022, tandis que les économies émergentes (EM) devraient retrouver leur niveau de PIB de 2019 plus tôt en 2021. Toutefois, même avec un tel redressement, les pertes de revenus seront considérables par rapport aux projections d'avant la crise en termes de niveaux de PIB. Dans le cas des EA, la perte de production cumulée sur la période 2020-2022 devrait être proche de 14 points de pourcentage par rapport à la trajectoire prévue avant la crise. Dans les EM, cette perte devrait atteindre environ 22 pp. Au niveau de l'économie mondiale, la perte de production devrait être proche de 20 pp sur la même période. En prenant le PIB de 2019 comme point de référence, la perte en dollars courants serait de l'ordre de 12 000 mds de USD pour les EA et de 8 000 mds de USD pour le EM. Compte tenu de ces montants, l'horizon de prévision sera dominé par les dommages permanents causés à l'économie et la réaction de la politique économique qui y est associée. Ceci est d'une importance cruciale car le cercle vicieux entre un endettement élevé, un potentiel de croissance plus faible et des prêts non performants ou des défauts de paiement en augmentation pourrait perturber davantage les mécanismes de la croissance économique.

**Les pertes de PIB sont considérables et n'ont jamais été observées dans l'histoire récente**



Source : SG Études économiques et sectorielles

**Les économies émergentes ont été plus particulièrement touchées**



Source : SG Études économiques et sectorielles

## LES POLITIQUES BUDGETAIRES ET MONETAIRES RESTENT CLES...

Les cicatrices de la crise risquent de peser durablement sur la demande agrégée. Cela sera visible du côté des entreprises en raison de l'affaiblissement significatif des

bilans et du côté des ménages en raison de la détérioration du marché du travail. Le premier pèsera sur l'investissement privé et le second sur la consommation. Par conséquent, la question du rôle et la capacité du secteur public à se substituer à la demande privée deviendra de plus en plus sensible.

La crise devrait continuer à exacerber les tensions sociales et politiques déjà existantes. Elle devrait accentuer les pressions en faveur de mesures politiques de soutien durables et impliquera une augmentation des ratios de la dette publique. D'un côté plus positif, la tolérance du marché à l'égard de l'augmentation des ratios de la dette publique a considérablement augmenté depuis le début de la crise, notamment grâce à l'intervention des banques centrales qui ont poussé les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas. Dans ce contexte, le débat public semble trouver un certain consensus sur le fait que les gouvernements doivent tirer profit des faibles coûts de financement pour augmenter le soutien budgétaire. Des taux d'intérêt bas pendant longtemps devraient modérer les effets de boule de neige dans un contexte où les ratios de dette publique ont atteint des niveaux historiques, en particulier dans les EA. Pour ces économies, la dette publique a augmenté de 20 % du PIB en 2020, soit la plus forte variation sur un an jamais observée (au moins en temps de paix). Dans le cas des EM, le choc est plus faible et comparable à des épisodes passés car ces économies ont connu de nombreuses crises de la dette depuis le siècle dernier. Au total, la dette publique devrait atteindre 125 % du PIB dans les EA et plus de 60 % dans les EM en 2022.

### **LES ECONOMIES EMERGENTES ONT ETE DIVERSEMENT TOUCHEES**

A la différence de la période de la crise financière mondiale de 2008-2009, les EM ne seront pas le moteur de la croissance, ou du moins ils croîtront à un rythme bien moindre. Les EM ont de moindres marges de manœuvre en termes de politique économique. - La tolérance des marchés à l'égard de leur endettement est plus faible (pas de monnaie de réserve, dette en devises étrangères...). Ces économies ont connu un ralentissement structurel de leur croissance après le rebond post-crise 2008-2009 et plus particulièrement depuis l'effondrement des prix du pétrole en 2014. Plus généralement, les facteurs globaux qui ont contribué à un potentiel de croissance élevé dans le passé se sont estompés (super-cycle des prix des matières premières, croissance du commerce international et des chaînes de valeur, faible endettement).

Il convient néanmoins de distinguer les différentes régions en termes de perspectives de croissance. Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) bénéficient d'une plus grande marge de manœuvre de politique économique étant donné le faible niveau des ratios de la dette publique et les déséquilibres extérieurs limités. La région est également plus intégrée au commerce international et bénéficie du rebond de l'activité manufacturière. L'accord de l'UE sur une facilité de relance et de résilience (FRR) de 750 milliards d'euros devrait constituer un canal de financement important pour les PECO sur la période 2021-24.

L'Asie bénéficie du rebond de l'économie chinoise et de la reprise du commerce international. Les économies de la région disposent également d'une marge de manœuvre politique économique et de faibles ratios de dette publique qui les aideront à faire face aux nouveaux chocs et à soutenir la croissance.

La situation est plus compliquée en Amérique latine. Les Amériques ont été durement touchées par la Covid19, qui a enregistré des taux de mortalité élevés (la moitié des 20 pays les plus touchés dans le monde sont dans cette région). L'impact sur la croissance est sévère et la région a enregistré deux défauts souverains et des restructurations en 2020 (Argentine, Équateur).

Contrairement aux craintes initiales, l'Afrique a été l'une des régions les moins touchées par Covid19. Elle est cependant la région la plus fragile compte tenu de son niveau d'endettement relativement élevé et de son faible niveau de développement. La plupart des pays ayant recours à l'initiative de suspension du service de la dette du G20 se trouvent en Afrique subsaharienne.

Plus généralement, les pays producteurs de pétrole devraient avoir une capacité de rebond limitée à cause du redressement modéré des prix attendu dans notre scénario central.

## UNE SERIE D'INCERTITUDES DANS LES ECONOMIES AVANCEES

Les mesures de soutien s'accompagnent de leurs propres défis : Les gouvernements ont répondu à la crise par des mesures de soutien de grande ampleur. Cela a contribué à réduire l'impact immédiat de la crise. Les gouvernements sont actuellement confrontés à de nombreux défis en termes de politique économique, et nous soulignons les principaux ci-dessous.

- **Quand lever les mesures temporaires ?** le chômage partiel, les garanties de prêts, les moratoires et diverses autres formes de soutien au revenu sont temporaires. Un premier défi consiste à fixer le bon moment pour lever ou, si nécessaire, prolonger ces mesures.

- **Comment assurer un soutien à la phase de reprise ?** Les investissements publics destinés à soutenir le numérique et l'économie verte figurent en bonne place dans les programmes de relance de nombreux gouvernements. Bien qu'attrayant sur le papier, le FMI avertit que les projets d'infrastructure ont des durées de réalisation de l'ordre de 6 à 15 ans, avec 3 à 8 ans de préparation et 3 à 7 ans de mise en œuvre. Les gouvernements pourraient donc avoir intérêt à se concentrer davantage sur la relance à court terme, en particulier sur la modernisation des infrastructures existantes. Toutefois, des goulets d'étranglement peuvent apparaître, d'autant plus que la requalification nécessaire de la main-d'œuvre s'accompagne souvent de défis importants.

- **L'Europe accepte le Fonds de relance de l'UE de prochaine génération.** Un compromis politique a été trouvé lors de la réunion du Conseil européen des 10 et 11 décembre, la Pologne et la Hongrie ayant levé leurs vetos qui bloquaient

auparavant la mise en œuvre du budget de l'UE de 1100 Mds EUR et du Fonds de relance Covid19 de 750 Mds EUR. La contribution directe du Fonds de relance à la croissance en 2021-22 devrait être modeste car les transferts aux États membres commenceront à avoir lieu en seconde partie de 2021. Toutefois, l'impact indirect de l'accord a été important car, combiné au soutien de la BCE, il a renforcé la confiance des marchés et a considérablement réduit les coûts de financement pour les pays les plus vulnérables de l'Union.

- **Les États-Unis peuvent-ils mettre en place des mesures de relance ?** Il reste à espérer qu'un accord pourra être conclu avant Noël sur le programme de soutien à court terme (environ 900 Mds USD) dont le besoin se fait cruellement sentir. Des résolutions budgétaires devront être adoptées d'ici le 18 décembre afin éviter un arrêt du fonctionnement de l'administration (*shutdown*). Le prochain président devrait prendre ses fonctions le 20 janvier, et alors que les démocrates jouiront d'une faible majorité à la chambre basse du Congrès, le Sénat reste incertain, en attendant le second tour des élections en Géorgie le 5 janvier.

- **Comment apaiser les tensions sociales ?** Les secteurs les plus touchés par la crise emploient généralement un grand nombre de travailleurs peu qualifiés. La pandémie a accru les inégalités déjà existantes. Si les politiques visant à la fois la protection des revenus et la requalification sont les bienvenues, les défis sont importants, notamment avec l'accélération de la transformation numérique. La politique climatique doit également tenir compte des implications en matière de distribution. Dans ce contexte, le risque de tensions sociales reste élevé. À noter que les prochaines élections nationales sont prévues à l'automne 2021 en Allemagne, au printemps 2022 en France et au printemps 2023 en Italie.

- **Comment gérer Brexit ?** Les pourparlers se poursuivent, mais il existe une possibilité réelle de voir la période de transition se terminer le 31 décembre 2020 sans accord entre le Royaume-Uni et l'UE, avec le risque de graves perturbations. Même si un accord est conclu, il sera limité et le Brexit aura un coût économique élevé pour le Royaume-Uni, ce qui réduira la croissance potentielle d'environ 0,75 points de pourcentage par rapport à un scénario sans Brexit.

# PREVISIONS ECONOMIQUES

## PIB réel (annuel, %)

	2019	2020p	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Marchés développés</b>	<b>1.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>
Etats-Unis	2.3	-3.6	3.7	0.4	2.8	3.3	2.4	2.4
Japon	0.7	-5.6	2.2	-0.7	1.5	1.9	0.5	0.8
Royaume-Uni	1.3	-11.0	5.0	2.0	3.0	3.5	2.0	2.0
Zone Euro	1.3	-7.5	5.8	2.0	1.2	2.6	1.4	1.9
Allemagne	0.6	-6.0	4.0	1.5	1.1	2.0	1.3	1.5
France	1.5	-9.5	6.5	2.0	1.0	3.0	1.5	2.5
Italie	0.3	-9.0	6.8	2.0	1.3	2.7	1.0	1.7
Espagne	2.0	-12.0	8.2	3.0	2.7	4.6	1.8	2.5
<b>Marchés émergents</b>	<b>3.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>5.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>
Asie	5.0	-1.6	6.7	3.6	4.5	5.4	4.5	4.9
Chine	6.1	2.2	7.2	3.8	4.8	5.2	4.6	4.8
Inde	4.2	-9.1	8.5	4.0	5.3	6.8	4.5	5.2
Europe Centrale et Orientale	2.1	-4.8	3.8	1.4	2.1	3.2	2.5	2.6
Rép. Tchèque	2.5	-7.0	5.8	2.0	1.5	0.3	2.0	1.3
Roumanie	4.2	-6.0	5.7	2.0	1.6	1.8	2.0	2.0
Russie	1.3	-4.0	2.0	-0.5	1.5	2.5	1.5	1.5
Amérique Latine	0.0	-8.0	3.7	1.6	1.6	2.9	2.4	2.6
Brésil	1.1	-4.8	3.5	1.0	2.3	3.2	2.0	2.1
Moyen-Orient & Asie Centrale	0.3	-6.2	2.8	0.8	1.7	3.2	2.8	3.0
Afrique	3.3	-3.4	4.1	2.1	3.1	4.6	3.9	4.2
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>2.8</b>	<b>-4.3</b>	<b>5.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>



## Variables financières

	Dernière valeur	Central			Prolongé		
<i>Fin d'année, %</i>	<i>11.12.20</i>	<i>2021p</i>	<i>2022p</i>	<i>2023p</i>	<i>2021p</i>	<i>2022p</i>	<i>2023p</i>
<b>États-Unis</b>							
Taux Fed Funds, borne haute	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.91	0.90	1.00	1.50	0.50	0.50	0.50
<b>Zone Euro</b>							
Taux de refinancement	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Emprunts d'Etat à 10 ans							
Allemagne	-0.60	-0.40	-0.30	0.00	-0.60	-0.60	-0.50
France	-0.36	-0.10	0.20	0.40	-0.20	0.10	0.10
Italie	0.53	1.10	1.70	2.00	1.15	1.90	1.75
Espagne	0.03	0.40	0.80	1.00	0.35	0.80	0.75
<b>Royaume-Uni</b>							
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.20	0.60	0.70	1.00	0.40	0.60	0.60
<b>Japon</b>							
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

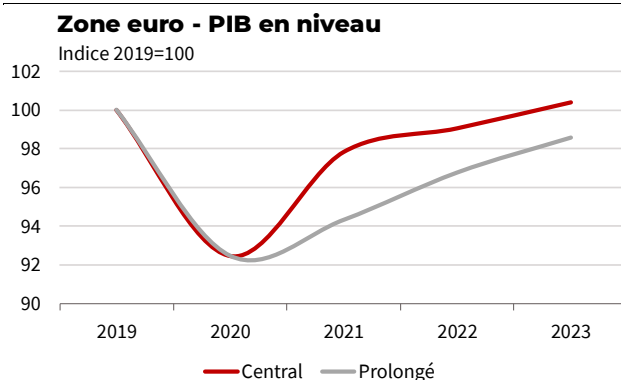
	Dernière valeur	Central			Prolongé		
<i>Fin d'année</i>	<i>11.12.20</i>	<i>2021p</i>	<i>2022p</i>	<i>2023p</i>	<i>2021p</i>	<i>2022p</i>	<i>2023p</i>
EUR / USD	1.21	1.15	1.15	1.20	1.10	1.10	1.10
EUR / GBP	0.91	0.95	0.95	0.95	1.00	1.00	1.00
GBP / USD	1.33	1.21	1.21	1.26	1.10	1.10	1.10
EUR / JPY	127	127	127	126	116	116	116
USD / JPY	104	110	110	105	105	105	105
USD / CNY	6.55	7.05	7.10	7.05	7.20	7.20	7.25
Brent (\$/baril)	50	45	55	55	38	50	50

## ZONE EURO

- **La convergence du PIB vers son niveau d'avant crise sera lente et les trajectoires de croissance divergentes d'une économie à l'autre**
- **L'orientation de la politique monétaire restera très accommodante et les taux d'intérêt bas sur l'horizon de prévision**
- **Les aléas baissiers sont nombreux, notamment la montée de l'instabilité financière et un retour de l'eurosepticisme**

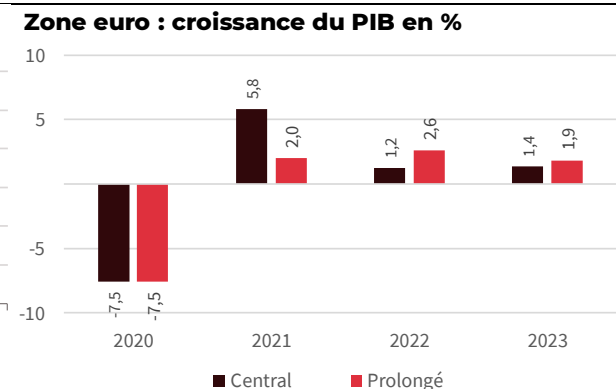
L'intensification des mesures sanitaires à l'hiver 2020-21 aura creusé la récession en 2020. En 2021, les campagnes de vaccination et le débouclage progressif des mesures restreignant l'activité soutiendront une dynamique de rebond plus forte qu'initialement anticipé. Mais à moyen terme, la croissance restera modeste. En effet, la hausse du chômage ralentira la résorption de l'épargne accumulée par les ménages, tandis que la fragilisation du bilan des entreprises pèsera sur le cycle d'investissement. Dans ce contexte, le PIB ne retrouverait pas son niveau d'avant crise avant 2023. Dans le scénario d'une persistance du risque pandémique reportant d'un an le retrait des mesures sanitaires (à début 2023 au lieu de début 2022), la convergence du PIB serait également retardée d'un an.

### La reprise sera très progressive



Source : SG Études économiques et sectorielles

### La croissance sera modeste en 2022-2023



Source : SG Études économiques et sectorielles

La relance prévue à l'échelle européenne (calibrée en fonction des pertes de revenu de chaque pays) contribuera à écarter le scénario d'une trop forte divergence des trajectoires de croissance des différentes économies. Celle-ci semble toutefois inévitable, certaines économies étant plus exposées que d'autres à la pandémie par le canal sectoriel<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Par exemple, les secteurs les plus affectés par les mesures sanitaires, tels que ceux des arts, du spectacle et des loisirs, du commerce au détail, de l'hôtellerie et restauration et du transport aérien représentent 21,4 % du PIB en Espagne contre seulement 13,0 % en Allemagne (données Eurostat de 2019).

En 2021, le commerce mondial rebondira un peu plus fortement qu'initialement prévu, dans le sillage notamment d'une croissance plus forte qu'attendu en Chine et aux Etats-Unis. Mais à plus long terme, la reprise restera néanmoins très progressive, reflétant un rythme différencié du reflux de la pandémie à l'échelle mondiale. En outre, certains facteurs ayant tiré la reprise après la grande crise financière ne seront cette fois pas présents. Ainsi, l'absence d'une relance d'ampleur en Chine et la fragilisation par la pandémie de nombreuses économies émergentes écartent le scénario d'un rebond marqué et durable de la demande extérieure. Les exportations de la zone euro afficheront dès lors une croissance modérée en moyenne sur l'horizon de prévision.

Dans le sillage du choc enregistré en 2020, le rebond de la demande intérieure sera modeste à moyen terme. Avec l'appui des différents mécanismes de garantie publique nationaux, les entreprises ont augmenté leur endettement pour compenser les pertes liées aux arrêts forcés de l'économie. Dans ce contexte, la dégradation des ratios d'endettement, déjà élevés dans certains pays avant la crise, pèsera sur la reprise de l'investissement. En outre, l'accroissement des défauts de paiement conduira certainement à un resserrement des conditions d'octroi de crédit par les banques, qui sera cependant bien moins prononcé que lors des crises de 2008-2013.

Du côté des ménages, la remontée du chômage et la modération des salaires pèsera sur la consommation. L'épargne « forcée » accumulée pendant la période de confinement ne sera certainement pas entièrement dépensée, les comportements de précaution prévalant dans une conjoncture incertaine. Les pertes de revenus et le resserrement des conditions d'octroi des crédits immobiliers pèseront également sur l'investissement résidentiel.

La demande publique sera plus vive. Toutefois, malgré la faiblesse des coûts de financement des Etats, les ratios d'endettement public déjà dégradés avant crise dans certains pays limitent les marges de manœuvre budgétaire. Les subventions dont bénéficieront les Etats membres dans le cadre de la relance européenne en 2021-2023 financeront une partie des mesures de soutien, ce qui contribuera à écarter le scénario d'une forte divergence des trajectoires de croissance (qui sera malgré tout bien observable).

