

SCÉNARIOÉCO

SG Études économiques et sectorielles

Redémarrage rapide, reprise lente

- Un an après le déclenchement de la pandémie de Covid19, l'environnement mondial reste marqué par une crise sans précédent. Le déploiement des vaccins permet d'espérer une réouverture des économies au cours de l'année 2021, ce qui, associé à des mesures de relance de grande échelle et à l'épargne accumulée, offre la perspective d'un redémarrage rapide.
- Cependant, l'incertitude concernant la crise sanitaire reste élevée. Nous continuons à présenter un scénario central, qui suppose que les mesures de distanciation sociale sont levées au T1-22, et un scénario alternatif de crise prolongée, avec des mesures qui se prolongent d'une année supplémentaire.
- Le début de 2021 a été marquée par une hausse inattendue des rendements obligataires longs aux États-Unis, les marchés ayant escompté une reflation plus rapide que prévu, et nous avons révisé à la hausse nos projections de rendements obligataires des deux côtés de l'Atlantique, quoique dans une mesure nettement moindre pour l'Europe. Reflétant la confiance du marché dans le nouveau gouvernement Draghi, nous avons également revu à la baisse notre opinion sur les spreads italiens, notamment pour la période précédant la prochaine élection générale prévue d'ici juin 2023. Nous nous attendons néanmoins à ce que les grandes banques centrales fassent preuve de prudence et s'abstiennent de tout resserrement injustifié des conditions financières.
- La hausse des prix des produits de base et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, couplées à un redémarrage de la demande, devraient se traduire par une montée de l'inflation, notamment aux États-Unis. Toutefois, ce phénomène devrait être temporaire, les capacités excédentaires encore importantes sur les marchés du travail limitant la possibilité d'un processus inflationniste auto-entretenu par la demande. Les banques centrales devraient se montrer plus tolérantes à l'égard de dépassements d'inflation à court terme, mais les primes de risque du marché sur l'inflation pourraient augmenter.
- Si nous voyons un potentiel de redémarrage rapide, la reprise risque d'être lente. Au-delà du rebond économique attendu en 2021, la crise du Covid19 laissera très probablement des dommages permanents à l'économie mondiale par les biais de la perte de capital humain et de la hausse de la dette publique et des entreprises, qui, en l'absence de réformes structurelles plus déterminées, devraient peser sur le potentiel de croissance à long terme.

Table des matières

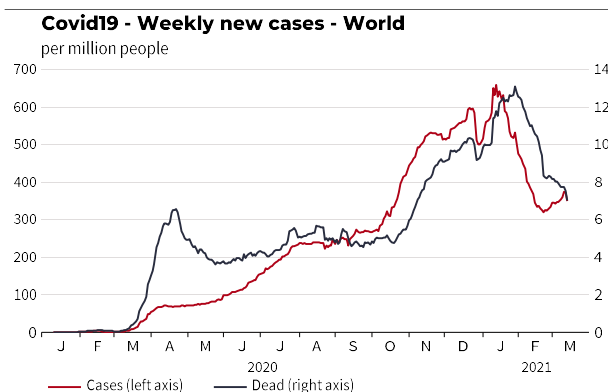
SYNTHESE CONJONCTURELLE.....	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	7
ZONE EURO	9
ALLEMAGNE	12
FRANCE.....	15
ESPAGNE.....	21
ROYAUME-UNI	24
ÉTATS-UNIS.....	28
JAPON	31
CHINE	34
INDE	37
BRESIL.....	41
RUSSIE	44
AFRIQUE.....	47
ASIE ÉMERGENTE	49
AMERIQUE LATINE	51
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	53
PRÉVISIONS MACRO	57
CONTACTS.....	62
DISCLAIMER	63

SYNTHESE CONJONCTURELLE

L'ECONOMIE MONDIALE REDEMARRE

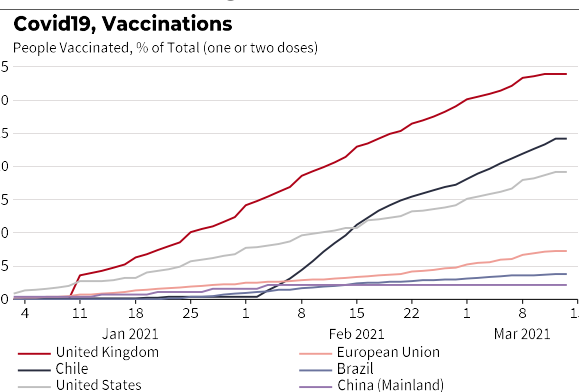
Un an après le déclenchement de la pandémie de Covid19, l'environnement économique mondial continue d'être façonné par une crise sans précédent par sa cause, sa soudaineté, sa profondeur et son hétérogénéité. Malgré des avancées scientifiques significatives dans la lutte contre le Covid19, les perspectives quant aux résultats sanitaires et à la date approximative d'un retour à la normale restent incertaines. Le déploiement des vaccins, bien qu'inégal, s'accélère et le nombre de décès dus au Covid19 diminue (cf. graphique ci-dessous). Pourtant, la circulation du virus reste active, et de nouvelles variantes suscitent des inquiétudes. L'activité économique reste sous pression en raison des mesures de distanciation sociale, notamment de confinement, et la réduction des déplacements entre les pays.

La pandémie persiste mais se ralentit



Source : CSSE, Johns Hopkins University.

La vaccination progresse à rythme variable



Source : données officielles collectées par Our World in Data.

Pourtant, les espoirs d'une baisse de la pandémie cette année, avec la mise en place de vaccins, et de fortes mesures de relance gouvernementales dans quelques grandes économies (notamment le paquet fiscal américain de USD 1 900 Mds), ont amélioré les perspectives économiques mondiales ces derniers mois et renforcé l'optimisme des investisseurs. Au début de l'année 2021, la résurgence du commerce et de l'industrie a été perceptible, notamment en Asie, et le commerce international de marchandises est désormais supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. En outre, de nombreux secteurs, y compris les services alimentaires, ont montré leur capacité d'adaptation aux restrictions liées à la pandémie.

Nos perspectives de croissance mondiale pour 2021 ont été revues à la hausse par rapport à notre scénario précédent (en décembre 2020), reflétant une amélioration pour les États-Unis, le Japon et la Chine. De nombreuses économies européennes ont surpris avec des performances meilleures que prévu au 4T20. En supposant que les restrictions sanitaires puissent être progressivement levées, notre scénario central prévoit un rebond de l'économie mondiale de 5,5% en 2021 (une révision de +0,5pp par rapport à notre dernier scénario économique), après une contraction de -3,6% en 2020. La vigueur de la reprise devrait varier considérablement d'un pays à

l'autre, le redémarrage devant être le plus rapide aux États-Unis. Les perspectives se sont également améliorées pour la Chine et l'Inde, dont la croissance soutiendra à son tour celle de l'Asie émergente.

Le Covid19 reste le principal facteur déterminant les perspectives économiques mondiales à court terme. Compte tenu de la forte incertitude concernant l'évolution de la pandémie, nous continuons d'accompagner notre scénario central - basé sur une sortie progressive des restrictions au cours de l'année 2021 - d'un scénario alternatif de crise sanitaire prolongée qui suppose qu'il pourrait s'écouler un an de plus avant le retour à la vie normale et que les mesures restrictives ne soient pas levées avant le T1- 23.

REFLATION ET RENDEMENTS OBLIGATAIRES

La perspective d'un redémarrage de l'économie mondiale après la pandémie et les mesures massives de relance budgétaire et monétaire dans les pays développés suscitent un débat animé sur un éventuel risque d'inflation à venir. Ce débat est alimenté par le changement en cours dans les politiques des principales banques centrales, avec une plus grande tolérance à l'égard d'une inflation plus élevée lorsque celle-ci intervient après une longue période en dessous de la cible.

Les retards accumulés dans les livraisons et les commandes non exécutées ont déjà déclenché des hausses de prix ponctuelles sur les marchés internationaux, notamment pour les métaux industriels (cuivre, plomb, nickel, étain et zinc), les engrais et les produits agricoles (thé, riz, soja, blé, sucre). En outre, le prix du pétrole a retrouvé son niveau d'avant la pandémie, après que l'OPEP+ a décidé de maintenir la production à un niveau largement inchangé dans un contexte de demande accrue.

Le sentiment plus positif du marché concernant la croissance et la hausse des anticipations inflationnistes ont entraîné une hausse des taux d'intérêt à long terme depuis le début de 2021, notamment aux États-Unis. L'obligation du Trésor américain à 10 ans, qui avait commencé l'année sous la barre des 1 %, a dépassé 1,6 % à la mi-mars, un mouvement à la hausse qui s'explique aussi en grande partie par une augmentation des anticipations d'inflation implicites du marché, même si les rendements réels ont également enregistré quelques gains. Le Bund allemand à 10 ans s'est également orienté à la hausse au début de 2021, passant de -0,6 % début janvier à -0,3 % à la mi-mars.

Les goulets d'étranglement et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, associés à un redémarrage de la demande et à divers effets de base, devraient se traduire par des pics d'inflation ponctuels dans notre scénario central en 2021, notamment aux États-Unis. Toutefois, nous pensons qu'une grande partie de cette flambée sera temporaire, car l'offre excédentaire persistante sur les marchés du travail empêche tout processus inflationniste auto-entretenu par la demande. Dans la zone euro, en Chine, au Japon et aux États-Unis, les récentes publications de l'IPC n'indiquent aucune pression sur les prix jusqu'à présent. Les effets de la crise du

Covid19 sont en effet importants, avec une accumulation de dettes dans les bilans publics et privés et des destructions d'emplois.

Reflétant cette réalité, la Fed a exprimé qu'elle n'envisage pas un début de normalisation des taux tant que le marché du travail reste fragile. Le taux de chômage, même s'il baisse, est toujours à son plus haut niveau depuis 2014. Pour ce qui est de la zone euro, la BCE a annoncé une augmentation des achats d'actifs afin d'éviter tout durcissement des conditions de financement. La Banque du Japon et la Banque d'Australie ont également exprimé leur volonté d'intervenir pour freiner les taux à long terme si nécessaire. Tout en faisant des révisions significatives à nos perspectives de taux d'intérêt, notamment aux États-Unis, notre scénario général reste celui d'une période prolongée de taux bas, orchestrée par les banques centrales. Cela devrait à son tour modérer les effets boule de neige potentiels de l'augmentation de la dette publique (qui a atteint des niveaux historiques), bien que des taux bas ne soient pas une condition suffisante pour réduire le poids de la dette publique, le plus important étant la croissance économique et, à cet égard, les réformes structurelles sont importantes.