La BCE a intensifié son stimulus monétaire en fin d'année, augmentant la durée et l'enveloppe dédiée à ses achats exceptionnels d'actifs et annonçant une nouvelle série de TLTRO<sup>2</sup>. A court terme, la stratégie de la banque centrale continuera d'être dictée par la gestion des répercussions directes de la crise (ample fourniture de liquidité aux banques et achats massifs d'actifs). Son bilan gonflerait ainsi jusqu'à 70 % du PIB en 2020-2021, soit une hausse de 30 points de PIB par rapport à la situation d'avant crise. A plus long terme, toute normalisation de la politique monétaire

<sup>2</sup> Les TLTRO sont des opérations de refinancement proposées aux banques par la BCE, dont le taux est inférieur au taux de refinancement à condition que les banques remplissent des objectifs en matière de production de crédit.

apparaît difficile et le biais reste pour l'heure orienté vers davantage de stimulus. En effet, l'inflation sera faible sur l'horizon de prévision. La modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande dissuaderont les entreprises d'augmenter leurs prix, tandis qu'en parallèle la hausse du prix du pétrole restera modérée. Ainsi, la mobilisation des TLTRO et les achats d'actifs (via le prolongement de la durée et l'accroissement de la taille de leur enveloppe) resteront au cœur de la stratégie de la BCE.

La baisse du risque de nouvelles tensions commerciales avec l'alternance politique aux Etats-Unis offre une légère amélioration à la balance des risques entourant notre scénario. Cependant, la liste des aléas baissiers reste longue. Une dégradation de la qualité des bilans bancaires, en lien la hausse des ratios d'endettement des entreprises notamment, sera à particulièrement à surveiller. De même, l'abaissement de la notation souveraine des Etats les plus fragiles ferait réapparaître des tensions sur le marché des dettes souveraines. Sur le plan politique, la question du Brexit reste prégnante alors que l'UE et le Royaume-Uni poursuivent les négociations concernant la nature de leur future relation. Enfin, une nouvelle poussée de l'euroscepticisme et du risque politique n'est pas à exclure.

Zone Euro	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	
PIB en volume, %	1,3	-7,5	5,8	2,0	1,2	2,6	1,4	1,9	
Inflation, %	1,2	0,3	0,7	0,4	1,3	1,6	1,3	1,3	
Chômage, %	7,6	8,0	10,1	10,5	10,4	11,3	10,1	11,0	
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-8,9	-6,1	-8,0	-5,8	-7,1	-5,5	-6,6	
Dettes publiques, % du PIB	89	107	108	114	111	117	114	120	

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

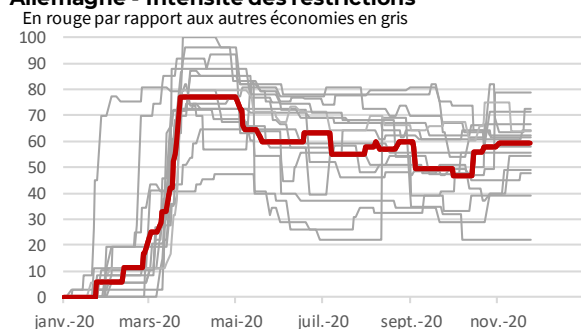
# ALLEMAGNE

- **La convergence de l'économie vers son niveau d'avant crise sera plus rapide qu'ailleurs en zone euro, mais restera progressive**
- **Avec la dépression de la demande globale, l'inflation sous-jacente se tassera sur l'horizon de prévision**
- **Malgré la dégradation des ratios d'endettement public et privé, les risques sur la stabilité financière sont limités**

Le durcissement des mesures sanitaires à l'hiver 2020-21 auront creusé la récession en 2020, dont l'ampleur avoisine celle de 2009. En 2021, la campagne de vaccination et le débouclage progressif des mesures sanitaires (jusqu'en début d'année 2022) contribueront à une reprise de l'activité un peu plus soutenue qu'initialement anticipé<sup>3</sup>. Mais à plus long terme, les effets retardés de la crise sur l'emploi, l'investissement et la demande extérieure (du reste de la zone euro notamment) pèseront sur la croissance, qui n'évoluera que légèrement au-dessus de son potentiel en 2022-23. L'économie allemande convergerait cependant plus rapidement vers son niveau d'avant crise que ses principales homologues en zone euro, dès le tournant de l'année 2023 (un an plus tard si le débouclage des mesures sanitaires était repoussé).

## Un confinement beaucoup moins sévère...

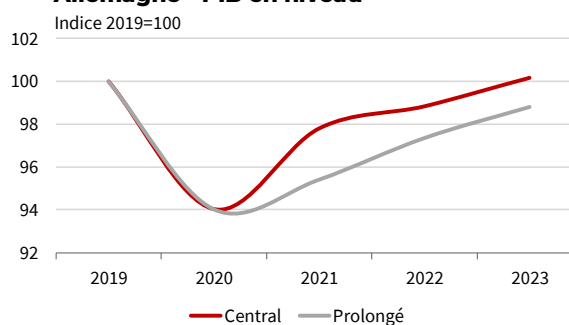
### Allemagne - Intensité des restrictions



Source: Université d'Oxford

## ...mais une reprise progressive malgré tout

### Allemagne - PIB en niveau



Source: SG Etudes économiques et sectorielles

Le rebond des exportations sera plus modéré que ce qui fut observé dans le sillage de la grande crise financière. Point positif, l'industrie allemande est spécialisée dans des branches faiblement exposées à l'incertitude entourant l'évolution de la pandémie. En outre, le rebond plus fort qu'anticipé de l'activité aux Etats-Unis et en Chine, en 2021 notamment, devrait soutenir le commerce extérieur. Cependant, les entreprises allemandes pourront moins bénéficier d'un véritable dynamisme des marchés émergents pour compenser la faiblesse de la demande en zone euro et au Royaume-Uni. En effet, l'ampleur de la relance budgétaire est bien plus modeste en

<sup>3</sup> La dynamique plus forte de la croissance séquentielle anticipée en 2021 est reflétée par la stabilité de notre prévision annuelle de croissance en 2021 alors que de celle-ci est révisée à la baisse en 2020.

modeste en Chine, tandis que les économies émergentes sortent globalement affaiblies la crise sanitaire.

Les subventions octroyées et les fonds propres apportés par les pouvoirs publics auront écarté le scénario d'une trop forte dégradation du bilan des entreprises. Les ratios d'endettement auront toutefois augmenté avec l'interruption de l'activité en 2020. Ce facteur, conjugué à la relative faiblesse de la demande anticipée, pèsera sur le rebond de l'investissement à moyen terme. Du côté des ménages, la hausse du chômage et le tassement du revenu par tête pèseront sur la consommation en 2021-2022. La croissance de l'investissement en logement sera également modeste pour les mêmes raisons, pâtissant en plus d'un durcissement probable des conditions d'octroi de crédit par les banques.

<b>Mesures d'urgence</b>	<b>Taille Mds EUR</b>
Renforcement des administrations de santé	58,5
Fonds de Stabilisation Economique	100,0
Subventions aux petites entreprises	50,0
<b>Total</b>	<b>208,5</b>
% du PIB	6,1%

<b>Plan de relance</b>	<b>Taille Mds EUR</b>
Baisse temporaire du taux de TVA (S2-2020)	20,0
Baisse temporaire de la taxe énergétique	11,0
Allocation exceptionnelle de 300 EUR par enfant	4,0
Renforcement des incitations à l'achat d'un véhicule électrique	2,2
Report d'impôts pour les entreprises	25,0
Accroissement des crédits aux collectivités	13,0
Mesures diverses de dépenses	54,8
<b>Total</b>	<b>130,0</b>
% du PIB	3,8%

L'accroissement de la demande publique acté en 2020 dans le cadre des mesures d'urgence et de la relance continuera d'avoir des effets positifs sur l'activité. Ainsi, en l'état actuel des choses, les mesures budgétaires prises en réponse à la crise sanitaire et le plan de relance représentent environ 10 % du PIB. La dette publique augmenterait d'environ 20 points de PIB sur l'horizon de prévision, à environ 80 % du PIB en 2023

Avec le ralentissement de la demande agrégée et la modération des coûts salariaux unitaires, l'inflation sous-jacente ralentira sur notre horizon de prévision. Le prix du pétrole restant bas par ailleurs, l'inflation sera faible.

Malgré la dégradation des ratios d'endettement public et privé, les risques sur la stabilité financière semblent limités. L'alternance politique aux Etats-Unis et l'apaisement des tensions commerciales qui devraient en découler diminuent le risque baissier sur la dynamique du commerce extérieur. Mais en parallèle, les risques baissiers restent nombreux. Un échec des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne concernant leur future relation en est un des principaux.

Allemagne	2019	2020p	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0,6	-6,0	4,0	1,5	1,1	2,0	1,3	1,5
Inflation, %	1,4	0,4	0,5	0,4	1,3	1,1	1,4	1,4
Chômage, %	5,0	6,1	7,1	7,5	7,2	7,9	7,0	7,7
Solde budgétaire, % du PIB	1,5	-6,3	-4,8	-6,1	-4,7	-5,5	-4,5	-5,2
Dettes publiques, % du PIB	60	74	76	80	80	83	83	87

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

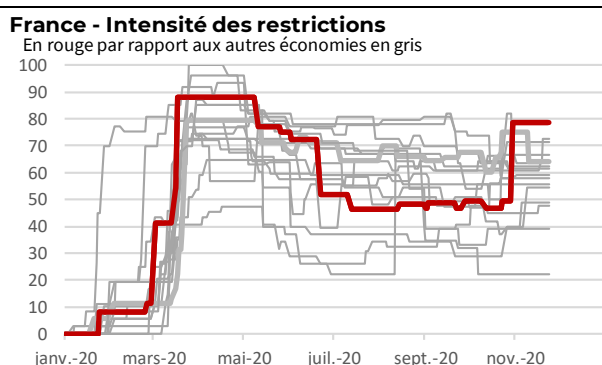
# FRANCE

- **L’empreinte de la crise sanitaire sur l’emploi et l’endettement des entreprises pèseront sur la croissance à moyen terme**
- **L’inflation sera faible et les conditions de financement très favorables sur l’horizon de prévision**
- **La dette publique augmenterait de 30 points de PIB dépassant 130 % du PIB en 2023**

Le re-confinement de l’hiver 2020-21 aura creusé une récession déjà historique en 2020. En 2021, la campagne de vaccination favorisera une dynamique de rebond de l’activité plus soutenue qu’initialement anticipé<sup>4</sup>. Mais à plus long terme, la croissance sera modérée malgré le débouclage total des mesures sanitaires attendu en début d’année 2022 dans notre scénario central. En effet, l’héritage de la crise en matière de destructions d’emplois et d’endettement des entreprises pèsera sur la croissance. La relance budgétaire portera l’activité en 2021-22 certes, mais ne compensera pas entièrement la perte de revenu enregistrée en 2020.

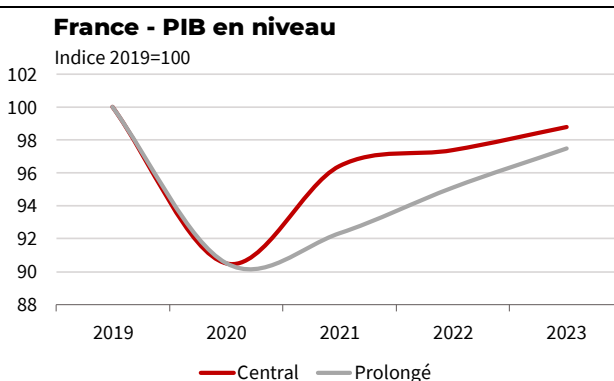
En l’absence d’une action gouvernementale plus décisive en matière de renforcement des fonds propres des entreprises, la convergence du PIB vers son niveau d’avant crise sera longue. Elle n’interviendrait pas avant 2024, avec un taux de chômage atteignant 11 % à son pic. Dans le scénario d’une crise sanitaire prolongée où les mesures sanitaires ne seraient débouclées qu’au début de l’année 2023, la convergence du PIB serait elle-aussi reportée d’un an, à 2025.

## Un deuxième confinement moins sévère



Source : Université d’Oxford

## L’économie entame une longue convalescence



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Dans l’attente du débouclage total des mesures sanitaires, la dynamique du commerce extérieur restera atone. En effet, les exportations françaises dépendent fortement des perspectives dans l’aéronautique et le tourisme, deux secteurs particulièrement dépendants de l’évolution de la pandémie. Par ailleurs, la

<sup>4</sup> Cette dynamique plus soutenue en rythme trimestriel est reflétée par la stabilité de la prévision de croissance annuelle en 2021 par rapport au précédent Scénario Eco alors que la prévision pour 2020 est révisée à la baisse.



demande extérieure risque de pâtir de l'étalement dans le temps des effets réels de la crise (en termes d'emploi et d'investissement) chez les principaux partenaires commerciaux de l'économie française. Dès lors, les exportations ne se redresseraient véritablement qu'en 2023.

Mesures budgétaires adoptées en réaction à la crise sanitaire	Taille Mds EUR
▪ <b>Premier plan d'urgence (PLFR I, II et III) - 2020</b>	<b>64,5</b>
Dont :	
▪ Renforcement du dispositif d'activité partielle	30,8
▪ Fonds de solidarité (subventions pour les plus petites entreprises)	8,5
▪ Crédits exceptionnels pour les administrations de santé	9,8
▪ Compensation pour la sécurité sociale des exonérations de cotisations sociales	5,2
▪ Report de l'effet de la réforme de l'assurance chômage sur les revenus de remplacement	1,6
▪ <b>Plan de relance 2020-2025 (dont EUR 37Mds de mesures maastrichtiennes<sup>5</sup> inclus au PLF 2021)</b>	<b>100</b>
Soutien à la demande :	<b>41</b>
▪ Investissement public (dont rénovation énergétique des bâtiments, infrastructures et mobilité vertes)	23
▪ Soutien aux ménages (dont aide à l'achat de véhicules propres et augmentation de l'allocation de rentrée scolaire)	10
▪ Autres dépenses publiques (dont digitalisation des services publics et des entreprises)	8
Soutien à l'offre :	<b>44</b>
▪ Baisse des impôts de production	20
▪ Innovation (dont les programmes d'investissement d'avenir)	16
▪ Emploi et formation (dont plan jeunes, chômage partiel et investissement dans les compétences)	8
Autres mesures	<b>15</b>
▪ <b>Deuxième plan d'urgence (PLFR IV) - 2020</b>	<b>20</b>
Dont :	
▪ Renforcement du fonds de solidarité	10,9
▪ Extension du dispositif le plus favorable de chômage partiel jusqu'à la fin d'année 2020	3,2
▪ Prime exceptionnelle de précarité	2,1
▪ Autres mesures (dont avancement à 2020 du deuxième volet Ségur de la santé)	4,3
<b>Total du plan</b>	<b>184,5</b>
% du PIB 2019	7,8

Source : DG Trésor, PLFR I, II, III & IV, PLF 2021, SG Etudes économiques et sectorielles

Les entreprises ont été fragilisées par les arrêts forcés de pans entiers de l'économie. Les mesures d'urgence successives du gouvernement ont soutenu leur liquidité. Mais les pertes opérationnelles ayant largement été compensées par un recours massif à l'emprunt (notamment garanti par l'Etat), les ratios d'endettement se sont fortement dégradés<sup>6</sup>. Malgré les conditions de financement favorables, stabiliser les

<sup>5</sup> Une part des dépenses du plan de relance ne seront pas comptabilisées au déficit public. En effet, certaines d'entre elles ne seront pas exécutées par des entités identifiées comme des administrations publiques au sens de la comptabilité maastrichtienne. En outre, d'autres sont considérées comme des transactions financières et seront directement comptabilisées au ratio de dette publique et non au solde budgétaire.

<sup>6</sup> Le ratio de la dette brute consolidée des sociétés non-financières rapportée au PIB a augmenté de 11 points au S1-2020 selon les données de la Banque de France.

ratios d'endettement contraindra les entreprises à reporter en partie leurs dépenses d'investissement pour accroître leurs capacités de financement.

Du côté des ménages, les destructions d'emplois et la modération des revenus pèseront sur les dépenses à moyen terme. La résorption de l'épargne « forcée » accumulée lors du confinement tirera la consommation en 2021 avec le reflux de la pandémie. Mais avec l'augmentation du chômage, les ménages conserveront une épargne de précaution, écartant le scénario d'une convergence rapide de la consommation vers son niveau d'avant crise.

La persistance de prix du pétrole bas, la modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande anticipée contribueront à entretenir un environnement d'inflation très faible en 2021-2022.

La contraction de l'activité et les mesures d'urgence du gouvernement en réponse à la crise sanitaire auront fortement dégradé les finances publiques en 2020. Le débouclage de certaines mesures exceptionnelles et les financements destinés à la France dans le cadre du plan de relance européen contribueront à améliorer le solde public en 2021. Mais avec l'exécution du plan de relance et la convergence lente de l'économie vers son niveau d'avant crise, les ratios d'endettement publics resteront dégradés sur l'horizon de prévision, la dette publique atteignant 130 % du PIB en 2023.

La balance des risques entourant notre scénario s'est améliorée avec l'alternance politique aux Etats-Unis et le reflux du risque de tensions commerciales. Du côté des risques haussiers, une politique plus active du gouvernement en matière de renforcement des fonds propres des entreprises contribuerait à accélérer le cycle d'investissement et la convergence de l'économie vers son niveau d'avant crise. Mais la liste des risques baissiers reste longue (retard de la campagne de vaccination, incertitudes dans le sillage du Brexit, mouvements sociaux...).

France	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	
PIB en volume, %	1,5	-9,5	6,5	2,0	1,0	3,0	1,5	2,5	
Inflation, %	1,4	0,5	1,0	1,0	1,2	1,1	1,2	1,2	
Chômage, %	8,1	8,3	10,2	10,9	10,9	11,8	10,6	11,5	
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-10,8	-6,9	-9,2	-6,6	-7,9	-5,9	-6,8	
Dette publique, % du PIB	98	118	124	131	129	135	132	138	

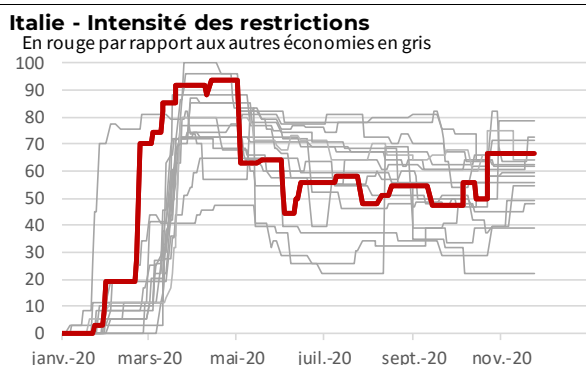
Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

- **Une reprise économique qui va rester lente**
- **Une fenêtre d'opportunité étroite pour la transformation économique**
- **L'endettement élevé est une source de fragilité**

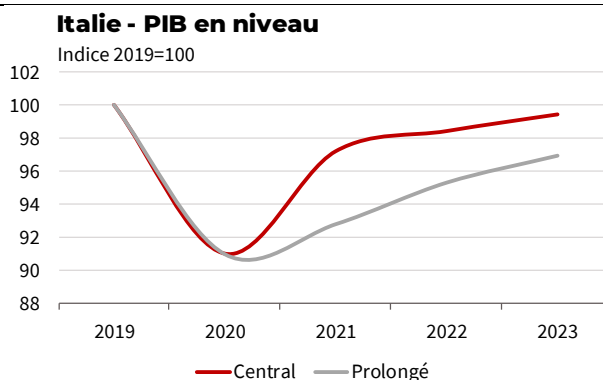
L'économie italienne a connu des performances meilleures que prévu au T3, mais une résurgence des cas de Covid-19 et de nouvelles mesures de distanciation sociale laissent entrevoir une contraction du PIB au T4-20, bien que moins prononcée qu'au T2-20. En 2021, nous prévoyons un début d'année agité, mais l'arrivée d'un temps plus chaud et le déploiement sans heurts des programmes de vaccination devraient permettre une reprise progressive qui s'enracinera au S2-20. La sortie de la crise sanitaire reste toutefois incertaine et nous maintenons un scénario prolongé dans lequel les mesures de distanciation sociale restent en place pendant une année supplémentaire jusqu'au T1-23 par rapport à notre scénario central.