On ne peut exclure que l'adoption de politiques budgétaires et monétaires ultra-accommodantes pendant de longues périodes puisse, à un moment donné, nuire à la crédibilité des banques centrales, qui ont réussi à ancrer les anticipations d'inflation du public à environ 2 % au cours des 25 dernières années. Pourtant, le rôle de la "crédibilité" ne doit pas être surestimé, car d'autres facteurs structurels influencent également le régime d'inflation. La mondialisation, associée aux progrès technologiques, a permis au cours des dernières décennies de contenir le prix de nombreux produits de consommation dans le monde entier, ce qui a aidé les banques centrales à asseoir leur réputation, indépendamment de leur mandat d'indépendance. Une erreur de politique, qu'il s'agisse de protectionnisme, de dépenses budgétaires improductives, d'absence de réforme structurelle ou d'une intervention trop tardive des banques centrales, pourrait désancrer les anticipations d'inflation, avec le risque de voir revenir une forme de stagflation.

UNE RECUPERATION LENTE A MOYEN TERME

Le redémarrage peut être rapide, mais la reprise sera probablement lente en raison des effets de cicatrisation. Après le rebond de 2021 (5,5%), la croissance mondiale devrait progressivement ralentir, et nous prévoyons une augmentation du PIB mondial de 3,3 % en 2022 et de 2,9 % en 2023 (scénario central). Au-delà du rebond économique, la crise du Covid19 causera très probablement des dommages permanents à l'économie mondiale via la destruction de capital humain et la hausse de la dette publique et des entreprises. La faible rentabilité des secteurs endommagés par la pandémie affaiblit également le potentiel de croissance. Dans ce contexte, un cercle vicieux risque de s'installer entre un endettement élevé, un potentiel de croissance plus faible et des faillites d'entreprises, ce qui pourrait sérieusement affaiblir la dynamique économique à moyen terme. Au-delà du soutien

monétaire, les politiques gouvernementales concernant la mise à niveau des infrastructures existantes et la requalification de la main-d'œuvre seront cruciales pour soutenir la reprise post-Covid19. L'accélération des transitions verte et numérique sera également essentielle.

Dans notre scénario central, le temps de rattrapage des niveaux de PIB du T4-19 sera relativement rapide pour les États-Unis, où l'économie retrouvera le revenu d'avant la crise au T2-21, mais plutôt plus lent pour la zone euro (T1-23) et le Royaume-Uni (T1-24). En ce qui concerne les pays émergents, la Chine et quelques autres économies (Égypte, Turquie) ont déjà retrouvé leurs niveaux de revenus d'avant la pandémie et affichent des chiffres de PIB positifs en 2020. La plupart des autres pays - dont le Brésil, l'Inde et la Russie - devraient retrouver leur niveau de PIB de 2019 en 2022. L'Asie devrait bénéficier du rebond de l'économie chinoise et de la reprise du commerce international. Des questions subsistent quant à la capacité des pays émergents à se développer à partir de leurs marchés intérieurs, malgré des niveaux d'endettement élevés. La situation s'annonce difficile en Amérique latine et en Afrique, où (à quelques exceptions près) la marge de manœuvre politique est plus réduite dans un contexte de ratios d'endettement public plus élevés et où les fragilités sont plus grandes quant à la volatilité potentielle des flux de capitaux internationaux.

PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB réel, %

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés	1.6	-5.3	4.8	2.1	2.8	2.8	1.7	2.7
Etats-Unis	2.2	-3.5	5.3	2.5	3.8	4.1	2.2	3.0
Japon	0.3	-4.9	3.4	0.3	1.7	2.0	0.6	1.1
Royaume-Uni	1.4	-9.9	5.0	2.0	3.0	3.0	2.0	2.5
Zone Euro	1.3	-6.8	4.9	1.6	2.0	1.1	1.4	3.8
Allemagne	0.6	-5.3	3.0	0.5	2.5	1.0	1.3	3.5
France	1.5	-8.2	6.5	3.5	1.7	1.0	1.5	4.0
Italie	0.3	-8.9	6.3	2.0	1.5	1.0	1.1	3.0
Espagne	2.0	-11.0	7.2	2.0	3.0	1.2	1.8	5.2
Pays émergents	3.5	-2.6	5.9	3.6	3.6	3.7	3.7	4.0
Asie	4.9	-1.0	7.4	5.1	4.6	4.8	4.6	4.9
Chine	6.0	2.3	8.0	6.0	4.9	5.0	4.6	5.0
Inde	4.9	-8.0	10.0	6.5	5.8	7.0	4.7	5.2
CEE	2.1	-4.1	3.7	1.4	2.1	2.3	2.5	2.6
Russie	1.2	-2.9	2.0	-0.5	1.5	2.5	1.5	1.5
Amérique latine	0.1	-7.4	4.4	2.0	1.8	2.0	1.9	2.1
Brésil	1.1	-4.8	4.1	1.0	2.2	3.2	2.2	2.2
Moyen-Orient & Asie C.	0.3	-5.6	2.6	0.6	1.9	1.6	2.1	2.3
Afrique	3.3	-2.4	3.3	1.3	2.7	2.4	3.4	3.6
Monde (ajusté par PPA)	2.8	-3.6	5.5	3.0	3.3	3.4	2.9	3.5

Variables de marché

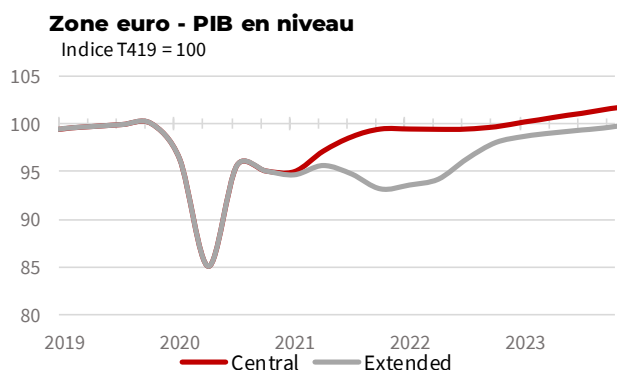
Fin d'année, %	Central				Prolongé		
	15.3.21	2021f	2022f	2023f	2021f	2022f	2023f
Fed Funds (cible haute)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.25	0.25	0.25
Gov 10Y, Etats-Unis	1.60	1.80	2.00	2.25	0.75	0.75	1.00
BCE Taux de refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BCE Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Gov 10 ans, Allemagne	-0.33	-0.10	0.00	0.20	-0.60	-0.60	-0.50
Gov 10 ans, France	-0.09	0.20	0.50	0.60	-0.20	0.10	0.10
Gov 10 ans, Italie	0.60	0.90	1.50	1.70	0.65	1.15	1.25
Gov 10 ans, Espagne	0.30	0.70	1.10	1.20	0.35	0.65	0.75
BoE, Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Gov 10Y, Royaume-Uni	0.80	0.90	1.00	1.20	0.40	0.60	0.60
BoJ taux pol.mon.	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Gov 10 ans, Japon	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EUR / USD	1.19	1.15	1.15	1.20	1.10	1.10	1.10
EUR / GBP	0.86	0.95	0.95	0.95	1.00	1.00	1.00
USD / JPY	109	110	110	105	105	105	105
USD / CNY	6.49	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
Brent (\$/b)	69	55	55	55	48	50	50

ZONE EURO

- **La convergence du PIB vers son niveau d'avant crise sera progressive 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 une recrudescence des tensions politiques.**

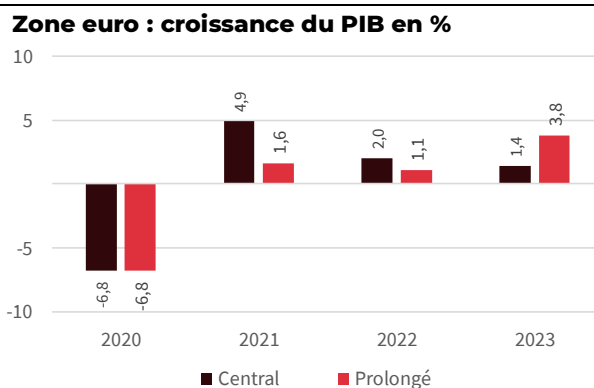
L'intensification des mesures sanitaires en fin d'année dernière n'aura pas creusé la récession autant qu'anticipé. Celle-ci reste cependant plus sévère que la récession enregistrée par la zone euro lors des précédentes crises financière et de la dette souveraine. En 2021, les campagnes de vaccination et le débouclage progressif des mesures sanitaires soutiendront le rebond de l'activité, surtout en deuxième partie d'année. Le rattrapage se poursuivra en 2022, mais à un rythme plus modéré. En effet, la hausse du chômage dans le sillage du choc de 2020 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 retrouverait son niveau d'avant crise en 2023 seulement (scénario central). 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 progressive



Sources : SG Études économiques et sectorielles

La croissance se modérera en 2022-2023



Sources : SG Études économiques et sectorielles

La relance prévue à l'échelle européenne (calibrée en fonction des pertes de revenu de chaque pays) contribuera à diminuer 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 sectoriel¹.

¹ 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 et les effets de long terme de la crise. 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.

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 confinements et autres mesures de distanciation sociale. 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, une certaine augmentation des défauts de paiement entraînera probablement un resserrement des conditions de prêt des banques, bien que beaucoup moins marqué 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).

Dans le Comité du 11 mars, la BCE a maintenu l'enveloppe totale du PEPP. 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). A plus long terme, la normalisation de la politique monétaire restera un sujet délicat et le biais reste pour l'heure orienté vers le statu quo, voire davantage de stimulus. La revue stratégique de la politique monétaire par la BCE offrira un meilleur aperçu de la façon dont l'institution gèrera sa future politique de QE et de la sortie éventuelle du PEPP.

En 2021, le rebond de l'inflation reflétera essentiellement des effets de base favorables qui se dissiperont dès 2022. Au-delà, la dynamique des prix restera modeste. 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.

Le reflux 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, notamment le risque d'une crise sanitaire plus longue. De même, l'abaissement de la notation souveraine des Etats les plus fragiles ou une consolidation budgétaire trop forte et trop précoce menaçant la reprise pourraient faire réapparaître des tensions sur le marché des dettes souveraines. Enfin, une nouvelle poussée de l'euroscepticisme et du risque politique n'est pas à exclure.

Zone Euro	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	1.3	-6.8	4.9	1.6	2.0	1.1	1.4	3.8
Inflation, %	1.2	0.3	1.6	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3
Chômage, %	7.6	8.0	8.7	9.2	9.1	9.9	8.8	9.6
Solde budgétaire, % du PIB	-0.9	-8.3	-5.9	-7.6	-5.3	-7.5	-4.9	-6.0
Dettes publiques, % du PIB	89	105	106	112	109	117	111	117

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

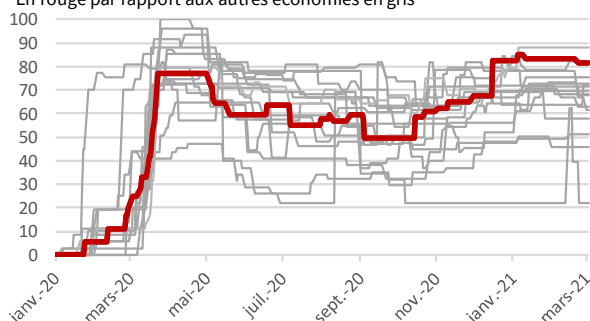
ALLEMAGNE

- **La convergence de l'économie vers son niveau d'avant crise sera plus rapide qu'ailleurs en zone euro, mais restera progressive.**
- **Une fois passé le rebond technique de 2021, l'inflation restera modérée sur l'horizon de prévision.**
- **Malgré la dégradation des ratios d'endettement public et privé, les risques sur la stabilité financière sont limités.**

L'économie a bien résisté au durcissement des mesures sanitaires en fin d'année. Contrairement aux autres grandes économies de la zone euro, l'ampleur de la récession en 2020 n'a pas dépassé celle de 2009. En 2021, le maintien de mesures sanitaires strictes au premier trimestre grèvera dans un premier temps le rebond de l'activité, avant que celle-ci ne reparte en deuxième partie d'année avec la montée en puissance de la campagne de vaccination. Le rebond se poursuivrait en 2022, permettant à l'économie de retrouver en cours d'année son niveau d'avant crise, plus rapidement que ses homologues du reste de la zone euro. Les effets retardés de la crise sur l'emploi, l'investissement et la demande extérieure (du reste de la zone euro notamment) vont réduire la possibilité d'une convergence plus rapide.

La crise sanitaire toujours très présente...

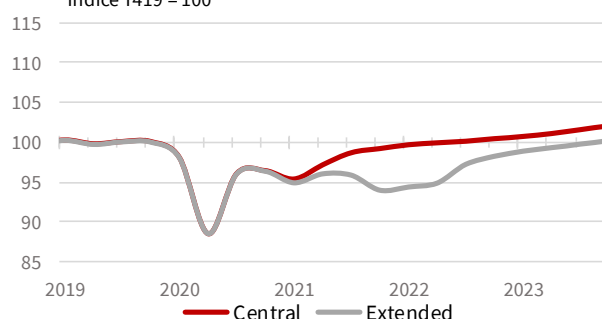
Allemagne - Intensité des restrictions
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Source : Université d'Oxford

... Mais l'activité accélérera au S2-2021

Allemagne - PIB en niveau
Indice T419 = 100



Source : Destatis, SG Etudes économiques et sectorielles

Du côté de la demande extérieure, la normalisation risque d'être plus modérée que ce qui fut observé dans le sillage de la grande crise financière. A court terme, le rebond des exportations restera vigoureux, soutenu par la réouverture des économies européennes et le redressement plus fort qu'anticipé de l'activité aux Etats-Unis et en Chine. Cependant, à plus long terme, les entreprises allemandes pourront plus difficilement compenser la modération de la demande en Europe en réorientant leurs ventes vers les marchés émergents comme ce fut le cas il y a dix ans. En effet, l'ampleur de la relance budgétaire sera plus modeste en Chine, tandis que les économies émergentes sortiront globalement affaiblies de la crise sanitaire.

Du côté des entreprises, les subventions octroyées et les fonds propres apportés par les pouvoirs publics empêchent une dégradation excessive des bilans. 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. Quant aux ménages, la hausse du chômage et le tassement du revenu par tête pèseront sur la consommation en 2021-2022, après le rebond initial. La croissance de l'investissement résidentiel sera également modeste pour les mêmes raisons, pâtissant en plus d'un durcissement probable des conditions d'octroi de crédit par les banques. Un point positif pourrait toutefois résulter des rénovations et des mises à niveau de l'immobilier liées au climat.

Mesures d'urgence adoptées par les pouvoirs publics en 2020	Taille Mds EUR
Renforcement des administrations de santé	58,5
Fonds de Stabilisation Economique	100,0
Subventions aux petites entreprises	50,0
Total	208,5
% du PIB	6,1%

Plan de relance	Taille Mds EUR
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
Total	130,0
% 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 15 points de PIB sur l'horizon de prévision par rapport à son niveau d'avant crise, à environ 75 % du PIB en 2023.

L'inflation augmentera ponctuellement en 2021 en raison d'effets de base positifs sur les prix de l'énergie et sur les prix des biens et services qui avaient bénéficié de la baisse temporaire de TVA au cours du deuxième semestre 2020. Une fois ces effets dissipés, l'inflation ralentira dès 2022 pour davantage refléter un environnement de chômage élevé et de modération des coûts salariaux.

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 aléas baissiers restent nombreux. En particulier, un déploiement trop lent de la campagne de vaccination reporterait dans le temps la convergence de l'économie vers son niveau d'avant crise.

Allemagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	0.6	-5.3	3.0	0.5	2.5	1.0	1.3	3.5
Inflation, %	1.4	0.4	2.1	1.6	1.2	1.0	1.4	1.5
Chômage, %	5.0	5.9	6.6	7.0	6.7	7.4	6.5	7.2
Solde budgétaire, % du PIB	1.5	-5.3	-4.3	-5.6	-3.5	-5.5	-3.3	-4.3
Dette publique, % du PIB	60	72	73	76	74	80	75	80

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

FRANCE

- **L’empreinte de la crise sur l’emploi et l’endettement pèsera sur la croissance à moyen terme.**
- **Des effets de base favorables soutiendront cette année l’inflation mais elle sera plus modérée à moyen terme.**
- **La dette publique augmenterait de 25 points de PIB dépassant 130 % du PIB en 2023.**

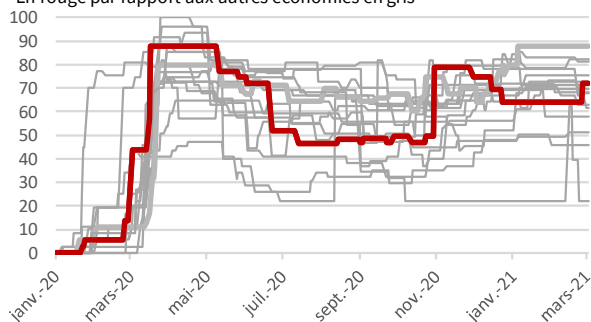
L’économie a mieux résisté que prévu au re-confinement en fin d’année. La récession reste néanmoins historique en 2020, avec un recul de 8,2 % du PIB sur l’année. En 2021, la croissance rebondira assez vigoureusement dans le sillage du débouclage progressif des mesures sanitaires, lesquelles seraient totalement levées en début d’année 2022 dans notre scénario central. Mais à plus long terme, le retrait des mesures de soutien et l’héritage de la crise en matière de destructions d’emplois et d’endettement des entreprises et du secteur public pèsera sur la croissance. Certes, la relance budgétaire portera l’activité en 2021-22, mais ne compensera pas entièrement la perte de revenu enregistrée en 2020.

Dans ce contexte, la convergence du PIB vers son niveau d’avant crise sera longue. Elle n’interviendrait pas avant 2023, avec un taux de chômage atteignant 10 % 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 2024.

Un deuxième confinement moins sévère

France - Intensité des restrictions

En rouge par rapport aux autres économies en gris

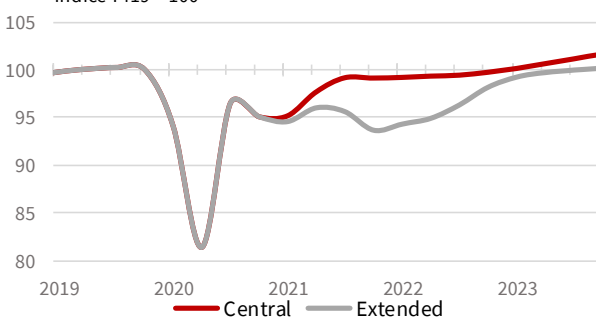


Source : Université d'Oxford

Vers une reprise très progressive

France - PIB en niveau

Indice T419 = 100



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

La pandémie continuera à peser sur la dynamique du commerce extérieur. En effet, les exportations françaises dépendent fortement des perspectives dans l’aéronautique et le tourisme, deux secteurs particulièrement vulnérables à l’évolution du risque sanitaire. Avec le reflux certainement inégal et haché de la pandémie à l’échelle globale, le rebond des exportations sera donc progressif.