## L'Italie a dû faire face à l'un des blocages les plus difficiles



Source: Université d'Oxford

## Une lente reprise avec des vents contraires structurels



Source : SG Études économiques et sectorielles

Une vague de mesures politiques temporaires a permis de soutenir à la fois les ménages et les entreprises confrontés à la pression renouvelée de la crise Covid-19. De manière générale, ces mesures d'aide peuvent être regroupées sous trois grandes rubriques : liquidité, revenus et protection de l'emploi. Aussi bienvenues et nécessaires que soient ces mesures, chacune d'entre elles comporte un revers qui devrait amortir la reprise ultérieure. Les mesures de soutien des liquidités, telles que les reports d'impôts, le moratoire sur la dette et les prêts bénéficiant de diverses garanties, atténuent les problèmes de liquidités, mais doivent en fin de compte être remboursés et alourdissent le fardeau de la dette privée. En revanche, le soutien des recettes sous la forme de divers transferts publics aux ménages et aux entreprises alourdit la charge de la dette publique. Comme le montre le tableau ci-dessous, les mesures prises en 2020 devraient avoir un impact budgétaire d'environ EUR 100Mds.

Enfin, en ce qui concerne la protection de l'emploi, la limitation des licenciements peut conduire à une augmentation ultérieure des licenciements.

Le calendrier de la levée de ces diverses mesures de soutien temporaire sera un premier défi pour les décideurs politiques. La levée de ces mesures avant que la reprise n'ait pris un élan suffisant risque de provoquer une vague de défaillances d'entreprises et de pertes d'emplois. Elle risquerait à son tour d'entraîner une forte augmentation des prêts non performants et un resserrement du crédit qui en résulterait. Le fait que le système bancaire italien soit entré dans la crise actuelle avec des bilans beaucoup plus solides qu'à l'époque de la crise de la dette de la zone euro offre cependant un amortisseur.

Mesures budgétaires « au-dessus » de la ligne » pour 2020	EUR/milliards
<i>Forfaits automne</i>	5.4
<i>Décret d'août</i>	25.0
<i>Décret de relance (15 mai), dont :</i>	50,0
Régimes de compléments de salaire (soutien à l'emploi)	15.0
Mesures de soutien aux petites entreprises (annulation de l'impôt sur les sociétés - PARI, subventions aux PME les plus touchées...)	12.0
Garantir des revenus et des conditions de vie décentes pour les ménages italiens et les travailleurs indépendants	6.5
Dépenses supplémentaires pour la Protection civile et le secteur de la santé	4.5
Subventions au tourisme et aux loisirs (réductions d'impôts, bons...)	4.0
<i>Décret « Cura Italia » (17 mars), dont:</i>	25.0
Garder les personnes employées et soutenir les chômeurs	2.4
Dépenses supplémentaires liées aux soins de santé	10.4
Réduction des impôts et des cotisations pour les petites entreprises	3.2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>
%PIB	6.4%

Au T2-20, le ratio des créances douteuses s'élevait à 6,08 % pour l'Italie, soit un peu moins que le niveau qui prévalait au déclenchement de la crise Covid-19 et bien en deçà du pic de 19 % enregistré à la suite de la crise de la dette de la zone euro. Il est à noter que les cessions de prêts non-performant ont été facilitées par les dispositions du décret-loi 18/2020 qui a permis aux banques de convertir une partie des actifs d'impôt différé en crédits d'impôt.

En ce qui concerne les bilans publics, les mesures de soutien de la BCE et le regain de confiance apporté par les différentes mesures de soutien européennes ont permis aux rendements obligataires italiens de tomber à des niveaux historiquement bas, le benchmark à 10 ans se situant en dessous de 0,5 % au moment où nous publions. Cette évolution positive est clairement utile au regard du niveau très élevé de la dette publique, qui devrait dépasser 150 % en 2021.

Le facteur critique est maintenant de placer l'Italie sur la voie d'une croissance potentielle plus forte, de sorte que la confiance des marchés soit maintenue une fois que le soutien de la BCE lié à la pandémie sera levé. Lors de la réunion de décembre, la BCE s'est engagée à maintenir le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie au moins jusqu'à la fin mars 2022 et à augmenter l'enveloppe du PEPP de EUR 500Mds pour la porter à EUR 1 850Mds. En outre, les achats du PEPP arrivant à échéance seront reconduits au moins jusqu'à la fin de 2023. Cette mesure a permis à l'Italie d'élargir encore sa fenêtre d'opportunité.

Pour 2021, le budget comprend des mesures visant à soutenir la reprise, dont l'impact budgétaire est estimé à 1,4 % du PIB. L'Italie devrait être l'un des principaux bénéficiaires des fonds de relance de l'UE, au cours des prochaines années. Ces fonds, s'ils sont associés à des réformes structurelles appropriées, peuvent non seulement contribuer à stimuler les transitions verte et numérique, mais aussi mettre l'économie sur la voie d'une croissance tendancielle plus élevée, avec une réduction des divergences économiques entre les régions, encore aggravées par la crise. Le fait que la pandémie ait frappé en particulier les secteurs qui emploient un grand nombre de travailleurs peu qualifiés n'a fait qu'aggraver les difficultés.

De nombreux obstacles doivent cependant être surmontés pour orienter l'économie vers une voie structurelle plus favorable. Le déploiement efficace de l'investissement public est une première condition. L'histoire montre qu'il existe un risque important que les fonds soient retardés par la bureaucratie et dirigés, pour des raisons politiques, vers des projets moins efficaces. La poursuite des réformes structurelles est tout aussi essentielle, notamment en raison des difficultés démographiques auxquelles l'Italie est confrontée. La liste des réformes nécessaires est bien connue, allant de l'éducation et de l'apprentissage tout au long de la vie, du système judiciaire et de la faillite, d'une administration publique plus efficace (et numérisée), à la rationalisation du code des impôts et de la concurrence.

Les élections doivent avoir lieu au plus tard le 1er juin 2023 et la fenêtre d'opportunité qui s'offre actuellement aux réformes pourrait bien commencer à se fermer à l'approche de cette date. Si l'Italie ne parvient pas à stimuler la croissance, la hausse de la dette publique redeviendra une source de stress.

<b>Italie</b>	<b>2019</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>		<b>2022p</b>		<b>2023p</b>	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0.3	-9.0	6.8	2.0	1.3	2.7	1.0	1.7
Inflation, %	0.6	-0.1	0.6	0.3	1.0	1.0	1.0	0.9
Chômage, %	9.9	9.5	11.8	12.8	11.3	12.1	10.7	11.4
Solde budgétaire, % du PIB	-1.6	-10.5	-7.7	-10.1	-7.3	-9.2	-7.1	-8.6
Dette publique, % du PIB	135	158	156	165	159	168	163	172

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ESPAGNE

- **L'activité a nettement rebondi au T3 mais a perdu son élan dès septembre**
- **La réimposition de restrictions va entraîner une baisse d'activité au T4. Nous prévoyons une contraction du PIB de 12% en 2020**
- **Les mesures de relance seront essentiellement financées par le plan d'aide européen**

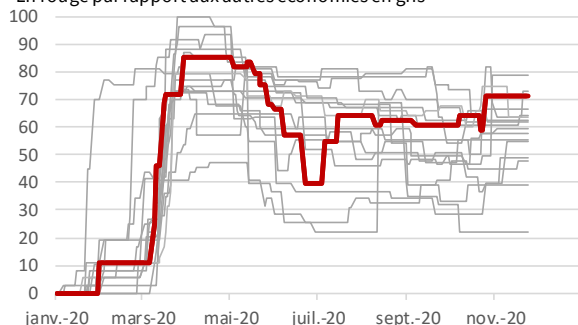
L'activité a rebondi de 17,3% au troisième trimestre, au-dessus des attentes. Mais elle a perdu de son élan dès le mois septembre, au cours duquel les ventes au détail se sont contractées de 0,3% et les indicateurs d'achat de services se sont inscrits en repli. Avec la réimposition de restrictions depuis le mois d'octobre, sous la forme de couvre-feux régionaux et d'interdictions de voyager, l'activité devrait de nouveau se contracter au dernier trimestre.

Le marché du travail continuait de se redresser progressivement en octobre, ayant récupéré environ les deux tiers des emplois perdus plus tôt dans l'année. Cependant, environ 600 000 travailleurs sont toujours enregistrés dans le cadre des dispositifs de chômage partiel et ne sont actuellement pas officiellement classés comme chômeurs. On attend une deuxième vague de destructions d'emplois en fin d'année 2020 et début 2021, du fait de faillites d'entreprises ou de réajustement des business plans aux nouvelles conditions de marché. Le taux de chômage connaîtrait un pic proche de 20 % fin 2021 dans notre scénario central. Il resterait durablement élevé dans un contexte d'incertitude élevée, de bilans affaiblis des entreprises, avec un impact amplifié de la crise sur les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, tels que le commerce de détail et l'hôtellerie/restauration.

### Vers de nouvelles mesures de confinement ?

#### Espagne - Intensité des restrictions

En rouge par rapport aux autres économies en gris

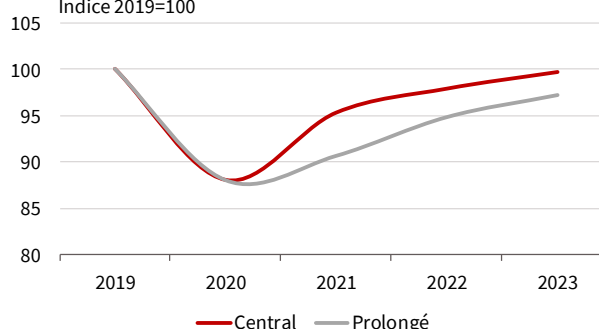


Source: Université d'Oxford

### Pas de retour à la trajectoire pré-crise

#### Espagne - PIB en niveau

Indice 2019=100



Source : SG Études économiques et sectorielles

La prédominance dans le tissu industriel de petites entreprises avec peu de capital, entraîne des fragilités financières et un risque plus élevé d'insolvabilité. Le total des mesures de soutien direct adoptées jusqu'à présent par le gouvernement reste

proche de 3% du PIB, soit dans la fourchette basse des plans d'aide nationaux. Dans ce contexte, le plan d'aide européen baptisé « Next Generation EU » s'avère crucial.

Mesures adoptées	Taille Mds EUR
<b>Marché du travail</b> : protection des travailleurs vulnérables et des travailleurs indépendants, exonérations de charges sociales, régimes de travail temporaire (ERTE)...	26,2
<b>Financement des secteurs de la santé et de la recherche</b> : augmentation de l'allocation au ministère de la santé, transferts de fonds aux régions, taux de TVA de 0% sur les fournitures médicales	5,3
<b>Introduction d'un revenu minimum universel</b> : revenu garanti destiné aux foyers les plus modestes, compris entre 461 euros par mois pour une personne seule et 1,105 euros pour une famille	3,5
<b>Assurer la viabilité des entreprises</b> : possibilité d'adapter les paiements d'impôt sur le revenu des sociétés et des particuliers	1,1
<b>Total</b>	<b>36,1</b>
% du PIB	3,2 %

Un « Plan de rétablissement, de transformation et de résilience » a été annoncé en octobre par le gouvernement. Il prévoit des dépenses publiques à hauteur de EUR 140Mds sur la période 2021-2026 et devrait, selon le gouvernement, permettre d'augmenter la croissance potentielle de l'économie espagnole au-dessus de 2%. En réponse à la crise déclenchée par le coronavirus et aux défis structurels de l'économie espagnole, ce plan prévoit des investissements publics dans les infrastructures associées à la numérisation et à l'innovation. Un autre volet prévoit d'accroître l'efficacité énergétique, d'améliorer l'éducation et la formation continue et de renforcer les politiques d'inclusion. Le gouvernement prévoit la création de 800 000 emplois. Ce plan de relance devrait être intégralement financé par le plan européen « Next Generation EU ». Ce dernier, devrait permettre à l'Espagne d'obtenir des financements à hauteur de EUR 140Mds, dont environ la moitié sera décaissée sous forme de subventions et le reste sous forme de prêts.

Ce plan européen doit encore être approuvé par les 27 pays membres. Malgré ces incertitudes, nous tablons néanmoins dans nos prévisions sur un plan de relance espagnol de l'ampleur annoncée. Par ailleurs, si l'Espagne demandera la part des fonds qui prendront la forme de subventions pour la période 2021-2023, elle a déclaré ne pas être intéressée pour le moment par les près de EUR 70Mds de prêts. La Commission européenne autorise en effet les membres à demander ces prêts jusqu'en juillet 2023. Il y a moins d'incitation à demander des prêts à l'UE, aussi bon marché soient-ils, car l'accès au marché est actuellement facilité par la politique d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne qui a comprimé les spreads.

Le paysage politique reste très fragmenté en Espagne, où il n'y a pas de majorité au Parlement et la prise de décision reste difficile. Cela continuera d'empêcher le

gouvernement de prendre des mesures rapides ou qui requièreraient un large consensus. Par ailleurs, La Cour suprême espagnole a confirmé en octobre la destitution du Président de la région catalane, Quim Torra, pour avoir enfreint la loi électorale du pays. En conséquence de nouvelles élections régionales auront lieu en Catalogne le 7 février 2021. Les sondages suggèrent que les partis indépendantistes pourraient renforcer leur majorité parlementaire. Le plus probable est néanmoins la poursuite de l'approche relativement pragmatique qui a été observée depuis dix huit mois.

<b>Espagne</b>	<b>2019</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>		<b>2022p</b>		<b>2023p</b>	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	2,0	-12,0	8,2	3,0	2,7	4,6	1,8	2,5
Inflation, %	0,8	-0,4	0,9	0,4	1,5	1,8	1,3	1,2
Chômage, %	14,1	15,9	18,7	19,8	18,3	20,2	17,7	19,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,9	-12,5	-8,7	-11,8	-7,6	-10,0	-7,2	-9,2
Dettes publiques, % du PIB	96	120	118	127	121	129	125	134

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée



## ROYAUME-UNI

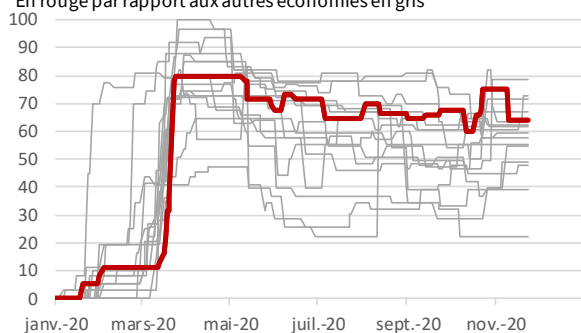
- Avec l'un des taux de mortalité les plus élevés d'Europe et l'un des plus longs confinements, le Royaume-Uni est sévèrement touché par l'épidémie de Covid-19
- Des mesures budgétaires et monétaires audacieuses n'amortiront que partiellement le choc et la dette publique et privée augmentera fortement
- L'UE et le Royaume-Uni ont toujours des positions très divergentes concernant l'accord post-Brexit, ce qui ajoute d'importantes incertitudes

En dépit du rebond de l'économie britannique au 3T-20 (+15,5 %), la production est demeurée bien en deçà des niveaux observés avant la pandémie (-9,6 % par rapport au T3-20). Cet écart plus important avec les niveaux pré-existants, en comparaison avec des pays similaires, traduit les effets d'un confinement plus long et de l'incertitude liée au Brexit. En outre, à court terme, la reprise économique est menacée par les restrictions imposées par le confinement au mois de novembre.

### Des restrictions importantes en 2020

#### Royaume-Uni - Intensité des restrictions

En rouge par rapport aux autres économies en gris

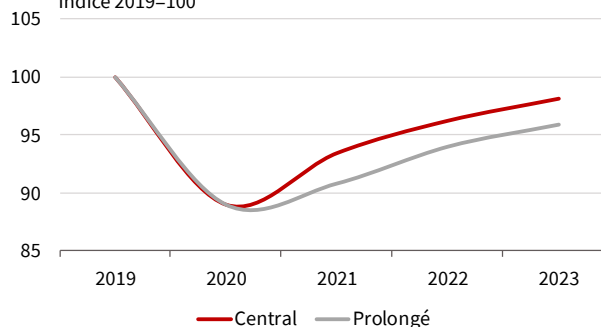


Source: Université d'Oxford

### Effets durables sur le PIB

#### Royaume-Uni - PIB en niveau

Indice 2019=100



Source : SG Études économiques et sectorielles

Pour atténuer l'effet de ces nouvelles restrictions sur l'activité économique, les autorités britanniques ont actualisé les mesures de soutien aux ménages, aux entreprises et aux services publics.

Sur le plan fiscal (voir tableau), la réponse comprend i/ un financement supplémentaire pour le NHS, les services publics, les organisations caritatives et les services culturels (GBP 127Mds), ii/ le renforcement du filet de sécurité, notamment en augmentant les paiements dans le cadre du régime de crédit universel ainsi qu'en étendant d'autres prestations (GBP 8Mds), iii/ des mesures de soutien direct aux entreprises, comme des exonérations de l'impôt foncier, des subventions pour les petites entreprises et les entreprises des secteurs les plus touchés – notamment des

transferts allant jusqu'à GBP 3 000 par mois pour les activités fermées - et une compensation pour les congés maladie (GBP 66Mds). A l'occasion du second confinement, le programme de soutien au revenu des travailleurs indépendants (SEISS) et le programme de maintien dans l'emploi (CJRS), qui prévoient que le gouvernement verse 80 % des revenus - jusqu'à un maximum de GBP 2 500 par employé et par mois - des travailleurs indépendants et des employés en chômage partiel, ont été pleinement réactivés (GBP 73Mds). La prime de maintien dans l'emploi (un paiement unique de GBP 1 000 aux employeurs britanniques), qui faisait partie d'un ensemble de mesures annoncé en juillet visant à préserver l'emploi, sera redéployée ultérieurement et la date de référence de janvier 2021 est reportée.