Mesures budgétaires adoptées en réaction à la crise sanitaire

	Taille Mds EUR
▪ Premier plan d'urgence (PLFR I, II et III) - 2020	64,5
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
▪ Plan de relance 2020-2025 (dont EUR 37Mds de mesures maastrichtiennes² inclus au PLF 2021)	100
Soutien à la demande :	41
▪ 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 :	44
▪ 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	15
▪ Deuxième plan d'urgence (PLFR IV) - 2020	20
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
Total du plan	184,5
% du PIB 2019	7,8

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

L'investissement productif a pour l'heure bien résisté à la crise, mais il affichera une croissance modeste à moyen terme. Les entreprises ont été fragilisées par l'arrêt forcé de pans entiers de l'économie en 2020. L'impact sur la liquidité des pertes opérationnelles ont largement été compensées par un recours conséquent à l'emprunt et les ratios d'endettement, déjà élevés avant la crise, se sont sensiblement dégradés³. Dans ce contexte, la crise ayant aussi durement affecté la valeur des collatéraux, l'investissement risque de pâtir d'un financement moins abondant et plus sélectif. En outre, en l'absence d'un rebond soutenu et durable de la demande, les entreprises les plus endettées seront contraintes de reporter en partie leurs investissements pour accroître leurs capacités de financement et

² Une part des dépenses du plan de relance ne sera pas comptabilisée 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.

³ Le ratio de la dette brute consolidée des sociétés non-financières rapportée au PIB a augmenté de 12,5 points au cours des trois premiers trimestres de 2020 selon les données de la Banque de France.

stabiliser les ratios d'endettement. A long terme, cette modération attendue de l'investissement risque d'affecter le potentiel de croissance de l'économie française.

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 des confinements tirera la consommation en 2021. 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. L'investissement résidentiel, qui a plutôt bien résisté à la crise, se tassera sous l'effet du durcissement modéré du condition d'octroi de crédit par les banques.

Les effets de base favorables sur les prix énergétiques ramèneront cette année l'inflation à son niveau de 2019. Mais à plus long terme, la modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande anticipée écartent le scénario d'un rebond plus vigoureux de l'inflation.

La crise aura 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. A l'inverse, le risque d'une consolidation budgétaire trop précoce vient s'ajouter à une liste des aléas baissiers déjà longue, qu'il s'agisse d'un retard dans la campagne de vaccination ou de nouveaux mouvements sociaux.

France	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
		Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,5	-8,2	6,5	3,5	1,7	1,0	1,5	4,0
Inflation, %	1,4	0,5	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
Chômage, %	8,1	7,8	9,3	10,0	9,9	10,4	9,5	10,0
Solde budgétaire, % du PIB	-3,0	-10,2	-6,2	-7,8	-5,7	-7,6	-5,0	-5,6
Dette publique, % du PIB	98	116	120	125	123	130	126	130

Central = Scénario central

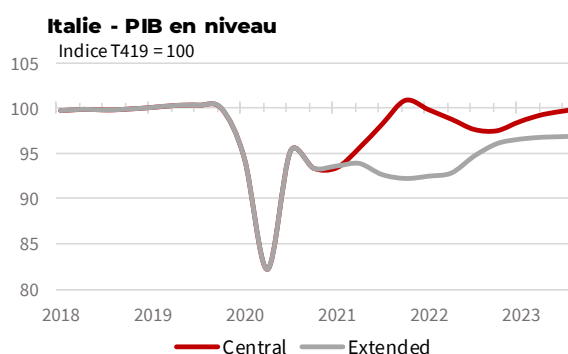
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

ITALIE

- **Un soutien politique pour un redémarrage rapide.**
- **Les cicatrices de la crise et les vents contraires structurels annoncent une reprise lente.**
- **Une fenêtre d'opportunité étroite pour les réformes.**

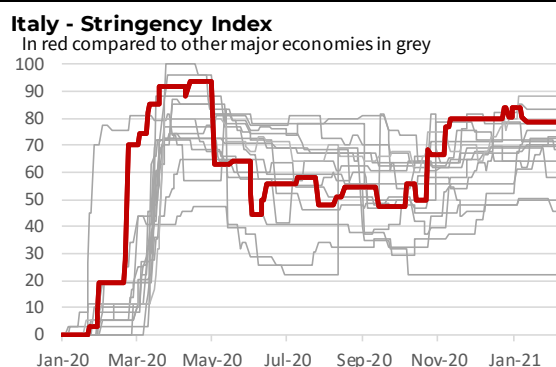
En ce début d'année 2021 l'économie reste sous pression en raison des mesures de distanciation sociale, mais le déploiement en cours du programme de vaccination et les nouvelles mesures de soutien fiscal en préparation permettent d'espérer un redémarrage rapide au cours de l'été, même si l'incertitude liée à la crise sanitaire reste importante. La confiance des marchés a été stimulée par la prestation de serment de Mario Draghi en tant que Premier ministre le 13 février 2021 et les semaines à venir fourniront des détails sur le plan de redressement de l'Italie. L'actuel gouvernement d'unité nationale a l'avantage de mettre en œuvre des mesures de relance budgétaire plutôt que d'austérité, ce qui offre une meilleure chance de réforme. Notre scénario central suppose certains progrès, mais nous voyons encore de nombreux vents contraires structurels, qui, associés aux cicatrices économiques de la crise Covid19, laissent présager une reprise sous-jacente lente.

Redémarrage rapide en réouverture, reprise lente



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Des mesures strictes de distanciation sociale



Source: Université d'Oxford

À l'heure où nous mettons sous presse, le premier plan de soutien du gouvernement d'unité nationale de Mario Draghi, d'un montant estimé à 32 mds EUR (2 % du PIB), est en cours de préparation. Il vise à étendre les mesures de soutien temporaires aux secteurs les plus durement touchés, à aider les familles et à accélérer le programme de vaccination. Ces efforts interviennent alors que l'Italie, comme nombre de ses voisins européens, a mis en place de nouvelles mesures de distanciation sociale sous la pression de la propagation de nouvelles variantes du coronavirus.

Les semaines à venir seront par ailleurs marquées par une activité intense, le gouvernement Draghi finalisant le plan national de redressement et de résilience qui sera soumis à la Commission européenne d'ici à la fin avril, puis évalué par celle-ci, dans l'espoir que le Conseil européen l'approuve avant les vacances d'été, ce qui permettra aux fonds européens de nouvelle génération (NGEU) et aux fonds nationaux de commencer à être versés dans la seconde moitié de 2021. Mettre l'Italie

sur la voie d'une croissance structurellement plus élevée est une première condition préalable pour s'attaquer également à la dette publique galopante du pays.

Mesures budgétaires 2020/2021	Mds EUR
<u>Programme d'automne</u>	5,4
<u>Décret d'août</u>	25
<u>Décret de relance (15 mai), dont :</u>	55
Dispositifs de complément de salaire (soutien à l'emploi)	15
▪ Soutien aux petites entreprises (annulation de l'impôt sur les sociétés - IRAP, subventions aux PME les plus touchées...)	12
▪ Garantie de revenus et de conditions de vie décentes pour les ménages et les indépendants	6,5
▪ Dépenses supplémentaires pour la sécurité civile et le secteur des soins de santé	4,5
▪ Subventions pour le tourisme et les loisirs (réductions d'impôts, bons d'achat...)	4,0
▪ <u>Décret "Cura Italia" (17 mars), dont :</u>	25
Maintien de l'emploi et soutien aux chômeurs	2,4
▪ Dépenses supplémentaires liées à la santé	10,4
▪ Réduction des impôts et des cotisations pour les petites entreprises	3,2
▪ Total	110,4
% du PIB	7%

L'évolution des règles fiscales de l'UE et la manière dont les fonds NGEU sont inclus dans ces calculs sont des aspects qui revêtiront une grande importance à plus long terme. À court terme, la Commission a recommandé que la "clause de sauvegarde générale" soit à nouveau appliquée en 2022 et a insisté pour que la flexibilité du Pacte de stabilité et de croissance soit pleinement utilisée lorsque les règles s'appliqueront à nouveau à partir de 2023. La véritable question qui se pose à moyen terme est de savoir à quel point les règles budgétaires de l'UE seront exigeantes pour l'économie italienne ; si les fonds du NGEU étaient au moins partiellement exclus, cela offrirait un certain répit. Si, en outre, un ensemble remanié de règles de l'UE devait mettre l'accent, comme l'a fait le Premier ministre Draghi, sur la bonne dette et la mauvaise dette, la bonne dette étant celle qui finance l'investissement productif, cela constituerait un autre point positif. Cela pourrait également contribuer à aligner les incitations nationales, ce qui aiderait à relever le PIB tendanciel et à faire mieux accepter la nécessité des réformes structurelles.

Il est peu probable que le débat sur les nouvelles règles budgétaires de l'UE progresse beaucoup avant les élections allemandes de septembre, mais une fois que la discussion aura pris de l'ampleur, elle sera un point central pour les marchés. Enfin, l'évolution du débat sur la détention par les banques d'obligations d'État

nationales dans le cadre de l'Union bancaire mérite également une attention particulière, les banques italiennes ayant augmenté leurs expositions.

Les écarts de rendement des obligations italiennes se sont d'abord resserrés grâce au PEPP de la BCE, qui doit durer au moins jusqu'à la fin mars 2022, et ont reçu un nouvel élan favorable grâce à la nomination du Premier ministre Draghi, ce qui a poussé l'écart de rendement à 10 ans par rapport à l'Allemagne sous les 100 pb pour la première fois depuis 2016. Le maintien des rendements obligataires bas est le deuxième pilier de la réduction durable de la charge de la dette publique qui devrait atteindre un peu plus de 165 % du PIB en 2023. Le premier est la croissance économique durable.

Les mesures nationales de soutien à la liquidité ont permis aux entreprises durement touchées par la pandémie d'avoir un peu de répit, et l'on craint toujours qu'une fois l'économie rouverte et le soutien temporaire levé, des faillites puissent se produire, ce qui ajouterait également une pression potentielle sur les bilans des banques, avec le risque de voir les conditions de crédit aux entreprises viables se resserrer. Une politique budgétaire expansionniste, associée à des conditions générales favorables sur les marchés financiers, devrait toutefois permettre de maintenir les niveaux de NPL bien en deçà des pics antérieurs, en prévoyant aussi que la levée des mesures de soutien temporaires une fois la crise sanitaire atténuée sera soigneusement gérée.

Les prochaines élections générales en Italie auront lieu au plus tard en juin 2023, ce qui laisse à Draghi un délai assez court pour agir. L'espoir est qu'il puisse utiliser cette fenêtre pour convaincre les partenaires européens de l'Italie de la nécessité d'une meilleure gouvernance fiscale au sein de l'UE et peut-être même d'outils fiscaux conjoints permanents, tout en convainquant l'électorat italien des mérites de réformes structurelles qui, historiquement, se sont souvent avérées impopulaires. Nous sommes convaincus que Draghi fera avancer ces réformes, mais craignons que l'ampleur du déploiement qu'il peut réaliser de manière réaliste ne donne pas un coup de pouce suffisant au PIB tendanciel de l'Italie. Nous considérons que le risque que les réformes soient édulcorées par les futurs gouvernements est important.

Italie	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	0.3	-8.9	6.3	2.0	1.5	1.0	1.0	3.0
Inflation, %	0.6	-0.1	0.9	0.6	1.0	1.0	1.2	1.2
Chômage, %	9.9	9.4	11.8	12.7	11.4	12.4	10.9	12.1
Solde budgétaire, % du PIB	-1.6	-10.4	-7.7	-9.9	-7.3	-9.8	-7.0	-8.6
Dette publique, % du PIB	135	157	159	166	162	173	165	174

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

ESPAGNE

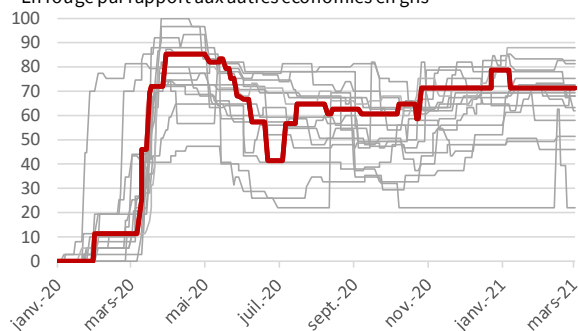
- **L'activité a marqué le pas au T4-20, l'intensité du rebond de 2021 dépendra de l'évolution de la crise sanitaire.**
- **Le plan d'urgence et de relance de l'Espagne représente 11,1 % du PIB.**
- **La dette publique devrait encore augmenter à partir de 2022.**

L'Espagne a enregistré la plus grande contraction du PIB en 2020 de toutes les grandes économies du G20. Le PIB a terminé 11% en dessous de son niveau de 2019. Le pays, particulièrement exposé au secteur des services d'hôtellerie et restauration, a vu sa demande intérieure et extérieure se dégrader fortement en 2020.

Les nouvelles restrictions, bien que plus ciblées que celles déployées au printemps, auront un impact négatif sur l'activité au cours des prochains mois, notamment sur le secteur des services qui nécessitent un degré élevé d'interaction sociale. Le Premier ministre Pedro Sanchez a annoncé début février que l'Espagne n'accueillerait pas de touristes étrangers en masse avant que 70% de la population ne soit vaccinée, soit probablement d'ici la fin de l'été 2021. Ceci aura un impact négatif sur le secteur du tourisme qui représente 12% du PIB, une part supérieure à la moyenne européenne (environ 5% du PIB).

Des restrictions plus ciblées

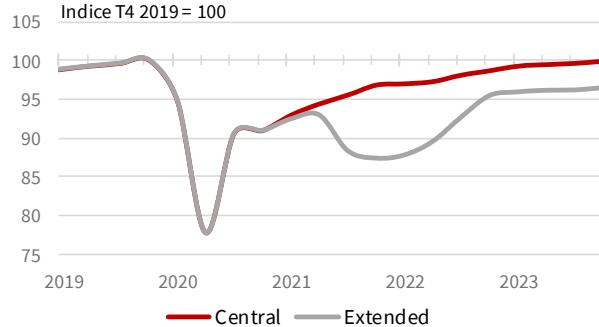
Espagne - Intensité des restrictions
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Source : Université d'Oxford

Retour au PIB d'avant-crise en 2023

Espagne - PIB en niveau
Indice T4 2019 = 100



Source : SG Études économiques et sectorielles

L'empreinte de la crise sanitaire sur l'emploi pèsera aussi sur la croissance à moyen terme. Les destructions d'emplois massives à prévoir dans les filières liées au tourisme, amorcées dès janvier sous l'effet de la tempête Filomena qui a paralysé le centre de l'Espagne, vont faire augmenter le taux de chômage et pénaliseront la croissance.

Les perspectives d'investissements seront elles-aussi limitées. Les normes de crédit continueront à se resserrer en 2021, tant dans le segment du financement des ménages que dans celui des entreprises. En outre, la suppression éventuelle des moratoires sur les dettes à moyen terme pourrait mettre en péril la capacité de remboursement des agents les plus vulnérables, aggravant le resserrement des conditions de financement. Enfin, de nombreuses décisions d'investissement

pourraient être retardées en raison du degré élevé d'incertitude concernant les ventes futures, de la baisse du degré d'utilisation des capacités de production et de la diminution des fonds disponibles pour ces dépenses.

Mesures budgétaires d'urgence et de relance	Taille Mds EUR
▪ Plan d'urgence (2020-2021) 66,7 ▪ Aides et subventions en faveur des entreprises 0,26 ▪ Mesures fiscales de soutien aux entreprises 6,35 ▪ Dépenses publiques de santé 13,28 ▪ Mesures de soutien au revenu des ménages 16,05 ▪ Mesures de stimulation de la consommation et de l'investissement des ménages 0,25 ▪ Autres crédits ouverts et dépenses publiques 3,3 ▪ Aides aux TPE-PME, travailleurs indépendants et professions libérales 9,4 ▪ Dispositifs d'activité partielle (ERTE) 17,8 ▪ Plan de relance (2021-2023) 71,9 ▪ Plan national de soins et d'emploi 4,1 ▪ Promotion de la culture et du sport 0,8 ▪ Agenda urbain et rural 11,2 ▪ Résilience des infrastructures et des écosystèmes 8,9 ▪ Investissements liés à la transition énergétique 6,4 ▪ Modernisation de l'administration publique 3,6 ▪ Modernisation du tissu industriel et des PME 12,3 ▪ Accord pour la science, l'innovation et le renforcement du système de santé 11,9 ▪ Investissements en faveur du système éducatif et de la formation continue 12,7	
Total cumulé des plans	138,6
% du PIB 2019	11,2

Source : DG Trésor, note comparative du 27 novembre 2020, SG Études économiques et sectorielles

Dans ce contexte, le plan d'aide européen *Next Generation EU* (NGEU) sera primordial pour relancer l'activité économique en 2021. L'Espagne soumettra lors du premier semestre les détails complets de son plan de relance à la Commission européenne et, après son approbation prévue, commencera à recevoir des fonds en milieu d'année. Ces fonds totaliseront 72 Mds EUR de transferts non remboursables entre 2021 et 2023, soit 5,8% du PIB. Le gouvernement prévoit d'utiliser 27 Mds EUR de subventions NGEU cette année par anticipation des fonds budgétés.

Le ration de dette publique est attendue à la baisse en 2021. En effet, le plan de relance de 72 Mds EUR étalé sur trois ans proposé par le gouvernement s'appuie exclusivement sur les ressources de l'instrument NGEU. Cette moindre dépense sera accompagnée par la baisse attendue des régimes de chômage partiel (ERTE) et le desserement des recettes fiscales à mesure que l'activité repartira au second semestre.

L'intensité du rebond sera avant tout dictée par l'avancée dans la campagne de vaccination d'ici cet été. Au-delà de 2021, la reprise du tourisme devrait s'accélérer, la plupart des obstacles à l'activité étant levée, tandis que la croissance de la demande intérieure devrait se modérer une fois que la demande refoulée sera réabsorbée. Le sentier de croissance devrait ainsi se stabiliser autour des 2% en 2022/2023.

Espagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	2.0	-11.0	7.2	2.0	3.0	1.2	1.8	5.2
Inflation, %	0.8	-0.3	1.0	0.5	1.8	1.7	1.3	1.3
Chômage, %	14.1	15.6	17.4	18.6	17.0	18.9	16.4	18.2
Solde budgétaire, % du PIB	-2.9	-12.0	-8.7	-11.8	-7.6	-11.7	-7.1	-9.7
Dette publique, % du PIB	96	118	117	127	119	136	122	137

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

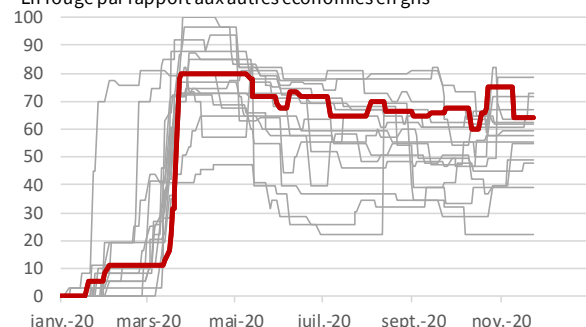
ROYAUME-UNI

- **Le déploiement rapide du vaccin alimente l'espoir d'un fort rebond en 2021.**
- **Les effets d'hystérèse de la crise et les conséquences du Brexit vont peser sur la croissance potentielle.**
- **Les politiques budgétaires et monétaires ont jusqu'à présent partiellement amorti le choc. Le plan « *Build Back Better* » ne suffira pas à compenser les effets de long terme de la crise et du Brexit.**

La croissance économique du Royaume-Uni au T4-20 (+1%) a surpris à la hausse mais la production est demeurée bien inférieure aux niveaux observés avant la pandémie (-7,8% par rapport au T4-20). Cet écart plus important avec les niveaux pré-existants, en comparaison avec des pays similaires, continue de traduire les effets de confinements plus longs et de l'incertitude liée au Brexit. À court terme, la reprise est menacée par les sévères restrictions qui ont été mises en place tout au long du T1-21 et par le déconfinement très progressif récemment annoncé par le Premier ministre - la levée des dernières restrictions est prévue au plus tôt fin juin. Le déploiement rapide des vaccins nourrit cependant l'espoir d'un rebond marqué de l'activité et de la consommation à partir du deuxième trimestre de l'année 2021. Malgré ce rebond, nous ne nous attendons pas à ce que l'économie britannique recouvre le niveau d'activité pré-existant à la pandémie avant la fin de 2023 dans notre scénario central, en raison des effets d'hystérèse résultants de la crise, notamment sur le marché du travail, et de la dégradation de la balance commerciale liée aux nouvelles règles régissant les relations entre le Royaume-Uni et l'UE27.