<b>Mesures adoptées "above the line"</b>	<b>Mds GBP</b>
<b>Dépenses publiques :</b>	
- Services de santé, autorités locales, mesures sociales pour les personnes vulnérables, mesures à destination du rail	127
<b>Dispositif de sauvegarde l'emploi :</b>	
- Chômage partiel	73
- Mesures d'aide pour les indépendants	
- Bonus de maintien dans l'emploi	
<b>Paquet de mesures sociales :</b>	
- Crédit universel - seuil de revenus minimaux	
- Augmentation du crédit universel de 20£	8
- Suppression du délai de carence	
- Modification de l'allocation logement	
<b>Mesure de soutien aux entreprises</b>	
- Transferts directs aux PME	66
- Annulation de l'impôt foncier des entreprises	
<b>Total</b>	<b>274</b>
% du PIB	12.9%

Parallèlement, le gouvernement maintient ses programmes visant à faciliter l'accès des entreprises à la liquidité. Trois programmes distincts sont actuellement disponibles : i/ le Coronavirus Business Interruption Loan Scheme pour soutenir les PME et ii/ le Coronavirus Large Business Interruption Loans Scheme pour soutenir les grandes entreprises, qui comportent une garantie de 80 % pour les prêts allant jusqu'à GBP 5Mn pour le premier et jusqu'à GBP 200Mn pour le second. Pour faciliter encore davantage l'accès au crédit des petites entreprises en difficulté, iii/ le gouvernement a également mis en place le programme de prêts « Bounce Bank » pour les PME, avec une garantie à 100 % pour des prêts d'un montant maximal de GBP 50 000.

<b>Mesures adoptées "below the line"</b>	<b>Mds GBP</b>
<b>Délai de paiement de la TVA</b> Montant approuvé au 7 juin	28
<b>Coronavirus Business Interruption Loan Scheme (CBILS)</b> Montant approuvé au 15 nov.	19
<b>Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme (CLBILS)</b> Montant approuvé au 15 nov.	5
<b>Bounce Back Loan Scheme (BBLs)</b> Montant approuvé au 15 nov.	42
<b>Future Fund</b> Montant approuvé au 15 nov.	1
<b>Covid Corporate Financing Facility</b> Montant approuvé au 15 nov.	15
<b>Total</b>	110
% du PIB	5.2%

Toutes ses mesures de soutien ont un coût. Dans son dernier rapport de novembre, l'Office for Budget Responsibility, l'organisme britannique de surveillance des finances publiques, estime que les recettes de cette année devraient être inférieures de GBP 57Mds, et les dépenses supérieures de GBP 281Mds, par rapport à l'année dernière. L'effet combiné de l'impact du virus sur l'économie et la réponse du gouvernement en matière de politique budgétaire engendrerait un déficit de GBP 394Mds, son plus haut niveau depuis la Seconde Guerre mondiale.

Malgré l'ampleur sans précédent de l'intervention des pouvoirs publics, il convient de noter que les mesures annoncées interagissent avec le système de prestations préexistant. À cet égard, le Royaume-Uni se distingue en offrant un niveau relativement faible de soutien aux salariés qui se retrouvent au chômage, notamment par rapport à d'autres pays européens disposant d'un système d'assurance chômage plus protecteur pour les ménages. Les mesures budgétaires annoncées pourraient donc d'avérer insuffisantes pour éviter des effets de long terme sur l'économie, notamment du fait des conséquences de la crise sur le marché du travail. Une enquête récente a révélé que 11 % des travailleurs au chômage partiel sont convaincus qu'ils seront licenciés lorsque le dispositif s'interrompra et 14 % pensent que c'est assez probable. Dans notre scénario central, nous anticipons un pic du taux de chômage à 8,5% au T2-21.

L'économie britannique est également soutenue par des politiques monétaires extrêmement accommodantes visant à préserver l'accès des entreprises et des ménages au financement et à assurer la liquidité de marché. La Banque d'Angleterre (BoE) a réduit son taux principal de 65 pb à 0,1 % en mars. La BoE a augmenté de GBP 300Mds le montant des obligations du gouvernement britannique et des obligations de sociétés non financières détenues par la banque centrale en mars puis en juin. Une augmentation supplémentaire du stock cible d'obligations d'État de GBP 150Mds a été annoncée en novembre pour porter le stock total à GBP 875Mds,

ce qui représente une augmentation cumulée de 100 % depuis mars. La BoE a également introduit un nouveau programme de financement à terme pour les banques commerciales afin de renforcer la transmission de la baisse des taux, avec des incitations supplémentaires pour les prêts à l'économie réelle, et en particulier aux PME. Le Trésor et la Banque d'Angleterre ont lancé la Covid Corporate Financing Facility qui, avec les programmes Coronavirus Business Interruption mentionnés ci-dessus, met à la disposition des entreprises GBP 330Mds de prêts garantis. Le Trésor et la BoE sont également convenus d'étendre temporairement l'utilisation du découvert du compte du gouvernement à la BoE afin de fournir une source de financement à court terme supplémentaires si nécessaire.

Ces politiques ont efficacement soutenu l'accès des entreprises à la dette. Les derniers chiffres indiquent que les entreprises du secteur privé britannique ont levé un total de GBP 74Mds auprès des banques et des marchés financiers de mars à septembre, ce qui a entraîné une augmentation de 8,3 % de l'encours de la dette au cours des 12 derniers mois à la fin septembre. Le financement par actions a également été dynamique depuis mars, avec GBP 15,9Mds levés. Ce financement en fonds propres limite les risques de stabilité financière résultant de la crise.

Le Royaume-Uni a officiellement quitté l'UE, mais les termes de sa relation future avec l'Union doivent encore être fixés, et le temps presse pour parvenir à un accord avant l'expiration des accords de transition en décembre.

Jusqu'à présent, les négociations ont abouti à une impasse sur les droits de pêche et les demandes de l'UE concernant des normes communes en matière d'aides d'État, de droits des travailleurs et d'environnement. Le Royaume-Uni est également réticent à l'idée d'inclure un mécanisme horizontal de règlement des différends demandé par l'UE. Un Brexit sans accord reste par conséquent une possibilité très sérieuse.

Notre hypothèse de travail concernant l'accord sur les futures relations entre le Royaume-Uni et l'UE27 est néanmoins qu'un accord sur les marchandises sera trouvé pour permettre le commerce futur sans quotas ni droits de douane à condition que le Royaume-Uni s'aligne sur l'UE27 en matière de réglementation. En ce qui concerne les services financiers, l'UE a entrepris des évaluations d'équivalence du régime britannique, mais a déjà déclaré qu'elle n'évaluerait pas le Royaume-Uni dans certains domaines, notamment la fourniture directe de services bancaires d'investissement transfrontaliers, à court ou moyen terme. Cela risque de réduire les exportations britanniques de services financiers en obligeant le Royaume-Uni à rechercher un régime d'équivalence dans chaque juridiction de l'UE. Pour le clearing, la Commission européenne envisage l'adoption d'une décision d'équivalence temporaire pour le cadre réglementaire des CCP britanniques. Cette décision est néanmoins susceptible d'être révoquée. En ce qui concerne les autres services, nous nous attendons à ce qu'ils soient soumis à diverses restrictions. Par exemple, alors que les transporteurs britanniques devraient pouvoir transporter

librement des marchandises entre le Royaume-Uni et l'UE27, nous ne nous attendons pas à ce qu'ils soient autorisés à opérer librement au sein de l'UE27.

L'impact à court terme d'un éventuel "no deal" Brexit devrait être atténué par le fait que les entreprises ont eu plus de temps pour se préparer à un tel résultat. En outre, le Royaume-Uni a récemment annoncé que les contrôles frontaliers complets sur les marchandises entrant au Royaume-Uni n'entreront pas en vigueur avant juillet 2021. À moyen et long terme, nous considérons que le Brexit réduira de 0,8 point de pourcentage le potentiel de croissance par rapport à celle affichée avant le referendum sur le Brexit, ce qui ramène ce chiffre à 1,0 % selon notre hypothèse de travail.

<b>Royaume-Uni</b>	<b>2019</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>		<b>2022p</b>		<b>2023p</b>	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,3	-11,0	5,0	2,0	3,0	3,5	2,0	2,0
Inflation, %	1,8	0,9	1,3	1,0	1,9	1,6	2,0	1,9
Chômage, %	3,8	4,9	7,8	9,2	6,2	7,6	5,1	6,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,3	-14,6	-10,4	-14,4	-6,2	-7,5	-4,9	-6,3
Dettes publiques, % du PIB	85	106	108	115	109	117	109	118

*Central = Scénario central*

*Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée*

## ETATS-UNIS

---

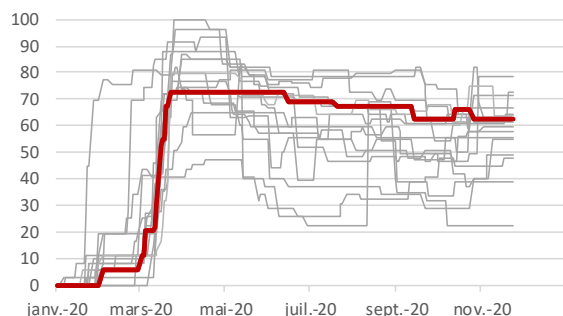
- **L'économie se redresse, soutenue par une forte reprise de la consommation des ménages. Cependant, le marché du travail souffre toujours de la crise sanitaire**
- **Les conditions financières devraient être accommodantes dans les années à venir car l'inflation à long terme reste dans les limites de l'objectif de la Fed**
- **Les principaux risques sont l'aggravation de la crise sanitaire, qui oblige à de larges verrouillages, et la persistance d'une impasse politique qui entraverait la capacité du nouveau gouvernement à mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire**

---

L'économie américaine poursuit son redressement mitigé alors que l'activité reprend dans le contexte d'une crise sanitaire persistante. Le PIB réel a augmenté de 33 % T3-20, portant le niveau de production à 97 % de son niveau d'avant la crise, la plupart des secteurs de l'économie ayant rouvert. La consommation des ménages est le principal moteur de la reprise et devrait rester soutenue au cours des prochains trimestres, en l'absence de toute forte recrudescence de la pandémie. La vigueur des dépenses de consommation est soutenue par l'amélioration des bilans des ménages depuis le début de la crise. L'endettement des ménages était en baisse avant la crise alors que le revenu disponible a fortement augmenté pendant la crise (6 % en glissement annuel en septembre) grâce au paquet fiscal voté au printemps. La forte hausse des prix des actifs a également maintenu la richesse des ménages à un niveau élevé. La consommation de services n'a pas connu la même dynamique, car la persistance de la pandémie pèse davantage sur une grande partie de ce secteur. L'investissement des entreprises a également rebondi au T3-20, même si le rythme de la reprise devrait être plus difficile, car les conditions financières des banques restent strictes et les grandes industries restent touchées par la pandémie.

## Les mesures de distanciation sont moins contraignantes que celles du S2-20

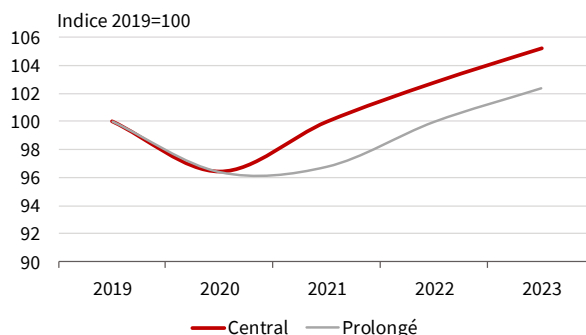
**Etats-Unis - Intensité des restrictions**  
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Source: Université d'Oxford

## Le PIB devrait retrouver son niveau d'avant crise en 2022

**Etats-Unis - PIB en niveau**



Source: SG Études économiques et sectorielles

Le marché du travail se redresse également, mais à un rythme plus modeste et avec des écarts plus importants. Le taux de chômage est tombé à 6,9 % en octobre, après avoir atteint un pic de 14,7 % en avril, les travailleurs en chômage temporaire ayant retrouvé leur emploi. Néanmoins, la pandémie continue de peser lourdement sur l'économie : le taux d'activité reste à 61 %, inférieur aux 63 % d'avant la pandémie, tandis que le niveau d'emploi total est à 90 % de son niveau d'avant la crise et que le chômage de longue durée continue d'augmenter.

Dans notre scénario central, l'économie devrait connaître une croissance de 3,7 % en 2021 et de 2,8 % en 2022, soutenue par la réouverture progressive de l'économie, la bonne tenue de la consommation des ménages et un soutien budgétaire renouvelé en 2021. Cette prévision est basée sur l'hypothèse que la crise sanitaire n'impose pas de nouvelles mesures de verrouillage et sur l'hypothèse que l'administration Biden bénéficiera du soutien du Congrès pour mettre en œuvre une relance budgétaire. Dans notre scénario élargi dans lequel la crise sanitaire dure une année supplémentaire, nous prévoyons que la croissance atteindra 0,4 % en 2021 et 3,2 % en 2022.

L'inflation devrait rester faible. En octobre, l'indice de référence a atteint 1,6 %, toujours en dessous de l'objectif moyen à long terme de 2 % de la Fed, car les prix des services (66 % de l'indice) continuent de baisser alors que les prix des biens non durables se contractent. Compte tenu du fait que la reprise de l'emploi devrait être lente, l'inflation sous-jacente de base devrait rester sous l'objectif de 2 % au cours des prochains trimestres. Dans ce contexte, la Fed maintiendra probablement des conditions financières très accommodantes dans les années à venir, avec des taux directeurs attendus à 0 % jusqu'en 2024. En cas de détérioration des conditions financières, la Fed continuerait probablement à utiliser son bilan, actuellement à 7tn USD (33% du PIB), comme un outil de stabilisation. Récemment, et dans le cadre du paquet fiscal d'avril 2020, le Trésor a demandé à la Fed de restituer USD 454Mds de fonds propres utilisés pour le financement des programmes de prêts au secteur privé

et aux gouvernements locaux. Ces programmes étaient largement inutilisés (d'USD 20Mds sur les USD 2 300Mds disponibles), mais ils ont rassuré les marchés quant à l'accès aux liquidités. Une extension de ces programmes pourrait désormais nécessiter un soutien politique.

Mesures annoncées	Montant Mds USD
<b>Transferts de liquidités du Trésor aux ménages</b> 1200 USD (2400 USD par couple) + 500 USD par enfant	293
<b>Paycheck protection program</b> (Prêts bancaires pouvant s'élever jusqu'à 10 millions et qui peuvent ne pas être remboursés si l'entreprise maintient sa masse salariale constante deux mois après l'origination du prêt)	670
<b>Extension des allocations chômage</b> (la période d'éligibilité aux allocations chômage est étendue de 13 semaines, le gouvernement fédéral abonne 600 USD par semaine jusqu'au 31 juillet)	268
<b>Transferts aux collectivités locales</b>	150
<b>Hausse des dépenses de santé</b>	121
<b>Baisse d'impôts temporaires</b>	161
<b>Autres dépenses</b>	347
<b>Total</b>	2010
% du PIB	11.2%

En ce qui concerne la situation budgétaire, un nouveau plan de relance est peu probable avant janvier compte tenu de l'environnement politique actuel. Dans sa campagne, le président élu Biden s'est prononcé en faveur d'un soutien fiscal continu, basé sur des transferts aux ménages et aux gouvernements locaux, ainsi que d'un programme d'infrastructure de 2 milliards de dollars sur 10 ans, avec un accent sur la transition énergétique. Toutefois, étant donné qu'il sera probablement confronté à un Congrès divisé, la relance budgétaire pourrait être inférieure aux attentes du président

Les principaux risques pour les perspectives demeurent sur les fronts sanitaire et politique. Le nombre de cas de coronavirus a considérablement augmenté en novembre et a obligé certains États à réintroduire des couvre-feux nocturnes ou à fermer certaines entreprises non essentielles. En cas d'aggravation de la situation épidémiologique, la consommation restera étouffée jusqu'à l'arrivée d'un vaccin, même si un verrouillage strict reste peu probable. Le deuxième risque est celui d'un blocage politique. Les élections générales de novembre ont donné lieu à un Congrès divisé, les républicains devant garder le contrôle du Sénat et les démocrates celui de la Chambre des représentants. Le deuxième tour des élections sénatoriales aura lieu en janvier dans l'État de Géorgie. Si les républicains parviennent à conserver un siège, ils conserveront la majorité au Sénat. Par conséquent, le prochain président devra négocier avec le Congrès s'il veut mettre en œuvre une relance budgétaire directe ou permettre à la Fed de mettre en œuvre des programmes de crédit au secteur privé similaires à ceux qui ont été mis en place pendant le pic de la crise du Covid-19. Les



républicains ont déjà annoncé leur retour en faveur du conservatisme fiscal, ce qui pourrait bloquer une augmentation importante des dépenses publiques. D'ici le 18 décembre le Congrès devra passer une résolution afin d'éviter l'arrêt partiel du fonctionnement de l'administration fédérale (*Federal shutdown*).

United States	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
		Base	Base	Ext.	Base	Ext.	Base	Ext.
Real GDP, % YoY	2,3	-3,6	3,7	0,4	2,8	3,3	2,4	2,4
Inflation, %	1,8	1,3	2,0	1,4	2,3	2,6	2,5	2,1
Unemployment, %	3,5	6,1	5,2	10,5	4,7	9,0	4,3	8,0
Fiscal balance, % GDP	-6,7	-18,7	-14,0	-17,0	-10,5	-13,0	-9,0	-10,0
Public debt, % GDP	80	99	105	112	109	116	112	120

Base = Central scenario  
Ext. = Extended health crisis scenario

# JAPON

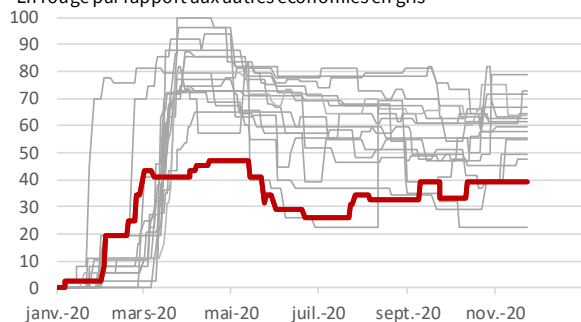
- **Une reprise modérée est attendue en 2021**
- **Le risque de spirale déflationniste n'est pas à ignorer**
- **La relance fiscale considérable entraîne une hausse rapide de la dette publique**

La reprise de croissance se poursuivra, mais à un rythme bien plus modéré qu'au T3-20. Les incertitudes sanitaires pèsent sur la psychologie des agents économiques, le rebond en 2021 serait alors modéré. L'économie retrouvera son niveau d'avant Covid-19 environ trois ans après la crise.