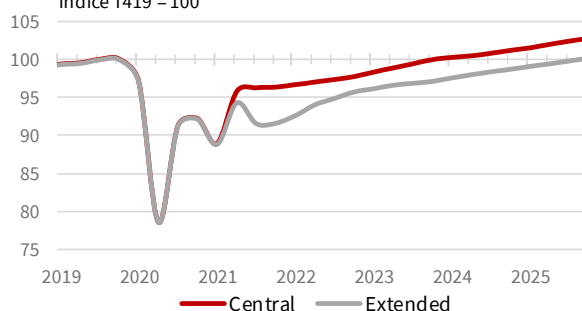
Des restrictions importantes en 2020

Royaume-Uni - Intensité des restrictions
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Le rétablissement de l'activité sera long

Royaume-Uni - PIB en niveau
Indice T419 = 100



Source : Université d'Oxford

Source : SG Études économiques et sectorielles

Pour atténuer l'effet des restrictions sur l'activité économique, les autorités britanniques continueront à actualiser leur programme de soutien aux ménages, aux entreprises.

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). Depuis la fin la fin de l'année 2020 et l'imposition de nouvelles restrictions, 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).

Le 3 mars 2021, le chancelier Sunak a annoncé un nouveau plan budgétaire de GBP 65 Mds. En tête de liste, le plan a étendu et adapté diverses mesures de soutien aux entreprises et aux ménages dans le cadre de la pandémie. Le plan a également offert des moyens supplémentaires pour le déploiement des vaccins. Dans le but de stimuler l'emploi, le plan a annoncé diverses mesures de soutien aux groupes à faibles revenus. Dans l'optique de renforcer les finances publiques, le Chancelier a annoncé une augmentation du taux d'imposition des sociétés à 25 %, qui reste parmi les plus bas des grandes économies avancées. Enfin, le nouveau budget a coïncidé avec la publication du plan *Build Back Better* du gouvernement. L'objectif est de donner un coup de pouce aux infrastructures, aux compétences et à l'innovation. Néanmoins, ce plan ne suffira sans doute pas à compenser les effets économiques du Brexit et de la crise du Covid19.

Mesures budgétaires adoptées	Mds GBP
Dépenses publiques :	Services
de santé, autorités locales ; mesures sociales pour les personnes vulnérables, mesures à destination du rail	127
Dispositif de sauvegarde l'emploi :	
Chômage partiel, mesures d'aide pour les indépendants et bonus de maintien dans l'emploi	73
Paquet de mesures sociales :	
Crédit universel - seuil de revenus minimaux, augmentation du crédit universel de 20gbp, suppression du délai de carence et modification de l'allocation logement	8
Mesure de soutien aux entreprises :	
Transferts directs aux PME et annulation de l'impôt foncier des entreprises	66
Projet du budget 2021 :	
<i>Prolongation du dispositif de sauvegarde de l'emploi d'avril à sept 2021</i>	
<i>Prolongation de la suspension de la taxe sur les transactions immobilières.</i>	
<i>Prolongation des baisses de TVA</i>	
Total	277
<i>Total y compris Projet du Budget 2021</i>	<i>344</i>

L'ampleur du plan de soutien public s'explique aussi par le fait que le système de couverture social au Royaume-Uni offre un niveau relativement faible d'aide aux chômeurs par rapport à d'autres pays européens. Selon les dernières données, le chômage s'élevait à environ 1,7 million de personnes en décembre 2020, soit 5,1 %, le chiffre le plus élevé depuis cinq ans. Ce chiffre serait sans aucun doute beaucoup plus élevé sans le plan de soutien du gouvernement, qui couvre actuellement environ 6,4 millions d'emplois. Dans notre scénario central, nous prévoyons que le taux de chômage culmine à 7,8 % au T3-21.

L'économie britannique est également soutenue par des politiques monétaires 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 2020. 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 2020. 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 2020. 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 75Mds auprès des banques et des marchés financiers de mars à décembre, ce qui a entraîné une augmentation de 9,5% de l'encours de dette au cours des 12 derniers mois à la fin décembre. Le financement par actions a également été dynamique depuis mars, avec GBP 23Mds levés à la fin décembre. Ce financement en fonds propres limite les risques de stabilité financière résultant de la crise.

L'accord négocié entre le Royaume-Uni et l'EU27 sur leur relation à compter de 2021, obtenu fin décembre, évite l'introduction de droits de douane et de quotas sur le commerce des biens mais le Royaume-Uni est sorti de l'union douanière. Les échanges de biens sont dorénavant conditionnés à des déclarations douanières et autres formalités administratives qui sont autant de frictions au commerce. L'accord est extrêmement parcellaire en matière de services (50% des exports britanniques vers l'EU27) où il se cantonne à une obligation de non-discrimination. Pour les prestataires de services britanniques, la fin de la période de transition implique de se conformer aux règles du pays d'accueil de chaque État membre, car ils ne

bénéficieront plus du principe du "pays d'origine", de la reconnaissance mutuelle ou du "passporting". L'UE27 n'a accordé le statut d'équivalence des normes réglementaires britanniques que temporairement et dans des domaines spécifiques des services financiers, tels que la compensation des produits dérivés, pour des questions de stabilité financière. L'extension et la pérennisation de ce statut d'équivalence à un large champ de services financiers est peu probable en dépit de la volonté britannique de poursuivre les négociations sur cette question.

Par conséquent, l'accord ne clôt pas les discussions entre les parties qui se poursuivront en outre, sur les services financiers et le transfert de données qui est pour l'heure permis par un accord temporaire de six mois. À moyen et long terme, nous continuons de considérer 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%.

Royaume-Uni	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	1.4	-9.9	5.0	2.0	3.0	3.0	2.0	2.5
Inflation, %	1.8	0.9	1.7	1.2	2.1	1.9	2.0	1.9
Chômage, %	3.8	4.5	7.1	8.2	6.4	7.3	5.3	5.8
Solde budgétaire, % du PIB	-2.3	-13.1	-10.2	-14.2	-6.1	-7.4	-4.8	-6.2
Dette publique, % du PIB	85	102	105	112	106	114	106	115

Central = Scénario central

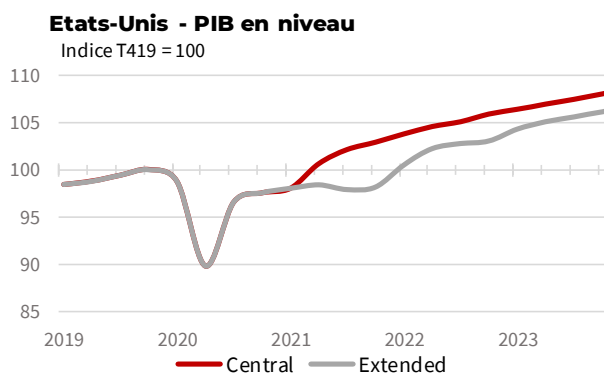
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

ÉTATS-UNIS

- **La croissance est attendue en forte accélération dans un contexte d'important soutien budgétaire et de reprise de la consommation et de l'investissement.**
- **La Fed devrait garder des conditions financières favorables en 2021 malgré une inflation qui pourrait être temporairement plus élevée.**
- **Les principaux risques pour l'économie sont une détérioration marquée de la crise sanitaire et un resserrement des conditions financières en cas de dérapage de l'inflation ou simplement par la hausse des anticipations d'inflation.**

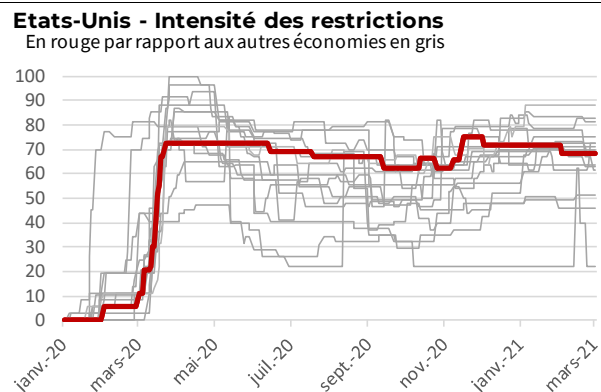
La reprise de l'activité aux États-Unis devrait accélérer au cours des trimestres à venir. Le PIB a progressé de 4% au T4-20 en rythme annualisé, reflétant la récupération de la consommation privée et de l'investissement des entreprises suite au choc Covid19 mais aussi la bonne dynamique de l'investissement résidentiel. Ce dernier s'est montré résilient (6% en 2020) soutenu par des conditions financières favorables et la forte progression du revenu des ménages. En effet, le revenu disponible des ménages a augmenté de 7% en 2020, ce malgré la contraction de l'économie, grâce aux divers transferts du gouvernement implémentés en 2020 dans le cadre des plans de soutien.

L'économie devrait retrouver son niveau d'avant crise mi 2021



Source : BEA, SG Etudes économiques et sectorielles

L'indice d'intensité des restrictions reste relativement élevé



Source : Université d'Oxford

L'économie devrait fortement accélérer et retrouver son niveau d'avant crise à la fin du T2-21 dans la mesure que le plan de vaccination avance et les différentes mesures de soutien implémentées et à venir permettent un rebond important de la demande interne. En effet, les ménages et les entreprises sortent de cette crise avec des bilans relativement solides. Le surplus d'épargne des ménages, résultant de la hausse du revenu et des restrictions à la consommation liées aux mesures sanitaires, est estimé à 1 600 mds de USD (8% du PIB). Ce surplus d'épargne devrait continuer d'augmenter grâce au nouveau plan de soutien de l'administration Biden qui prévoit 1000 mds

USD de transferts aux ménages sous forme d'allocations chômage, allocations familiales et envoi de chèques aux ménages.

Du côté des entreprises, le taux de marge des entreprises est resté stable grâce aux subventions du gouvernement (600 mds USD de prêts garanties), alors que le nouveau plan de soutien prévoit 150 mds USD d'aide supplémentaire aux entreprises et 450 mds USD aux collectivités locales pour des besoins d'investissement entre autres. Ainsi la levée progressive des restrictions sanitaires devrait se traduire par un fort rattrapage de la consommation et l'investissement, permettant à l'économie de retrouver son niveau d'avant crise à la fin du deuxième trimestre de 2021. Au total, le PIB devrait progresser 5.3% en 2021 et 3.8% en 2022. En cas de prolongation de la crise sanitaire, la reprise serait plus modeste en 2021 avec 2.5% de croissance pour rebondir plus fortement en 2022.

Principales mesures fiscales liées à la crise Covid19 (mds USD)

	CARES act (2020)	CRRSA act (2021)	ARP act (2021)
Soutien aux entreprises	611	325	150
Prêts garanties aux entreprises	600	284	150
Autres	11	41	
Soutien aux ménages	832	337	1000
Hausse et extension des allocation chômage	500	120	400
Chèques et rabais fiscaux	290	166	600
Autres	42	51	
Education	32	82	
Dépenses de santé	180	63	400
Transport	72	45	
Soutien aux compagnies aériennes	58	18	
Soutien aux autres secteurs	14	27	
Baisse d'impôts	300	30	
Autres dépenses	25	29	
Capital pour les programmes de la Fed	510		
Soutien aux collectivités locales	150		350
FEMA	45		
Total	2 757	911	1 900

L'inflation reste modérée (1.5% en janvier) mais devrait augmenter pour se situer au dessus de la « cible classique » de 2% au cours des prochains mois. D'une part, l'inflation énergétique devrait significativement augmenter dans le sillage d'un cours du brut plus élevé et des aléas climatiques au Texas qui ont causé une baisse importante de la production et une explosion du prix de l'électricité. D'autre part, la levée des restrictions sanitaires et la reprise de la consommation des services devrait permettre un rebond des prix des services, en décélération depuis le début de la crise. Cependant, une fois ces effets de base passés, l'inflation devrait revenir progressivement vers le niveau « cible » classique de 2%. En effet, même si le plan de relance va situer le PIB au dessus de son niveau potentiel d'après le CBO, celui ci ne

devrait pas s'accompagner par des signes de surchauffe persistantes, la plupart de ces mesures étant de nature temporaire et de substitut de revenu pendant la durée de la crise. De plus, le marché de l'emploi devrait continuer de s'améliorer progressivement, avec un taux de participation se redressant plus tardivement que l'activité, ce qui modèrera les pressions inflationnistes. Finalement, les éléments plus structurels qui ont contribué à la modération de l'inflation comme la robotisation, sont toujours présents.

Dans ce contexte et dans le cadre des nouveaux objectifs (inflation sous-jacente en moyenne à 2% dans la durée et maxisimisation du niveau d'emploi), la Fed devrait maintenir la fourchette de son taux de politique monétaire à 0%-0.25% ainsi que les achats de titres publics en 2021. La Fed arrêterait ses achats de titre en 2022, une fois la reprise de l'économie et de l'emploi bien amorcées, et la première hausse des taux interviendrait en 2023.

Les principaux risques pour l'économie américaine sont une prolongation de la crise sanitaire et une forte correction des marchés financiers. La crise sanitaire s'est atténuée depuis le début de l'année avec une baisse du nombre de cas et des hospitalisations alors que le rythme de vaccination augmente. Néanmoins, en cas de nouvelle hausse importante des cas et hospitalisation ou de la propagation d'une nouvelle souche, il est probable que la nouvelle administration impose des mesures plus restrictives, retardant la reprise de l'activité. Le deuxième risque est celui d'une correction forte du marché obligataire. Dès l'annonce de la taille du plan de soutien de Biden et la forte reprise des prix de l'énergie, les taux obligataire a long terme ont augmenté, les marchés pariant sur un retour de l'inflation qui obligerait la Fed à resserrer les conditions financières. Cette correction sur les marchés obligatoires s'est aussi transmise sur le marché actions. Ainsi une poursuite de cette tendance pourrait resserrer les conditions financières alors que la reprise de l'emploi n'est pas encore amorcée.

Etats-Unis	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	2.2	-3.5	5.3	2.5	3.8	4.1	2.2	3.0
Inflation, %	1.8	1.3	3.0	2.1	2.5	3.0	2.5	2.3
Chômage, %	3.6	6.8	4.3	6.6	3.8	5.0	3.6	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-6.7	-13.1	-10.5	-17.0	-8.0	-13.0	-5.5	-10.0
Dette publique, % du PIB	80	103	106	112	109	116	111	120

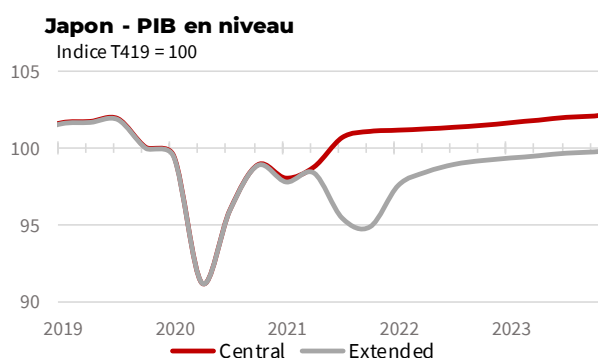
Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

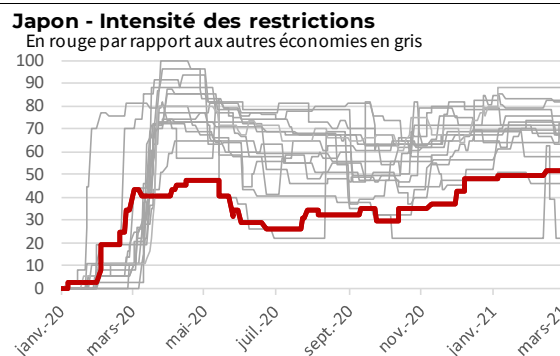
JAPON

- **Le niveau du PIB trimestriel devrait retrouver son niveau d'avant Covid19 au cours du second semestre 2021.**
- **De nouvelles mesures visent à contrer le risque de déflation .**
- **La relance fiscale considérable verra son impact échelonné dans le temps, et la dette publique augmente.**

Une reprise graduelle du PIB



Davantage de restrictions dues à la 3^{ème} vague



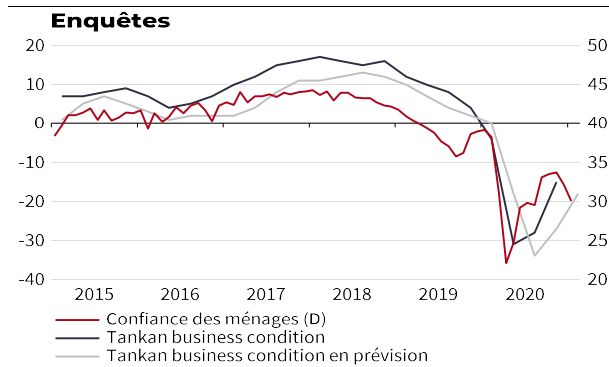
La reprise de l'économie se poursuit, mais à un rythme modéré. Le PIB trimestriel retrouvera son niveau d'avant Covid19 durant la deuxième moitié de 2021, en raison notamment du fort rebond enregistré au T3 et T4 2020.

Une troisième vague du Covid19 est intervenue en janvier, ce qui a nécessité la remise en place de l'état d'urgence dans 10 préfectures pendant deux mois. Avec un début tardif de la campagne de vaccination (le 17 février), les incertitudes sanitaires vont laisser des empreintes sur la vigueur de reprise.

La confiance des ménages retombe en conséquence. Avant qu'un seuil critique d'immunité collective ne soit atteint, il est peu envisageable de pronostiquer une remontée sans entrave de la confiance des ménages. La consommation, bien qu'en progression par rapport à 2020, continuera de suivre une reprise sinueuse.

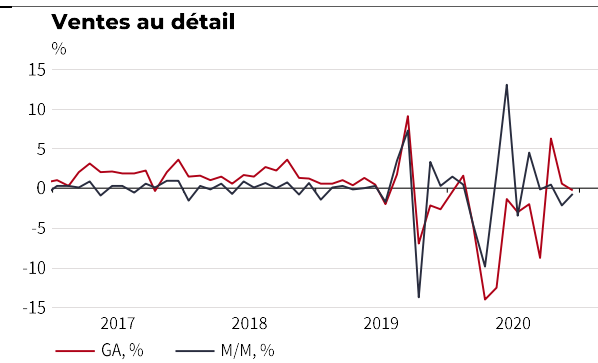
Du côté des entreprises, les enquêtes Tankan révèlent qu'une certaine amélioration en la perception de la conjoncture. Mais les indices restent largement en-dessous de zéro – indiquant que l'environnement économique est jugé davantage défavorable par les entreprises.

La faible confiance des agents économiques



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

Une reprise sinueuse des ventes au détail



Source : Datastream Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Le risque de spirale déflationniste reste présent dans un tel contexte de moral en berne. La société japonaise vieillissante a déjà connu un passé déflationniste. Si la perception des ménages ne s'améliore pas à cause d'une crise sanitaire prolongée, cela impliquerait le retour à la normale très lent de leur niveau de consommation. L'investissement serait alors impacté, et l'objectif de reflation deviendrait encore plus difficile à atteindre.

En effet, l'inflation s'est enfoncée dans la zone négative. Celle excluant les produits frais est négative depuis le mois de juillet 2020, alors que la cible de la BoJ est de 2%.