## Faibles restrictions malgré la hausse des cas Perte inéluctable du PIB

### Japon - Intensité des restrictions

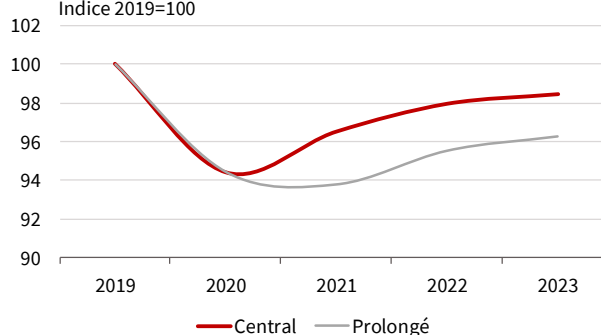
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Source: Université d'Oxford

### Japon - PIB en niveau

Indice 2019=100



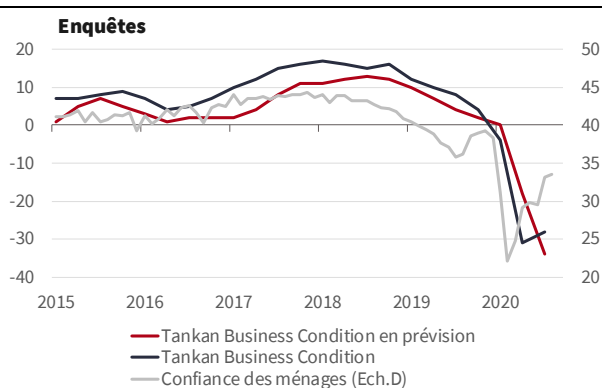
Source : SG Études économiques et sectorielles

Le nombre de cas journaliers du Covid-19 a resurgi et il atteint des niveaux plus élevés qu'en avril et août. Face à cette troisième vague de l'épidémie commencée en novembre, la demande domestique risque de manquer de vigueur pour soutenir la croissance.

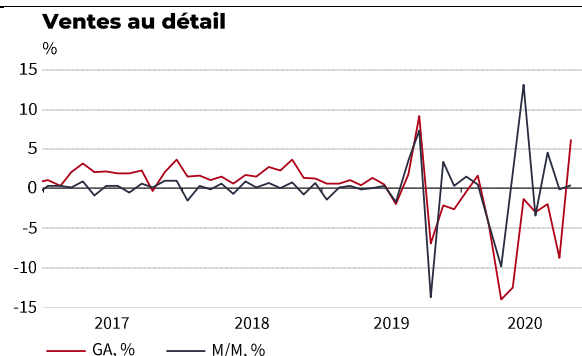
La confiance des ménages a été d'abord lourdement atteinte par l'arrivée du Covid-19 même si le taux de contamination et le taux de mortalité restent faibles. Le rétablissement de la confiance risque d'être compromis par une propagation prolongée de la pandémie.

Du côté des entreprises, les enquêtes Tankan révèlent que le pessimisme est prédominant tels qu'indiqués par des indices largement en-dessous de zéro.

## Faible confiance des agents économiques



## Reprise hésitante des ventes au détail



Source : BoJ, Ministry of Finance, SG Études économiques et sectorielles

Source : Datastream Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Le faible niveau de confiance des agents économiques pourrait constituer le début d'un cercle vicieux qui pèse longtemps sur la dynamique de l'activité. En effet, la société japonaise vieillissante a déjà connu un passé déflationniste. Si la perception des ménages ne s'améliore pas à cause de la crise sanitaire, cela impliquera un retour à la normale très lent de leur niveau de consommation, ce qui impactera l'investissement, et l'objectif de reflation deviendra encore plus difficile à atteindre.

En effet, l'inflation s'enfonce dans la zone négative. En octobre, l'indice excluant les produits frais est à -0,7% alors que la cible de la BoJ est de 2%, et ce, après avoir déjà enregistré une inflation négative deux mois consécutifs. Le risque de spirale déflationniste a alors tendance à augmenter.

### Mesures adoptées

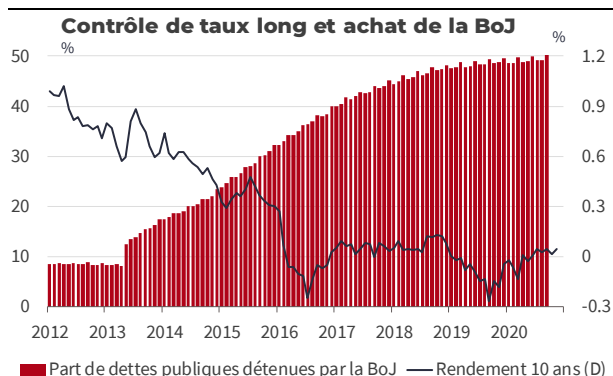
	Taille 1000 Mds JPY
Subvention aux PME, indépendants et travailleurs en chômage partiel	7,1
Distribution de revenu aux ménages (JPY 100 000 par pers)	12,8
Subventions de loyer pour les entreprises	2,0
Dépenses dans le système médical	4,8
Dépenses dans les installations publiques	4,7
Autres dépenses pour amélioration structurelle de l'économie	10,7
Facilités de prêt aux entreprises	11,6
Subvention de dépenses de voyage et d'événement de loisir ( <i>Go-to campaign</i> )	1,6
Réserves de prévention contre futures épidémies	10,0
<b>Total</b>	<b>65,2</b>
% du PIB	11,7%

Devant un tel risque, l'effort de relance fiscale est considérable malgré un ratio de dette publique sur PIB déjà proche de 240%. Le total des trois plans de stimulus atteint 40% du PIB. Et même si l'on considère seulement les dépenses directes du gouvernement dites « *mamizu* », elles comptent 65 200 milliards de yen, soit 11,7% du PIB. Ce qui hisse le Japon parmi les pays qui ont le plus soutenu leurs économies. Ces efforts budgétaires, combinés à un confinement qui n'était pas aussi strict que

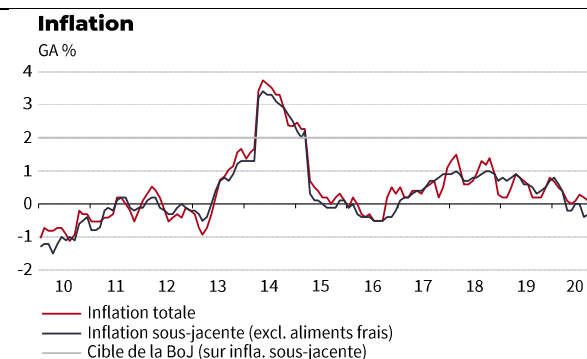
celui des autres pays développés, contribuent à expliquer une contraction prévue de croissance moins aiguë au Japon que pour ces derniers en 2020.

Du côté monétaire, la Banque du Japon (BoJ) a gardé le même ciblage de taux court (-0,1%) et long (0%) en modifiant activement le plafond de son programme d'achat de différents actifs. En conséquence, le bilan de la BoJ passe ainsi de 109% du PIB en avril à 124% du PIB en octobre. Même si le rythme d'achat des titres de l'Etat semble ralentir dernièrement, le bilan de la BoJ dépassera vraisemblablement 125% du PIB en fin d'année.

### Taux long proche de 0% maintenu par la BoJ



### Enfoncement de l'inflation



Source : BoJ, Ministry of Finance, SG Études économiques et sectorielles

Source : BoJ, SG Études économiques et sectorielles

Conséquence de la contraction économique et des efforts budgétaires sans précédents, le déficit se creuse et le ratio de dette publique augmente. Ce dernier va tout droit vers 250% du PIB en 2020. Se pose donc la question de soutenabilité de la dette d'autant plus que la politique de reflation peine à aboutir. Même si le coût du financement de la dette publique est maintenu extrêmement bas avec la très grande majorité (90%) de dette détenue par les investisseurs domestiques dont la BoJ, le décalage répété du calendrier de consolidation fiscale pourrait finir par affecter la perception du risque pour les investisseurs.

Japon	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
	Réalisé	Central	Central Prol.	Central Prol.	Central Prol.
PIB en volume, %	0,7	-5,6	2,2 -0,7	1,5 1,9	0,5 0,8
Inflation, %	0,5	0,1	0,3 -0,5	0,6 0,4	0,5 0,6
Chômage, %	2,3	2,8	2,7 3,2	2,6 3,0	2,6 2,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,3	-13,8	-6,5 -11,0	-3,3 -5,0	-3,0 -3,0
Dette publique, % du PIB	238	251	257 264	259 268	261 269

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

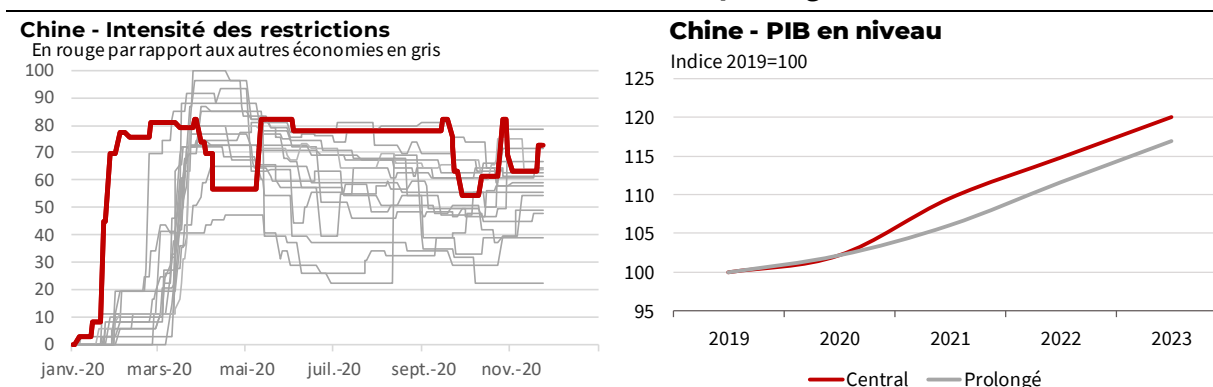
# CHINE

- **La reprise se poursuit et se stabilise, tirée par la demande domestique et externe**
- **Un policy-mix devenu moins accommodant fait partie des mesures visant à limiter les conséquences collatérales des stimulus**
- **En relative accalmie, les défauts de crédit devraient augmenter lorsque les conditions de liquidité se seront resserrées**

Les perspectives économiques restent bien orientées. La croissance, en reprise stable, marquera un fort rebond en 2021, puis reviendra sur sa tendance de long terme dans les années suivantes.

La reprise, quasiment sans répit, devrait se poursuivre en raison d'un effet report du stimulus, du retour de confiance des consommateurs et de la dynamique du secteur des services.

## La vie reste quasiment normale malgré l'indice Davantage de stimulus serait nécessaire si la crise se prolonge

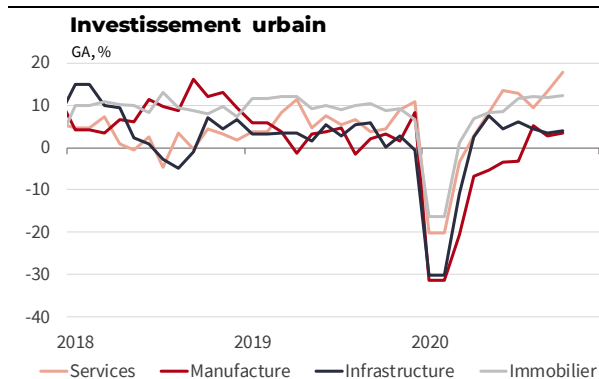


Source: Université d'Oxford

Source: SG Études économiques et sectorielles

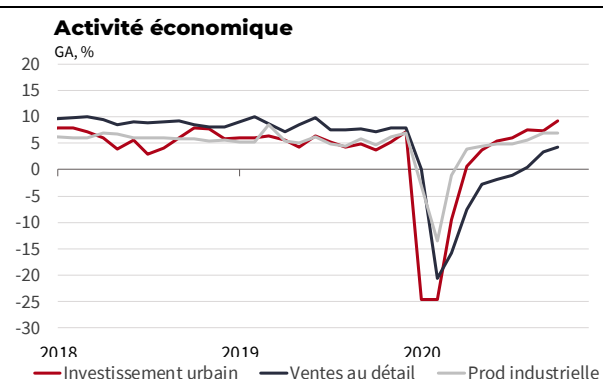
D'abord, une partie du plan stimulus se verra reportée au T4-20 et en 2021. Un pilier de la relance Covid-19 est l'investissement (surtout en infrastructure) financé par les obligations spéciales des gouvernements locaux. Si les émissions des obligations ont été presque réalisées comme prévu (les USD 3750Mds à émettre au plus tard jusqu'en octobre), il s'avère que les dépenses des gouvernements locaux ont pris du retard et le Ministère de la Finance en a demandé une accélération. Le tassement de la croissance de l'investissement urbain en infrastructure depuis le mois d'août corrobore ce retard. Les fonds non dépensés seront donc reportés en fin 2020 et 2021.

## Tassement des dépenses en infrastructure



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

## Rattrapage des ventes au détail



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

Mesures	Taille CNY/mds
Obligations spéciales des gouvernements locaux	3750
Obligations spéciales du gouvernement central	1000
Hausse des dépenses générales du gouvernement et de la sécurité sociale	750
Reduction des charges de sécurité sociale et des impôts	2500
<b>Total</b>	<b>8000</b>
% PIB	8%

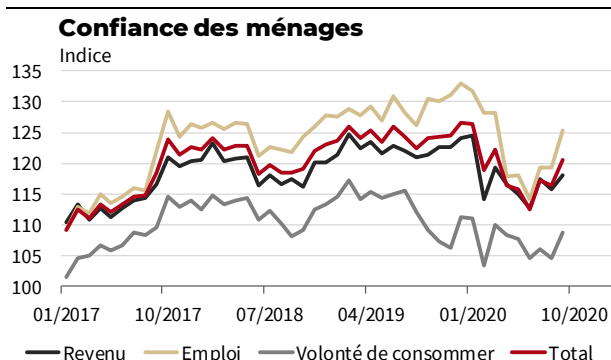
\* estimé par SG Recherche économique et sectorielle, net de stabilisateurs automatiques

Ensuite, le retour de confiance des consommateurs, plus tardif, marquera sa pleine contribution à la croissance en 2021. La consommation des ménages a en effet tardé à se rétablir, en comparaison à l'investissement qui dès le mois de juin, a retrouvé une vigueur de croissance pré-crise. Alors que la confiance des consommateurs reprend de façon quasiment ininterrompue, les derniers indicateurs de ventes au détail enregistrent également une amélioration constante dans un contexte de maîtrise de propagation du Covid-19. Compte tenu de la rigueur de la méthode de gestion de la crise, le risque que le virus se propage de façon à nécessiter un nouveau confinement ou à restreindre massivement les déplacements des individus paraît avoir baissé. Ainsi, il est raisonnable de compter sur une forte reprise de la consommation en 2021 par rapport à 2020, même en cas d'absence de rétablissement complet de la confiance.

Enfin, la dynamique du secteur de services atteste une vigueur de reprise qui n'est plus seulement due au stimulus. L'investissement urbain en services a accéléré et devient le principal moteur de croissance de l'investissement, devant l'immobilier et l'infrastructure. Les PMI services vont dans le même sens, bien au-dessus de la barre de 50 aujourd'hui, ils sont revenus en zone d'expansion dès mars pour celui de NBS

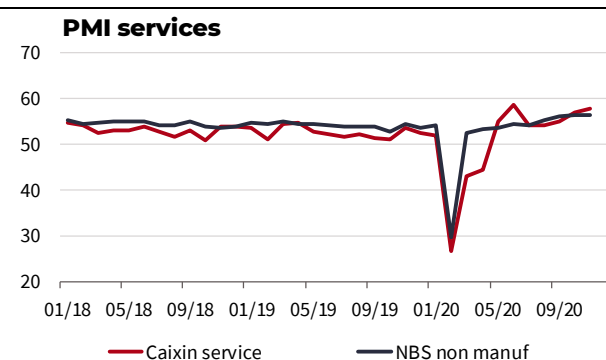
et mai pour celui de Caixin (dont l'échantillon d'enquête a une plus grande présence de PME). Cette montée des services améliore la qualité de la reprise qui au départ portait des signes aggravant de déséquilibre structurel. En effet, les mesures de soutien par l'investissement en infrastructure ont souvent eu comme impact d'hypertrophier l'activité de construction dans l'économie et rendent les dettes difficilement soutenables. De plus, la dynamique des services rend la croissance moins dépendante du stimulus.

### La confiance des consommateurs se rétablit



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

### PMI services en expansion



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

En ce qui concerne la politique économique, devenu déjà moins accommodante, dans un contexte de reprise stable, elle devrait continuer de se focaliser sur le contrôle des risques, i.e. la soutenabilité de la croissance. Ainsi, si la politique monétaire est attendue stable en 2021, de moindres efforts budgétaires seront certainement au rendez-vous. Mais cela n'aura un impact que limité sur la croissance de 2021. Car d'une part, le report des dépenses de 2020 en 2021 permettrait de combler partiellement cette baisse et d'autre part, comme discuté plus haut, la reprise actuelle comporte un caractère plus autonome du stimulus.

Néanmoins, le stimulus aura tout de même fait augmenter le ratio de dettes, aussi bien dans le secteur privé que public. D'où la réapparition du risque de crédit qui a déjà tendance à réémerger. En revanche, par rapport aux cycles de stimulus précédents, celui-ci intervient après une campagne de désendettement et la répression du *shadow banking* à partir de 2017. Le risque de crédit devrait ainsi rester dans les segments visibles et régulés du système financier, ce qui permettra une meilleure appréciation.

Chine	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
	Réalisé	Central	Central Prol.	Central Prol.	Central Prol.
PIB en volume, %	6,1	2,2	7,2 3,8	4,8 5,2	4,6 4,8
Inflation, %	2,9	2,6	1,6 1,3	2,2 2,3	2,3 2,3
Solde courant, % du PIB	1,0	2,4	2,1 1,9	2,1 1,9	1,9 1,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-3,6	-2,8 -3,0	-2,8 -2,9	-2,8 -2,8
Dettes publiques, % du PIB	38	46	45 47	45 47	45 46

Central = Scénario central

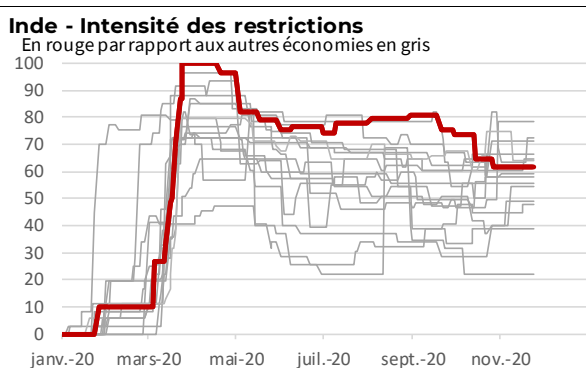
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

- **Plusieurs entraves se trouvent sur le chemin de la reprise**
- **La relance fiscale est limitée par un taux d'endettement public élevé et la marge de manœuvre monétaire est contrainte par l'inflation**
- **La vulnérabilité du système financier s'accroît avec le choc de croissance lié au Covid-19**

La reprise économique est amorcée, mais elle risque de perdre son élan en raison de plusieurs obstacles. Une reprise seulement graduelle est attendue au cours des prochains trimestres. Le risque que la croissance entre dans un régime de croissance bien plus faible que celui de la dernière décennie tend à augmenter.

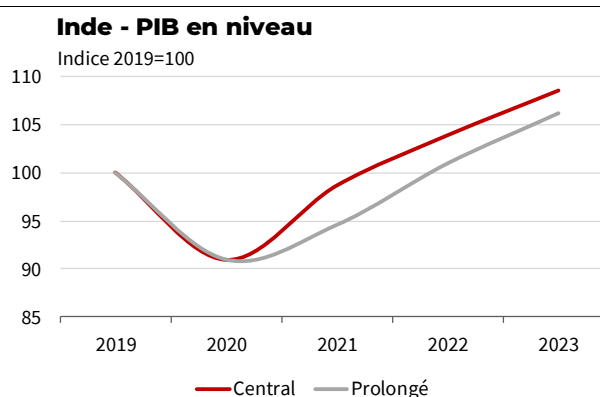
L'amélioration des indicateurs montre que le rétablissement de l'économie est en cours. Les ventes de produits de pétrole raffiné (essentiellement du diesel et de l'essence) en volume ont déjà dépassé leur niveau d'il y a un an (malgré la chute de -4% en valeur due à la baisse du prix du pétrole). Cependant, plusieurs entraves se trouvent sur le chemin de la reprise. A commencer d'abord par la pandémie elle-même.

## Moins de cas journaliers, gare à la 2<sup>ème</sup> vague



Source: Université d'Oxford

## Entrée dans un régime de croissance faible



Source : SG Études économiques et sectorielles

Même si la courbe des cas journaliers a baissé entre septembre et fin octobre, l'épidémie semble repartir à la hausse à mi-novembre – date qui coïncide la fête de Divali. Dans certains Etats comme Delhi, Madhya Pradesh, et même Gujarat qui est industriellement important, l'impression d'une seconde vague de l'épidémie est bien visible. D'ailleurs, les difficultés notamment d'ordre logistique de déploiement du vaccin incitent à ne pas compter dessus pour une sortie rapide de crise. Ces incertitudes inhérentes à l'épidémie incitent à la prudence pour l'appréciation des perspectives économiques.

Le deuxième obstacle à la reprise est la capacité réduite de relance, tant du côté fiscal que monétaire. Du côté fiscal, le plan de relance est marqué par la contrainte budgétaire, le ratio de dettes publiques sur PIB devrait atteindre 80%. D'abord,

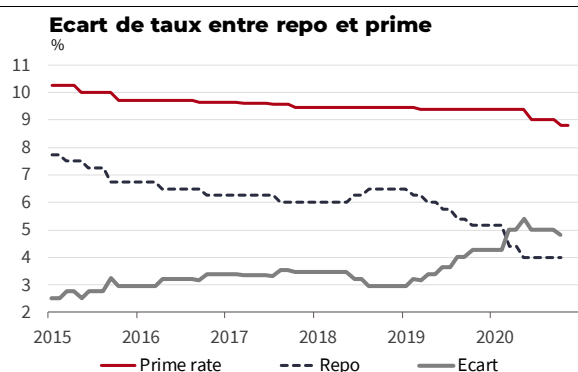


certaines mesures ne sont que des mesures existantes reprises dans le plan ; ensuite, une grande majorité de mesures concerne des facilités de crédit, des garanties ou des extensions de délais de paiement, elles n'impliquent pas de dépenses fiscales supplémentaires ; enfin, les « vraies » mesures impliquant une réduction de recettes d'Etat ou une hausse de dépenses ne devraient représenter que 1,2% du PIB alors que le plan tel qu'il est annoncé monte jusqu'à 11% du PIB. Le soutien fiscal ne paraît donc pas suffisant face à l'ampleur de l'effondrement économique, ni pour aider à la reprise de l'appareil économique.

Mesures adoptées	Taille* Mds INR
Stimulus annoncé en mars basé sur <i>Pradhan Mantri Garib Kalyan Package</i> (un programme visant à soutenir les ménages à faible revenu, par ex. versement de liquide ou en nature)	910
Paiement de contribution à l'EPF ( <i>Employment Provident Fund</i> ) par le gouvernement pendant 6 mois. Baisse du taux de contribution obligatoire.	93
Réduction de 25% des taux d'imposition sur TDS ( <i>Tax Deducted at Source</i> ) & TCS ( <i>Tax Collection at Sources</i> )	500
Distribution des aliments aux travailleurs migrants (80 mn concernés)	35
Proposition dans le cadre du CAMPA ( <i>Compensatory Afforestation Fund Management and Planning Authority</i> ) pour créer des postes de travail aux tribus	60
Investissement en agriculture	150
Investissement dans 8 secteurs critiques (charbon, minerais, défense, espace aérien, infrastructure sociale, distribution d'électricité, aéronautique et énergie nucléaire)	481
<b>Total</b>	2229
% du PIB	1,2%

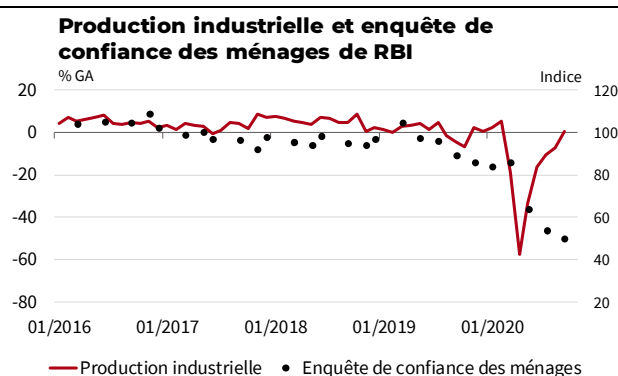
Du côté monétaire, le peu de marge de manœuvre à la baisse du taux directeur (qui est à 4%) est contraint par une inflation élevée. Elle est restée au-dessus de la bande ciblée (2%-6%) tout au long de l'année 2020 sauf en mars. De plus, la transmission de la politique monétaire n'est que très partielle. Même si la RBI baissera vraisemblablement le taux directeur une fois atténué le risque inflationniste dû notamment à la rupture de la chaîne de distribution, cet assouplissement est bridé par la réticence des banques à baisser leur *prime rate*, ce qui s'est vérifié lors des épisodes de baisse de taux passés.

## Transmission monétaire quasi-absente



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

## Normalisation lente de l'activité



Source : RBI, Central Statistics Office, SG Études économiques et sectorielles

Le troisième facteur faisant obstacle à la reprise est la vulnérabilité du système financier. Le pays a déjà connu une série de défaillances des institutions financières, en commençant par celles des institutions non bancaires en 2018, qui s'est élargie par la suite avec la reprise de *Yes Bank*, la quatrième banque privée du pays, par la banque centrale en mars 2020. Les banques publiques ont un taux de prêts non performants plus élevé (plus de 10%) que les banques privées, mais elles doivent soutenir les institutions fragilisées ou défaillantes. Rappelons également que les banques indiennes sont parmi les moins rentables des pays émergents (ROA à -0,1% et ROE à -1,85% en 2019 selon la RBI).

Avec le moratoire de remboursement de prêts en vigueur entre mars et août, la détérioration de la qualité de crédit ne s'est pas encore matérialisée. Les micros, petites et moyennes entreprises ont été le plus impactées par la crise sanitaire, elles pourraient se retrouver en situation de stress si la reprise économique n'est pas suffisamment au rendez-vous. La vulnérabilité du système financier serait aggravée, et sa capacité à soutenir la croissance encore plus réduite.

Inde	2019	2020p	2021p	2022p	2023p			
	Réalisé	Central	Central Prol.	Central Prol.	Central Prol.			
PIB en volume, %	4,2	-9,1	8,5	4,0	5,3	6,8	4,5	5,2
Inflation, %	4,5	7,0	5,0	6,0	5,0	5,5	5,0	5,0
Solde courant, % du PIB	-1,1	0,6	-1,0	0,0	-1,5	-1,0	-1,5	-1,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-10,0	-7,3	-8,5	-7,0	-7,3	-7,0	-7,0
Dettes publiques, % du PIB	69	81	78	82	78	80	78	80

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

- **L'activité a rapidement repris, soutenue par d'importants transferts budgétaires et une demande extérieure soutenue**
- **La BCB est prête à maintenir des conditions financières souples dans un contexte de pressions inflationnistes modestes**
- **Le principal risque est un ajustement budgétaire désordonné car les paramètres de la dette se sont nettement détériorés**

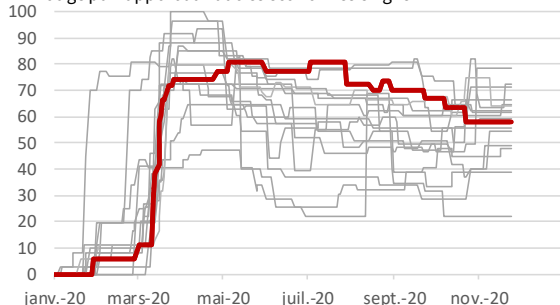
L'économie rebondit fermement après le choc du printemps grâce à un soutien budgétaire important et à une demande extérieure résistante. Le PIB réel a augmenté de 7.7 % T/T au T3-20 (en -3.9% glissement annuel) et se situe actuellement à 95% de son niveau de 2019. Ce rebond est principalement dû à la consommation privée (7.6% T/T, 94% de son niveau de 2019), les ménages ayant bénéficié des importants transferts fiscaux votés au printemps et de l'assouplissement des conditions financières. En effet, les ventes au détail d'octobre ont atteint leur plus haut niveau depuis 2015. Le secteur extérieur a également continué à soutenir la croissance, les exportations ayant augmenté de 4% au troisième trimestre de l'année. Le Brésil continuera à bénéficier de la forte demande de produits primaires en provenance d'Asie et d'un taux de change compétitif. L'investissement a également rebondi au troisième trimestre de l'année pour atteindre 95 % du niveau de 2019. Dans l'ensemble, les dépenses d'investissement ne devraient augmenter que modestement, car certains secteurs fonctionnent avec des niveaux de surcapacité élevés, les conditions financières des banques publiques restent serrées, et les incertitudes politiques devraient perdurer.

L'économie devrait croître de 3.5 % en 2021 et de 2.3 % en 2022. La consommation privée devrait progressivement converger tout au long de 2021 vers son niveau d'avant la crise, à mesure que les transferts fiscaux s'estompent, tandis que la demande extérieure continuera probablement à soutenir la croissance. En cas de crise sanitaire prolongée, il est probable que le gouvernement n'adoptera pas de mesures de confinement. Bien qu'il soit l'un des pays les plus touchés par la crise Covid-19, le gouvernement fédéral n'a pas mis en œuvre de mesures majeures de distanciation sociale et a annoncé que sa principale politique de santé est d'attendre le vaccin. À cet égard, l'aggravation de la crise sanitaire devrait avoir des répercussions sur l'économie brésilienne par les canaux extérieurs et financiers : d'importantes mesures de confinement en Europe et aux États-Unis pèseraient probablement sur les exportations du pays, tandis que le durcissement des conditions financières internationales pèserait également sur les perspectives d'investissement. Dans le cas d'une crise sanitaire prolongée, la croissance du PIB n'atteindrait que 1 % en 2021 et 3.2 % en 2022.

## Les mesures de distancement social ont été levées pendant l'été

### Brésil - Intensité des restrictions

En rouge par rapport aux autres économies en gris

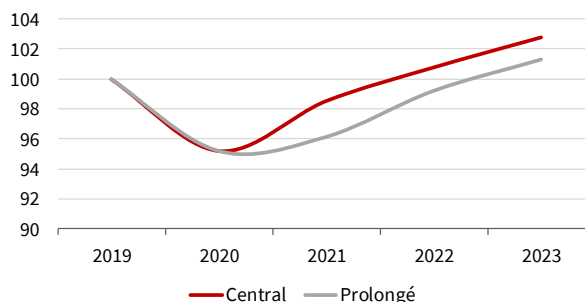


Source: Université d'Oxford

## L'activité devrait retrouver son niveau d'avant crise en 2021

### Brésil - PIB en niveau

Indice 2019=100



Source: SG Études économiques et sectorielles

Les perspectives d'inflation se sont légèrement détériorées au cours des trois derniers mois, mais l'inflation devrait rester autour de l'objectif de 4 % de la BCB. L'inflation s'est accélérée, passant de 2,3 % en juillet à 3,9 % en octobre, car les prix des denrées alimentaires ont augmenté de 14 % en glissement annuel. Néanmoins, les composantes moins volatiles du panier de consommation et des services continuent de faire preuve de stabilité. Les pressions de la demande devraient rester modérées dans les mois à venir (le taux de chômage est très élevé alors que la croissance des salaires réels a stagné au cours des cinq dernières années) et la répercussion du taux de change sur les prix est maintenant faible, ce qui soutient le contexte de faible inflation. La BCB a maintenu le taux SELIC à 2 % en août, son niveau le plus bas depuis la mise en place du régime de ciblage de l'inflation en 1999, et devrait le maintenir à ce niveau au cours des prochains trimestres. Le Congrès a approuvé un programme d'achat d'actifs, mais la BCB n'a pas encore procédé à des achats significatifs de titres d'État de la BRL et a déclaré qu'elle n'interviendrait que lorsque les outils traditionnels seront épuisés.

Le principal risque pour les perspectives est un ajustement budgétaire désordonné. Compte tenu de la profondeur de la récession et de l'ampleur des mesures de relance budgétaire mises en œuvre, la dette publique devrait passer de 77 % du PIB en 2019 à 102 % du PIB d'ici la fin de 2020. Les taux d'intérêt sur la dette publique en BRL sont restés contenus et la dépréciation de la monnaie a eu peu d'effet sur la dette publique, car la plupart des emprunts sont émis en monnaie locale. En outre, les mesures qui ont été prises devraient expirer au début de 2021 et la "règle d'or budgétaire" (la croissance des dépenses primaires ne peut être supérieure à l'inflation de l'année précédente) devrait être à nouveau contraignante en 2021. Toutefois, les autorités ont émis des titres de créance à plus court terme pour financer la relance budgétaire, ce qui a diminué la maturité de la dette. Un retour de l'inflation pourrait déclencher une hausse des taux en monnaie locale, ce qui resserrerait les conditions de crédit et obligerait le gouvernement à adopter un ajustement budgétaire plus important. En outre, la politique budgétaire expansionniste a permis au gouvernement d'augmenter son niveau de popularité en

2020 malgré la récession et la crise sanitaire. Par conséquent, il existe un risque que le président Bolsonaro ne respecte pas la règle budgétaire en 2021 à l'approche des élections générales de 2022, ce qui impliquerait une détérioration plus marquée des comptes budgétaires. Enfin, la persistance du climat de crise politique qui a provoqué le départ de membres "pro-marché" du cabinet fédéral pourrait également entraîner une plus grande incertitude sur les marchés financiers.

Mesures annoncées	Montant
	Mds BRL
<b>Hausse des dépenses de santé</b>	2
<b>Transferts vers les chômeurs ou travailleurs du secteur informel de 600 BRL par moi jusqu'à Juillet</b>	45
<b>13ème salaire pour les retraités</b>	46
<b>Complément de salaires</b>	12.8
<b>Retrait du fond d'épargne (FGTS)</b>	41.5
<b>Hausse des allocations vers la Bolsa Familia</b>	2
<b>Hausse des bénéfiques pour le chômage</b>	10
<b>Autres bénéfiques</b>	5
<b>Baisse d'impôts aux entreprises</b>	36
<b>Transferts envers les Etats</b>	80
<b>Garanties de crédit</b>	319
<b>Total</b>	599.3
% du PIB	8.3%

Brésil	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	
PIB en volume, %	1,1	-4,8	3,5	1,0	2,3	3,2	2,0	2,1	
Inflation, %	3,6	2,8	3,3	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	
Solde courant, % du PIB	-2,6	-1,0	-1,8	-0,8	-2,3	-1,5	-2,3	-2,3	
Solde budgétaire, % du PIB	-6,0	-16,0	-8,6	-10,0	-7,2	-8,0	-6,0	-6,0	
Dette publique, % du PIB	77	102	107	112	108	116	110	118	

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

# RUSSIE

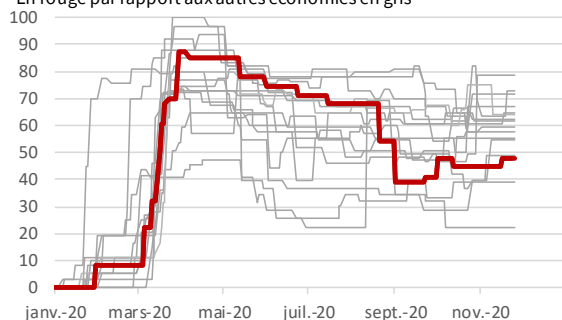
- **Le nouveau tassement de l'activité au T4-20 suite à l'aggravation de la crise Covid va s'ajouter aux faiblesses structurelles qui vont peser sur la capacité de rebond de l'économie**
- **Les pressions inflationnistes devraient persister en 2021 limitant ainsi la capacité de la Banque Centrale à mener une politique monétaire expansionniste**
- **Le soutien budgétaire reste limité par la volonté des autorités d'éviter toute dérive de la dette publique dont le ratio à près de 20% du PIB est l'un des plus bas au monde**

Après une contraction de 4% en GA en 2020, le PIB devrait rebondir légèrement en 2021 pour afficher une croissance de l'ordre de 2% en GA. Il est intéressant de noter que le choc de 2020 qui est de nature historique pour la plupart des grandes économies, n'est qu'un de plus dans l'histoire heurtée de la croissance russe. En effet, l'économie a déjà connu des contractions de l'ordre de plus de 5% en GA lors des crises Lehman en 2009 ou la crise de la dette de 1998. Ce qui change en revanche est la capacité de rebond de plus en plus limitée. En 1999, le PIB a crû de 6.4% et en 2010 le rebond a été de 4.5%. Notre scénario pour 2021 laisse donc à désirer par rapport à ces épisodes passés. Les faiblesses structurelles associées à la résurgence du virus depuis septembre ont pesé sur la capacité de rebond à court terme pointant vers un quatrième trimestre 2020 déjà en ralentissement.

## Les mesures de confinement se sont considérablement assouplies

### Russie - Intensité des restrictions

En rouge par rapport aux autres économies en gris

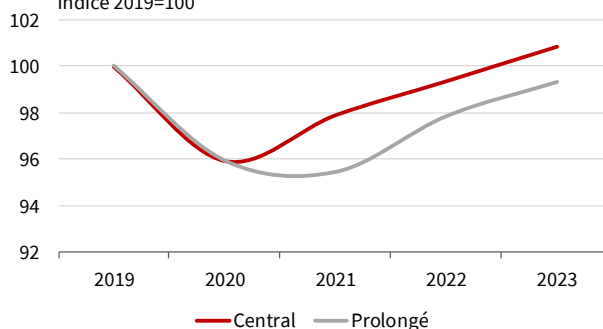


Source : Université d'Oxford

## La croissance a été moins atteinte que dans les autres grandes économies émergentes

### Russie - PIB en niveau

Indice 2019=100



Source : SG Études économiques et sectorielles

Les raisons de la faible vigueur de l'économie russe sont assez connues. Une économie encore dépendante de la rente pétrolière et une dynamique d'investissement qui a été entravée ces dernières années notamment par la faiblesse relative des cours du brut (en comparaison à la période pre-2014) et une politique de désendettement externe des entreprises russes en partie en réponse aux sanctions

américaines sur les financements en dollars. L'endettement externe représente un tiers de la dette totale des entreprises qui atteint 80% du PIB en 2020. Ce niveau de dette est d'autant plus un frein à la croissance que depuis cinq ans l'économie subit un régime de taux d'intérêt réels élevés. Ceci est dû à l'évolution de la politique monétaire qui s'est focalisée sur le contrôle de l'inflation dans un contexte d'une flexibilisation du régime de taux de change du rouble. Cette transition s'est faite avec succès et cela explique la moindre sensibilité du rouble aux mouvements des prix du pétrole. En revanche, cela se fait au prix d'un coût de financement de l'économie structurellement plus élevé.

L'inflation, bien que sous contrôle a accéléré ces derniers mois se situant exactement sur la cible de la Banque Centrale de Russie (BCR) de 4% en GA en octobre. Cette accélération peut s'expliquer par les effets de base d'une faible inflation en seconde partie de 2019 et des pressions sur l'inflation des produits alimentaires qui ont pâti des contraintes d'offre liées à la gestion de la pandémie ainsi que des pressions de demande venant notamment de Chine. Ces pressions pourraient perdurer dans les trimestres à venir compte tenu du redressement relatif attendu de la consommation. En effet, les salaires réels sont malgré tout en hausse et le crédit aux ménages continue de croître ce qui plaide pour une demande plus dynamique dans les mois qui viennent.

Dans ce contexte, les marges de manœuvre de la BCR se réduisent. L'institution a réduit son taux directeur de 175 points de base depuis avril à 4.25%. En l'absence de signes de tassement de l'inflation il est probable que le prochain comité de politique monétaire (18 décembre) décide de reconduire le niveau de taux actuel.

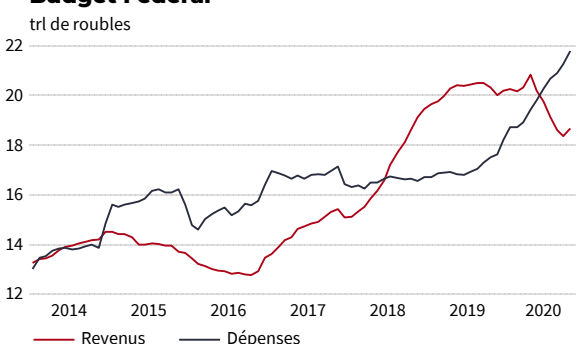
Les taux d'intérêt à long terme, tels que mesurés par le coût de financement du gouvernement à 10 ans restent relativement élevés en raison d'une politique de financement du déficit budgétaire quasi-exclusivement focalisée sur l'emprunt notamment sur le marché local. Ceci s'est traduit par un resserrement des conditions de liquidité des banques qui ont fortement été sollicitées par cette politique d'émission. Cette dynamique devrait se maintenir en 2021 dans la mesure où le gouvernement ne souhaite pas recourir à son fond souverain dont les actifs s'élèvent à près de USD 170Mds.

La taille du plan de sauvetage budgétaire reste assez faible (environ 5% du PIB étalée sur deux ans). La moitié du plan concerne les dépenses consacrées aux projets nationaux (infrastructures, promotion de la substitution des importations) qui auraient de toute façon été mis en œuvre. Le reste est axé sur le soutien social et aux PME (baisse de la taxe sur les salaires pour les PME) et la recapitalisation de la banque d'État VEB.

Sur le plan international, il faudra observer l'évolution des relations entre la nouvelle administration américaine et la Russie. Les déclarations de Joe Biden laissent entrevoir des rapports un peu plus compliqués dans le futur. Dans ce contexte, des risques de nouvelles sanctions ne peuvent être exclus.

**Mesures adoptées**
**RUB/bn**

Dépenses directement liées à la crise de la Covid : soutien aux ménages	750
Dépenses directement liées à la crise de la Covid : soutien aux PME	850
Dépenses en faveur de "projets nationaux" : infrastructures	1 370
Dépenses en faveur de "projets nationaux" : promotion de la stratégie de substitution aux importations	1 050
Recapitalisation de la banque publique VEB	209
Autres mesures	771
<b>Total</b>	<b>5 000</b>
<b>% du PIB (2019)</b>	<b>4.5%</b>

**Les dépenses budgétaires réaugmentent depuis la fin 2019... ...alors que les taux d'intérêt réels restent élevés et pèsent sur la capacité d'investir.**
**Budget Fédéral**

**Taux d'intérêt et inflation**


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

<b>Russie</b>	<b>2019</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>	<b>2022p</b>	<b>2023p</b>
	Réalisé	Central	Central Prol.	Central Prol.	Central Prol.
PIB en volume, %	1,3	-4,0	2,0 -0,5	1,5 2,5	1,5 1,5
Inflation, %	4,5	3,5	4,5 6,0	4,0 4,0	4,0 4,0
Solde courant, % du PIB	3,8	2,0	2,0 1,5	2,5 2,0	2,5 2,0
Solde budgétaire, % du PIB	1,9	-4,5	-2,5 -3,5	-2,0 -3,0	-1,5 -2,5
Dettes publiques, % du PIB	14	19	19 22	19 23	18 23

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée



## AFRIQUE

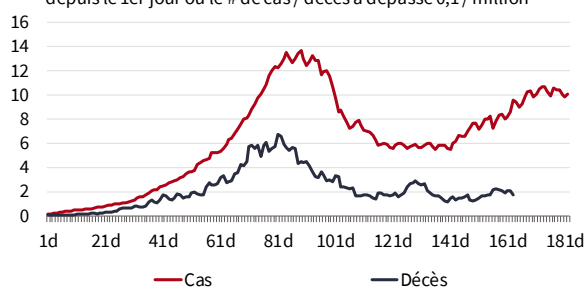
- **L'Afrique est touchée par une 2<sup>ème</sup> vague de la Covid-19, pour l'instant très limitée géographiquement et « quantitativement »**
- **Le rebond de l'activité attendu pour 2021 resterait insuffisant pour compenser la récession de 2020**
- **La région affiche d'importants besoins de financement en devises. Si ceux-ci n'étaient pas couverts, de nouveaux ralentissements de l'activité ou restructurations de dettes ne pourraient être exclus**

Depuis début octobre, l'Afrique est confrontée à une 2<sup>ème</sup> vague de la Covid-19, comme l'illustre une hausse régulière du nombre de contaminations détectées. Néanmoins, cette vague demeure pour l'instant limitée, tant géographiquement (aux pays du Maghreb en particulier ; à l'Afrique du Sud, au Kenya, à l'Éthiopie et à l'Angola dans une moindre mesure) que « quantitativement », avec un nombre de nouveaux décès globalement en baisse au niveau de la région depuis un pic atteint début août. Au total, le nombre de cas et de décès (rapporté à la population) reste peu élevé par rapport à d'autres régions, et les craintes initiales de sous-estimation massive de la pandémie s'éloignent car aucun pays d'Afrique ne semble avoir enregistré de surmortalité inexpliquée depuis mars. Cette 2<sup>ème</sup> vague a poussé certains pays (Tunisie et Algérie notamment) à réintroduire des mesures restrictives (couvre-feux, confinements localisés, fermetures des lieux publics, etc.), qui pourraient se multiplier sur le continent.

### La 2<sup>ème</sup> vague (limitée) enregistrée depuis début octobre pourrait freiner le rebond initié cet été

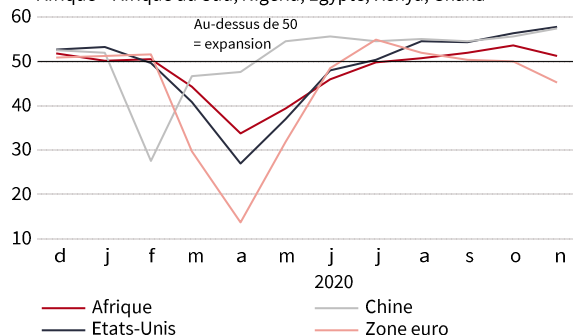
#### Epicourbes Covid-19

moyenne sur 7 jours des nouveaux cas / décès (par million)  
depuis le 1er jour où le # de cas / décès a dépassé 0,1 / million



#### Indices des directeurs d'achat (composite)

Afrique = Afrique du Sud, Nigeria, Egypte, Kenya, Ghana

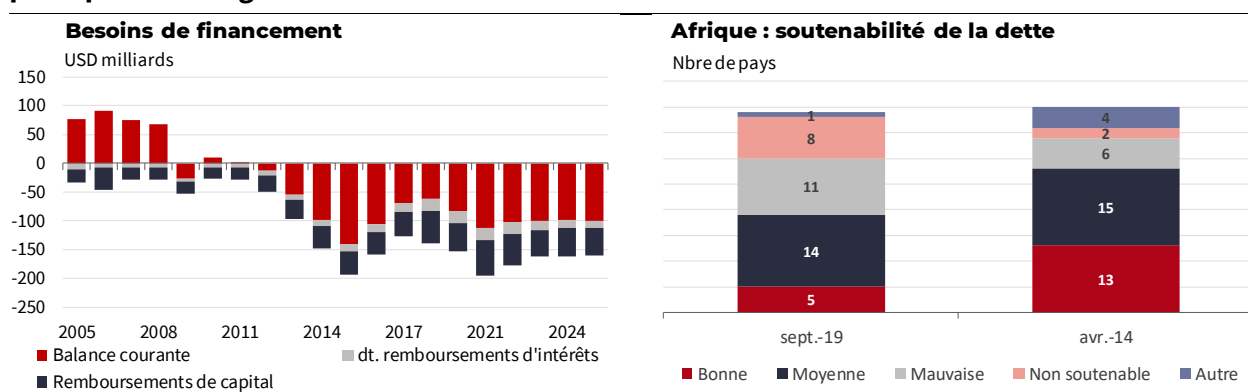


Source : SG Études économiques et sectorielles, OMS, Refinitiv Datastream

Cette 2<sup>ème</sup> vague (si elle venait à s'étendre en Afrique, à perdurer en Europe et aux Amériques, ou à apparaître en Asie) pourrait freiner le léger rebond économique enregistré cet été, comme l'illustrent des indices des directeurs d'achat (composite) revenus en territoire d'expansion depuis juillet / août dans la plupart des pays. Ceci représente un risque baissier sur une croissance 2020 désormais prévue à -3,4 % (soit la 1<sup>ère</sup> récession de l'histoire du continent), alors que l'hétérogénéité attendue des performances économiques au sein de la région a été confirmée par les chiffres du

T2 et T3-20. Schématiquement : les économies diversifiées peu ou pas dépendantes du tourisme ont enregistré des récessions limitées (comprises entre 0 % et -5 % en g.a.au T2) ; les économies pétrolières des récessions plus profondes (comprises entre -5 % et -10 % au T2), et les économies dépendantes du tourisme et/ou les plus connectées à l'économie mondiale enregistrant des récessions historiques (de -15 % à 20 % au T2). Dans notre scénario central, la croissance régionale rebondirait à 4 % en 2021, ce qui, étant donné les effets de base théoriquement très positifs, constituerait une performance décevante et insuffisante : fin 2021, le PIB régional retrouverait à peine (dans le meilleur des cas) son niveau de fin 2019, alors même que la population africaine aura dans le même temps augmenté de près de 5 %.

## Des besoins de financements importants, qui posent la question de la soutenabilité des dettes publiques de la région



Source : SG Études économiques et sectorielles, FMI, Banque Mondiale, Refinitiv

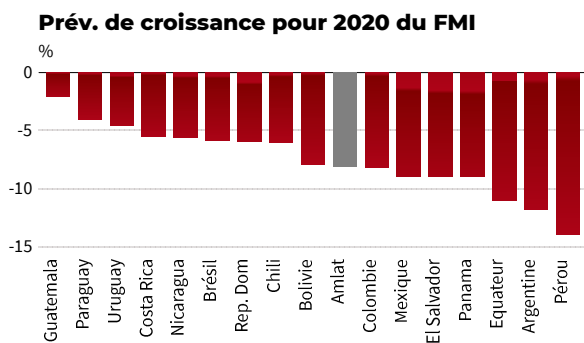
A plus long terme, et selon les dernières estimations du FMI, l'Afrique continue pour l'instant d'afficher des besoins de financement en devises importants, aux alentours de USD 150Mds à 200Mds par an à partir de 2021. Par le passé, ces besoins étaient principalement couverts par un mix d'Investissements Directs Étrangers, d'investissements de portefeuille (venant souscrire aux multiples d'eurobonds émis par les souverains régionaux depuis 2012), et de remises migratoires (1<sup>ère</sup> source de financement de la région). Or ces 3 sources principales se sont tariées en 2020 : i) les flux d'IDE vers l'Afrique ont diminué de 28 % GA. au S1-20 ; ii) les marchés de capitaux internationaux demeurent pour l'instant fermés pour la plupart des signatures Africaines (seuls le Maroc, l'Égypte et la Côte d'Ivoire ont émis depuis avril, alors même que l'appétit des investisseurs pour le reste des émergents est à des plus hauts historiques), et iii) la Banque Mondiale prévoit une baisse de près de 10 % des remises migratoires pour 2020. Si ces sources venaient à rester – au moins partiellement – fermées, l'Afrique n'aurait d'autre choix que de réduire ses besoins de financement. Pour ce, il faudrait i) soit réduire le déficit courant structurel de la région, principalement via une forte contraction des importations et donc, *in fine*, de l'activité, ii) soit diminuer le service de la dette en devise (intérêts et amortissement). Dans ce dernier cas, de nouvelles restructurations de dettes (i.e. défaut récent de la Zambie) ne pourraient être exclues, alors même que la soutenabilité des dettes publiques s'est significativement dégradée au cours des dernières années.

# AMÉRIQUE LATINE

- **La croissance régionale devrait enregistrer sa plus mauvaise performance depuis les années 1930**
- **Plusieurs banques centrales ont réduit les taux d'intérêt et lancé de modestes programmes d'assouplissement quantitatif. Les réponses budgétaires ont été modérées dans les grandes économies**
- **Le risque reste élevé car la pandémie se poursuit et la région est entrée dans cette crise après une période de faible croissance**

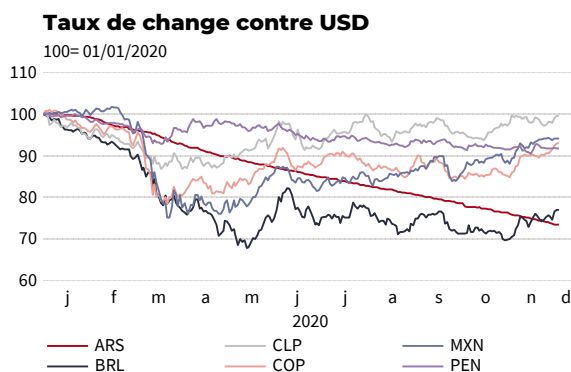
La région a été gravement touchée par la crise du Covid-19. La récession économique sera probablement la plus importante parmi celle des marchés émergents. Le nombre d'infections Covid-19 et de victimes a commencé à diminuer, bien que les niveaux restent élevés. La région devrait connaître la plus grave récession depuis 1930, car, outre l'impact économique des mesures d'éloignement social, on a constaté une baisse des prix des produits de base et une perte de revenus provenant des flux touristiques et des transferts de fonds des migrants. Les tensions financières se sont atténuées depuis le pic de la crise, les monnaies de plusieurs pays s'étant stabilisées et plusieurs économies ayant recommencé à emprunter sur les marchés internationaux de la dette. Dans l'ensemble, cette crise devrait prolonger la récente période de faible croissance, augmentant ainsi la probabilité de tensions sociales dans les années à venir.

## Amérique latine : forte récession régionale



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

## Les conditions financières se sont stabilisées

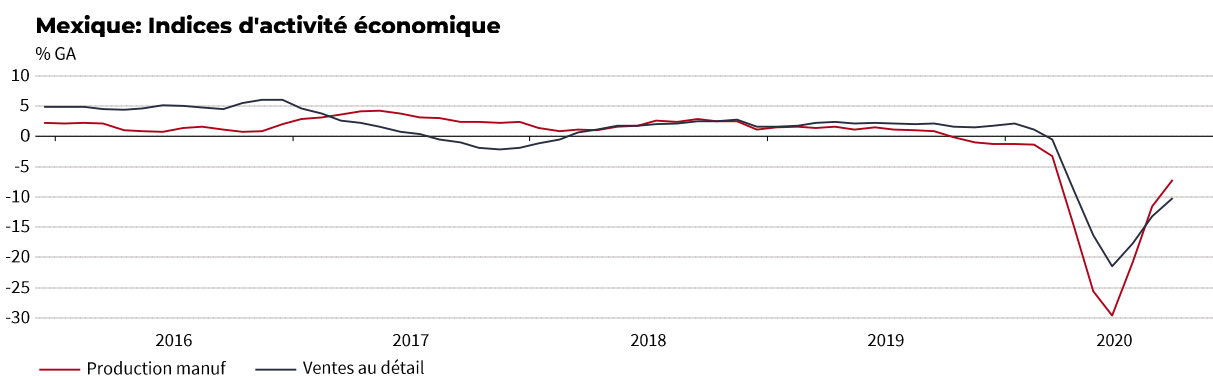


Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Au Brésil, où la crise sanitaire est particulièrement aiguë, l'économie devrait se contracter, mais moins que la moyenne régionale, car les mesures fiscales et monétaires se sont avérées efficaces. La banque centrale a abaissé son taux directeur à 2 %, son niveau le plus bas depuis le début du régime de lutte contre l'inflation en 1999, ce qui a également contribué à ramener les rendements publics à des niveaux historiquement bas. Le Congrès a également autorisé la Banque centrale à s'engager dans des opérations d'assouplissement quantitatif avec des titres de la dette publique et certains titres d'entreprises. Le gouvernement a

annoncé un plan de relance budgétaire de 8 % du PIB et a mis en œuvre un programme de prêts garantis par l'État d'une valeur de 6 % du PIB. Dans l'ensemble, la crise sanitaire devrait prolonger la période de croissance anémique du pays (1 % en moyenne depuis 2015).

Au Mexique, le virus continue de circuler activement. Comme au Brésil, le gouvernement mexicain n'a pas mis en place un verrouillage strict. La Banque centrale a progressivement réduit les taux d'intérêt de 7 % à 4,25 % depuis le début de la crise. Compte tenu de la reprise de l'inflation, avec un IPC de base atteignant 3,9 % en octobre (proche de la marge de tolérance supérieure de 4 %), la Banque centrale a annoncé une pause dans son cycle d'assouplissement. Le Mexique n'a mis en place aucun plan de relance budgétaire et a réussi à conserver un excédent budgétaire primaire (0,6 % au troisième trimestre). L'activité se redresse grâce à la croissance des exportations de produits manufacturés. Le Mexique devrait enregistrer une des plus forte récession de la région en raison du manque de soutien budgétaire et de la forte dépendance du pays aux envois de fonds des travailleurs émigrés des États-Unis et aux recettes du tourisme.



Source: SG Études économiques et sectorielles

Les petites économies connaissent aussi un nombre de cas et de victimes important causé par le Covid-19. Au Pérou et au Chili, le nombre de cas continue à augmenter, mais ces pays ont mis en œuvre une politique budgétaire et monétaire agressive, reflétant leurs fondamentaux macroéconomiques plus solides au début de la crise. Au Pérou, le gouvernement a annoncé une relance budgétaire de 8 % du PIB, la plus importante de la région, tandis que la Banque centrale a réduit son taux directeur à 0,25 % dans le contexte de faibles pressions inflationnistes. Au Chili, le gouvernement a annoncé un plan de relance de 5 % du PIB, tandis que la banque centrale a réduit son taux principal à 0,25 % et a annoncé qu'elle allait lancer un programme d'assouplissement quantitatif. En Colombie, le gouvernement a annoncé un plan de relance de 3 % du PIB, tandis que la banque centrale a également commencé à élargir son bilan.

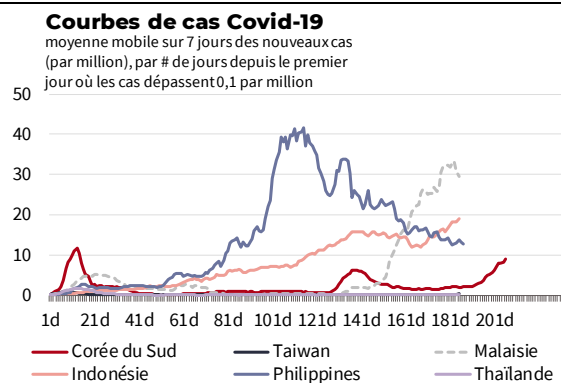
## ASIE ÉMERGENTE

- **La disparité de croissance intra-régionale reflète principalement celle de la gestion de l'épidémie**
- **Les excédents de balance courante renforcent les coussins de sécurité externe**
- **Le risque d'une seconde vague du Covid, aussi bien dans la région que dans le monde, pourrait retarder le retour à la normale de l'activité**

La croissance dans la région a repris au T3-20, mais avec une disparité intra-régionale, reflétant l'hétérogénéité de la situation sanitaire. Bien qu'en contraction, la région maintient sa performance relative par rapport au reste du monde.

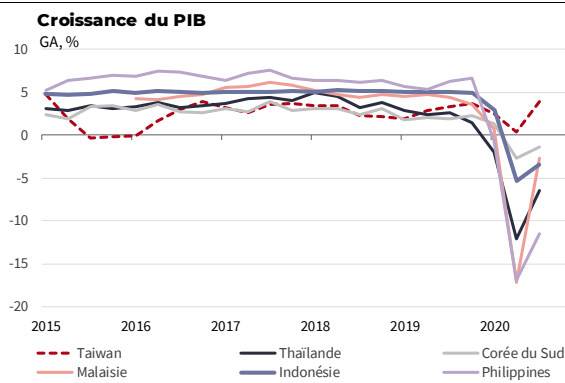
D'abord, certaines économies ont marqué un choc moins prononcé et elles sortent de la crise sanitaire plus rapidement. La propagation du virus y est plus limitée ou contrôlée. Parmi les principales économies de l'Asie émergente, la Corée du Sud, Taiwan, la Thaïlande, le Vietnam semblent avoir maîtrisé l'épidémie. Tandis que l'Indonésie, les Philippines et la Malaisie enregistrent encore un nombre de cas journaliers nettement plus élevé que le groupe précédent. Cette différence se reflète généralement dans la dynamique de l'activité économique. Le Vietnam, Taiwan et la Corée du Sud se démarquent par leur performance économique, avec une croissance en GA positive à 3,9% à Taiwan, à 2,2% au Vietnam et une contraction modérée à 1,3% en Corée du Sud au T3. La Thaïlande constitue une exception au sein du groupe dont l'épidémie est contrôlée, avec une contraction du PIB à -6,4% au T3 en raison de la crise politique interne. Quant à la croissance dans les pays plus fortement frappés par la Covid-19, les Philippines ont enregistré la plus forte contraction du PIB au T3, à -11,5% en GA et la Malaisie et l'Indonésie -2,7% et -3,5% respectivement.

### L'épidémie contrôlée chez certains...



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

### ... où le choc de croissance est plus atténué

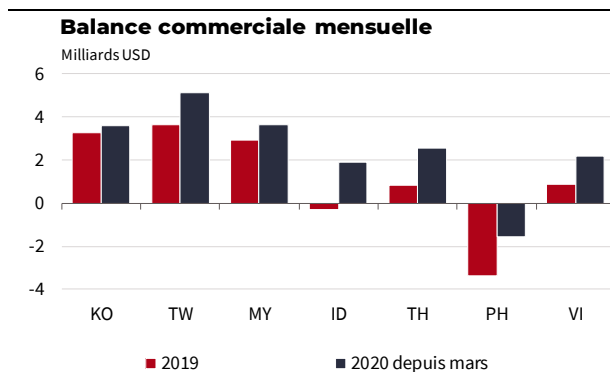


Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La région dispose, dans son ensemble, des fondamentaux relativement solides. Ce qui devrait lui permettre une reprise plus rapide par rapport aux autres émergents, et en cas de crise plus prolongée dont le risque se profile actuellement, une meilleure résilience.

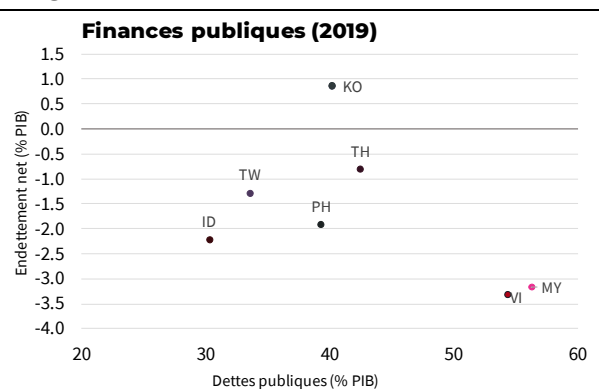
En matière de finances publiques, seule la Malaisie a un ratio de dettes publiques sur PIB élevé mais sa dépendance très faible du financement externe lui permet de conserver certaine marge de manœuvre. L'Indonésie a en revanche un ratio faible, mais la part des dettes en devises à hauteur de 30% la contraint d'augmenter les taux d'intérêt lorsque les conditions de liquidités internationales sont défavorables.

### Encore plus de coussin de sécurité externe



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

### Marge de manœuvre fiscale assez disponible



Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

De plus, malgré la récession mondiale, l'Asie a conservé sa performance relative à l'exportation. Cette dernière a rebondi rapidement, puis a retrouvé ses niveaux d'il y a un an. Deux exceptions sont Taiwan qui a exporté 11,7% de plus en GA et la Thaïlande 6,7% de moins en GA. Avec les importations qui ont encaissé un choc négatif, le surplus commercial s'est accru et le déficit commercial chez certains s'est réduit. Beaucoup de banques centrales en ont profité pour accumuler des réserves de change. L'Indonésie a reconstitué ses réserves d'une dizaine de milliards de dollar depuis mars, soit une hausse de 10%. La Thaïlande et les Philippines (grâce aussi au transfert résilient des travailleurs à l'étranger) ont vu les leurs augmenter de plus de 10%. Cela renforce le coussin de sécurité externe afin de mieux prémunir des chocs externes ultérieurs.

La région a fait le choix de s'intégrer davantage en signant un accord de partenariat économique RCEP entre l'ASEAN, la Chine, la Corée du Sud, le Japon, l'Australie et la Nouvelle Zélande en novembre 2020. Si dans un premier temps les baisses de droits de douane pour l'Asie émergente ne sont pas significatives, car déjà couvertes par des accords bilatéraux de libre échange entre l'ASEAN et les autres pays signataires, cet accord favorisera à plus long terme l'intégration de la chaîne de valeurs dans la région avec une harmonisation des standards notamment en matière de règle d'origine.

## PAYS DU GOLFE

---

- **L'activité enregistre une forte contraction, liée aux effets des mesures de distanciation sociale et de la baisse des prix du pétrole**
- **Avec une moindre rente pétrolière, les finances publiques se détériorent et les ratios d'endettement public augmentent**
- **Les projets d'infrastructure envisagés pour diversifier la structure productive et les investissements non pétroliers sont au ralenti**

Frappés par les retombées économiques de la pandémie et la chute des prix du pétrole, les pays du Golfe connaîtront en 2020 la pire récession de leur histoire, avec un PIB en baisse de 6% en moyenne. La vitesse de reprise en 2021 est sujette à un degré élevé d'incertitude, car le coronavirus continue de circuler. La demande extérieure va commencer à se redresser, bien que lentement, mais les plaques tournantes d'affaires et de voyages tels que les Émirats arabes unis en ressentent les répercussions sur les secteurs de l'aviation et de l'hôtellerie. Dans toute la région, l'emploi pourrait fortement baisser, entraînant l'exode des travailleurs migrants. La baisse de la population nuira au secteur de la vente au détail, à la dynamique des dépôts bancaires et à celle du marché immobilier.

Le principal facteur d'incertitude est la faiblesse du cours du pétrole. Le prix du pétrole s'est récemment redressé (\$47/b mi-décembre contre \$24/b début avril), mais le prix moyen en 2020 reste inférieur de 25% à celui de 2019. Les efforts conjoints de l'Opec et des producteurs non-membres de l'Opec ont contribué à réduire les stocks depuis juillet, mais le rythme de la reprise du marché reste lent et la non-conformité aux accords demeure un risque.

La diminution de la rente pétrolière met les finances publiques sous pression. Depuis 2014 des politiques d'austérité ont été mises en place pour y faire face, comme l'introduction réussie de la TVA en Arabie saoudite, aux Émirats arabes unis et à Bahreïn, ainsi que la réduction des subventions et des transferts sociaux dans la plupart des pays. En 2020, malgré la récession, l'austérité budgétaire reste la norme. L'Arabie saoudite a par exemple triplé la TVA à 15% en juillet 2020, a limité les prestations versées aux fonctionnaires et tente de poursuivre ses projets de privatisation. Oman a annoncé l'introduction de la TVA en 2022, entre autres mesures visant à consolider le budget. Les prix du pétrole « breakeven » (qui équilibrent le budget) restent toutefois plus élevés que les prix actuels du pétrole et les budgets nationaux devraient rester déséquilibrés à moyen terme.

La région s'est tournée vers les marchés de la dette pour financer d'importants déficits publics. L'année 2020 marquera un nouveau record d'émissions internationales d'obligations souveraines pour la région, estimée à \$40 Mds (janvier-novembre). Ce chiffre double presque avec l'ajout d'émissions en devises nationales.

La baisse des recettes pétrolières pèse également sur la balance des paiements, comme en témoigne la baisse des réserves de change des banques centrales, notamment en Arabie saoudite. Sauf aux Émirats arabes unis, les excédents courants devraient se transformer en déficit en 2020. Pour les pays dont la dotation en actifs extérieurs est relativement faible (Bahreïn, Oman), la diminution de la rente pétrolière pourrait à terme entraîner une perte de marge de manœuvre pour défendre la parité de change fixe. Ces pays pourraient alors devoir solliciter une aide financière extérieure, au-delà de l'appui du GCC.

Les plans nationaux de développement économique envisagés par les monarchies du Golfe se concentrent sur la modernisation économique par le biais de la diversification productive, le développement des énergies renouvelables et les réformes visant à isoler les revenus publics de la volatilité des prix du pétrole. Toutefois, cette transition n'est pas une voie sans obstacle, avec des défis considérables dans le marché du travail et la réglementation des marchés nationaux, souvent perçue comme étant un obstacle à la participation du secteur privé. Comme la capacité d'autofinancer les projets d'infrastructure est en diminution, l'expansion des activités non pétrolières devrait être retardée.

Le paysage géopolitique reste également source d'incertitude. Les tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran persistent. Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 par ses voisins, sans menacer la stabilité politique, réduit les perspectives d'affaires des entreprises opérant dans la région. Pourtant, les parties sont actuellement en négociations pour parvenir à un accord de sortie (avec le Koweït et les conseillers de la Maison Blanche comme médiateurs). L'Arabie saoudite a présidé et accueilli le forum (virtuel) du G20 en 2020 dans le cadre d'efforts plus larges visant à jouer un rôle plus engagé sur la scène internationale. L'Exposition universelle de Dubaï a été reportée à 2021, mais elle devrait encore attirer l'attention de la communauté des affaires. Les Émirats arabes unis et Bahreïn se sont mis d'accord sur la normalisation complète des relations avec Israël.

## Les paramètres macro-financiers se détériorent

	Prix du pétrole "breakeven" \$/b	Déficit budgétaire, % PIB		Dettes publiques, % PIB		Solde courant, % PIB		Réserves de change, \$ Mds	
	2020p	2020p	2021p	2020p	2021p	2020p	2021p	T4-20	T3-20
Bahreïn	93.2	-13.1	-9.2	128.3	130.6	-8.0	-5.7	3.7	1.9
Koweït	64.5	-8.5	-10.7	19.3	36.6	-6.8	-2.8	39.9	44.4
Oman	104.5	-18.3	-16.8	81.5	88.7	-14.6	-12.9	17	17
Qatar	42.0	3.0	3.3	68.1	60.6	-0.6	2.6	54	37
Arabie S.	78.2	-10.6	-6.0	33.4	34.3	-2.5	-1.6	502	441.5
EAU	75.9	-9.9	-5.1	36.9	38.2	3.6	7.5	106	94.6

Source : FMI Perspectives économiques régionales (octobre 2020) et Refinitiv



## EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

---

- **La région avait été relativement épargnée par la première vague de la pandémie en Europe. Elle doit faire face à une deuxième vague plus importante ce qui a mis un coup d'arrêt à la reprise**
- **Les banques centrales n'ont pas encore réagi mais il est probable qu'elle enboitent le pas de la BCE après décembre**
- **Le blocage du plan de relance européen est un risque pour la matérialisation de la reprise en 2021**

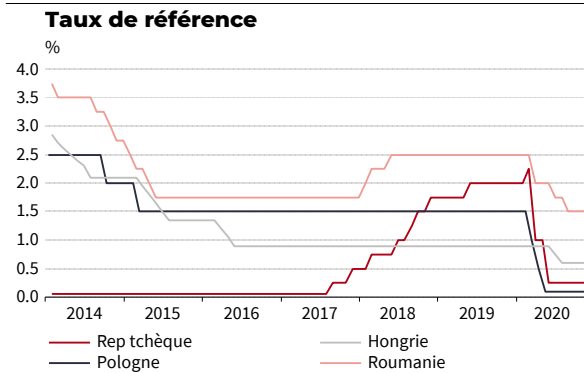
---

L'activité marque le pas depuis octobre. En effet, la région a dû faire face à une recrudescence du virus alors que la situation entre mars et mai avait été relativement bénigne par rapport au reste des pays de l'UE. Les mesures de confinement et l'incertitude ont conduit à une détérioration des perspectives depuis octobre et qui s'est accentuée dans les enquêtes de novembre. Cette détérioration a suivi un rebond de l'activité au troisième trimestre 2020 notamment grâce à la bonne dynamique du commerce mondial et une demande interne plutôt solide. Ainsi, le commerce de détail avait retrouvé et même dépassé son niveau de 2019 dans les grands pays de la région dès l'été.

L'inflation dans la région reste relativement dynamique au regard de la contraction qu'ont enregistré ces économies. Les tensions sur le marché du travail sont structurelles et se traduisent par des pressions salariales. La Pologne enregistre le taux d'inflation le plus élevé des pays de la région et ce taux n'a pas fléchi avec la crise. A l'inverse, la Roumanie qui était en tête en 2019 a connu une désinflation marquée au premier trimestre et affiche le taux le plus faible des quatre grands pays de la région. Avec le rebond attendu en 2021 les pressions inflationnistes devraient persister et conduire à des hausses de taux directeurs des banques centrales plus tôt que par ailleurs.

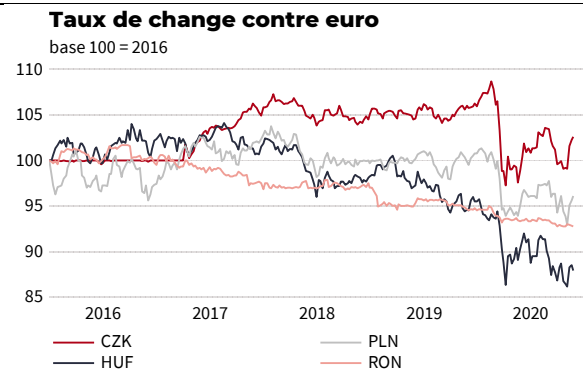
Toutefois, pour le moment et compte tenu de l'affaiblissement de l'activité les banques centrales restent avec un biais accommodant. Par ailleurs, les mesures expansionnistes attendues de la part de la BCE en décembre sont de nature à encourager la poursuite de la politique de taux bas sans que cela génère des pressions à la dépréciation de leurs devises. Dans le cas d'une appréciation non souhaitable de leurs monnaies, les autorités monétaires pourraient être incitées à poursuivre l'assouplissement des conditions de liquidité, d'autant plus qu'elles tenteraient probablement d'éviter de perdre en compétitivité prix. Toutefois, de nouvelles baisses de taux feraient passer les taux directeurs en territoire négatif en Pologne et en République tchèque.

## Baisse généralisée des taux dans la région



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

## Les devises semblent se stabiliser



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Sur le plan européen les attentes restent focalisées sur la ratification du budget de l'UE qui inclut le plan de relance de EUR 750Mds étalé sur 5 ans et dont l'objectif est celui d'un décaissement majoritairement sur les deux premières années. Néanmoins, ce plan ne pourra commencer à être décaissé au mieux à la mi-2021.

Suite au veto sur le processus budgétaire par la Pologne et la Hongrie, l'approbation du budget par le Conseil Européen a été bloquée en novembre. Les négociations se poursuivent (prochain conseil le 11 décembre) mais le risque d'un retard dans le versement des fonds ne peut être exclu

Le plan de relance européen devrait être un canal de financement important pour les PECO sur la période 2021-26. Cela compensera la réduction des fonds structurels de l'UE, qui ont été l'un des moteurs de la croissance des investissements dans le passé. Les quatre grandes économies de la région (Rép. Tchèque, Hongrie, Pologne, Roumanie) recevraient un total de EUR 124Mds, ce qui devrait avoir un impact notable sur l'investissement et la croissance dans la région à moyen terme. Cependant, la question de la capacité d'absorption de ces fonds se posera car il faudra les lier à des projets concrets notamment dans le domaine de la « transformation verte et numérique ».

# CONTACTS

---

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du Chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Analyse macroéconomique  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**François LETONDU**

Analyse macrosectorielle et  
macrofinancière  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe centrale et orientale, Russie  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Olivier DENAGISCARDE**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 74 22  
olivier.denagiscarde@socgen.com

**Juan Carlos DIAZ MENDOZA**

Amériques  
+33 1 57 29 61 77  
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

**Erwan JAIN**

Macro-sector analysis  
+33 1 58 98 05 35  
erwan.jain@socgen.com

**Alan LEMANGNEN**

Zone euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

**Simon RAY**

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni  
+33 1 42 13 70 80  
simon.ray@socgen.com

**Valérie RIZK**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 85  
valerie.rizk@socgen.com

**Danielle SCHWEISGUTH**

Europe de l'ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Edgardo TORIJA ZANE**

Prévisions économiques mondiales  
Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

**Bei XU**

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

# DISCLAIMER

---

*La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.*

*Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.*

*L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.*

*Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).*

*Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.*

*Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.*

*Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).*

*La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.*

© 2020