Mesures

Taille JPY/1000mds

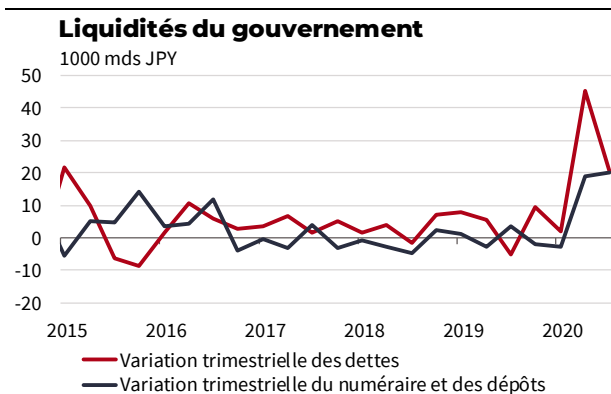
Subvention aux PME, indépendants et travailleurs en chômage partiel	7.1
Distribution de revenu aux ménages (JPY 100 000 par pers)	12.8
Subventions de loyer pour les entreprises	2.0
Dépenses dans le système médical	7.3
Dépenses dans les installations publiques	4.7
Autres dépenses pour amélioration structurelle 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>)	2.7
Réserves de prévention contre futures épidémies	10.0
Programme de digitalisation et de neutralité carbone	2.8
Mesures visant à améliorer la productivité (aide aux PME, à la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, etc)	2.4
Aide à l'emploi et au bien-être de la population	5.4
Dépenses sur la prévention des désastres et la sécurité	3.1
Total	82.5
% PIB	14.8%

Devant ce risque, l'effort de relance fiscale est considérable malgré un ratio de dette publique sur PIB déjà proche de 240%. Le gouvernement japonais n'a pas hésité à annoncer un plan de relance supplémentaire de 73 600 milliards de yen (13% du PIB)

en décembre 2020, et le « *mamizu* » - les dépenses réelles - de tous les plans annoncés pourrait aller jusqu'à 15% du PIB, mais l'implémentation prendra du temps. L'ambition de la politique fiscale tarde à se réaliser pleinement. En effet, le gouvernement se retrouve avec un surplus massif de liquidité, résultat des levées de fonds non dépensés. Ce surcroît de liquidité verra son utilisation échelonnée et contribuera à la croissance au-delà de la période budgétaire initiale qui prend fin en mars 2021.

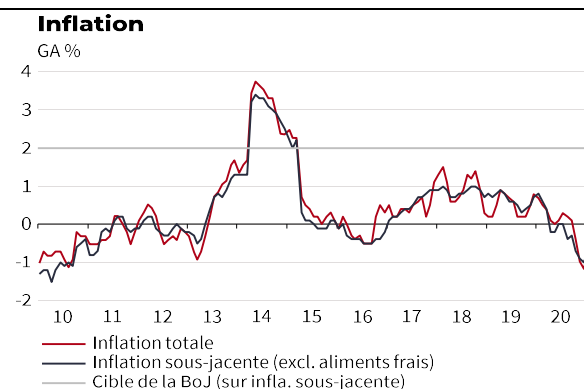
Du côté monétaire, aucun changement majeur est attendu. La conduite de la politique monétaire devrait continuer à cibler les taux court (-0,1%) et long (0%), permettant une certaine stabilité de conditions de financement extrêmement favorables. En 2020, le bilan de la BoJ a augmenté de 23 points de pourcentage du PIB, atteignant 125%. Le rythme d'achat des titres de l'Etat devrait ralentir nettement en 2021.

Le surcroît de liquidité à utiliser plus tard



Source : BoJ, SG Études économiques et sectorielles

L'enfoncement de l'inflation



Source : BoJ, SG Études économiques et sectorielles

Enfin, le ratio de dette sur PIB s'approchant de 250% du PIB, la question de soutenabilité de la dette se reposera si la période de déflation se prolonge. 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 ultimement affecter la perception du risque des investisseurs.

Inde	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	4.9	-8.0	10.0	6.5	5.8	7.0	4.7	5.2
Inflation, %	4.5	6.6	5.0	6.3	5.0	5.5	5.0	5.2
Solde courant, % du PIB	-1.1	0.6	-1.0	0.2	-1.2	-1.0	-1.2	-1.0
Solde budgétaire, % du PIB	-7.4	-13.0	-10.0	-13.0	-9.0	-8.0	-7.0	-7.5
Dette publique, % du PIB	72	86	85	90	86	88	85	87

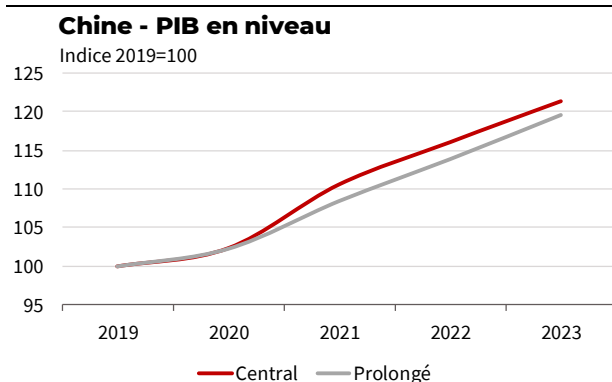
Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

CHINE

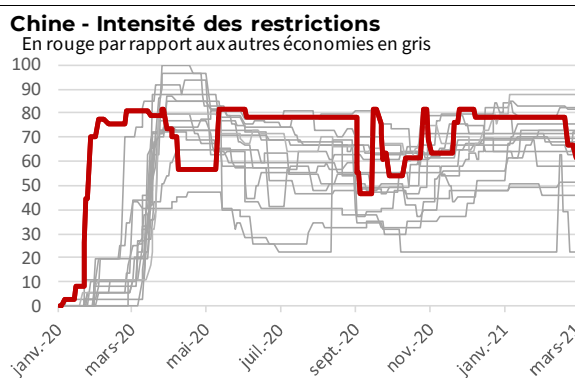
- La reprise a ralenti au tournant de l'année mais elle devrait reprendre de la vigueur.
- Le policy-mix, moins accommodant, met l'accent sur la réduction du risque lié à l'endettement.
- Un équilibre est à trouver entre la hausse du risque de crédit et les besoins de financement de l'économie.

Une crise prolongée nécessiterait davantage de soutien



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

Malgré l'intensité élevée des restrictions, l'impact est léger sur la vie socio-économique

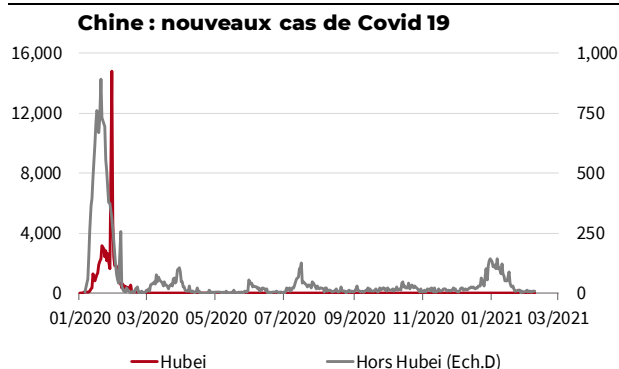


Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

La reprise de l'économie devrait se renforcer après le ralentissement constaté en fin 2020 et début 2021. Le *momentum* se maintiendrait pendant les premiers trimestres 2021 avant de revenir progressivement sur sa tendance de long terme dans les années suivantes.

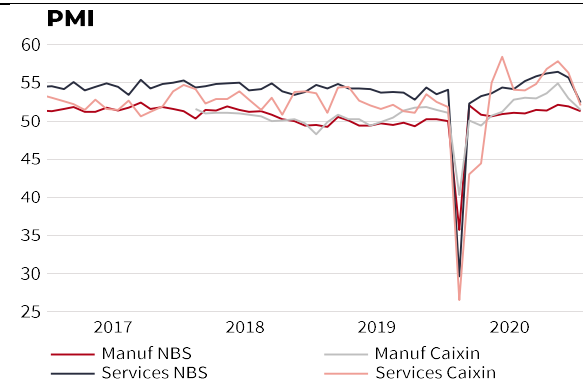
La reprise de contaminations Covid19 en décembre et janvier derniers a entraîné le renforcement des mesures sanitaires et ainsi une décélération de l'activité surtout pour la consommation de services. L'impact devra être temporaire compte tenu du mode de gestion de la crise sanitaire qui permet de faire descendre la courbe de contaminations dès l'apparition des prémices de la remontée. Même si la vaccination se déroule plus lentement que dans les pays les plus avancés en la matière, la Chine pratique une politique basée sur l'élimination des sources de contamination, ce qui maintient l'activité économique et sociale, dans l'attente d'atteindre l'immunité collective. Par conséquent, si de légères perturbations sont possibles dans la reprise économique en raison de la hausse temporaire des cas Covid19, l'activité reprendra rapidement son cours.

La hausse temporaire des cas



Source : NHC, SG Études économiques et sectorielles

La reprise de l'activité au ralenti



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
Total	8000
% PIB	8%

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

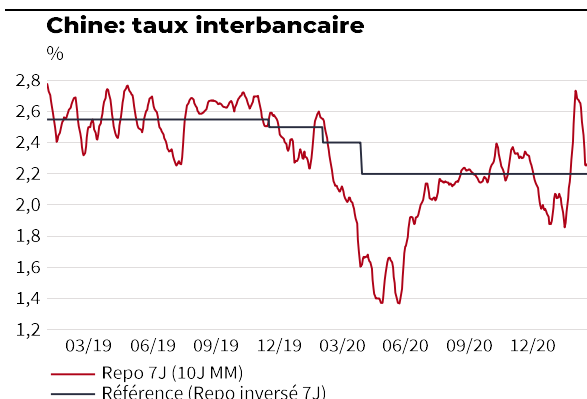
Les politiques de soutien sont devenues moins accommodantes, mais d'une part, elles continuent d'agir favorablement sur la conjoncture et d'autre part, la normalisation est favorable à une meilleure soutenabilité de croissance.

La banque centrale a très tôt procédé à une remontée du taux de financement interbancaire, dès le mois de juin. Puis, elle a rappelé sa ligne de conduite en retirant des liquidités en fin janvier alors que la Chine se préparait à la festivité la plus importante de l'année. En résulte une décélération en la croissance du crédit qui a atteint son pic en octobre/novembre 2020. Or, le cycle du crédit a généralement un effet décalé de 2 ou 3 trimestres sur le cycle de l'économie réelle. Ses effets devraient donc porter sur les premiers trimestres de 2021.

Du côté fiscal, le déficit public élargi en 2020 s'avère moins important que prévu (-8 720 milliards vs. -11 700 milliards de yuans). Les dépenses dans le cadre du fond fiscal (auquel contribuent les obligations spéciales des gouvernements locaux - SLGB) n'ont été moindres que prévu au budget (11 800 milliards vs. 12 600 milliards de yuans). Le fait que les gouvernements locaux n'ont pas émis autant de SLGB que le montant qui leur était alloué dans le cadre du stimulus (3 480 milliards vs. 3 750 milliards de yuans) corrobore le constat précédent. L'application plus prudente en fin d'année, avec la quasi-absence d'émission nette des SLGB, est un signe avant-

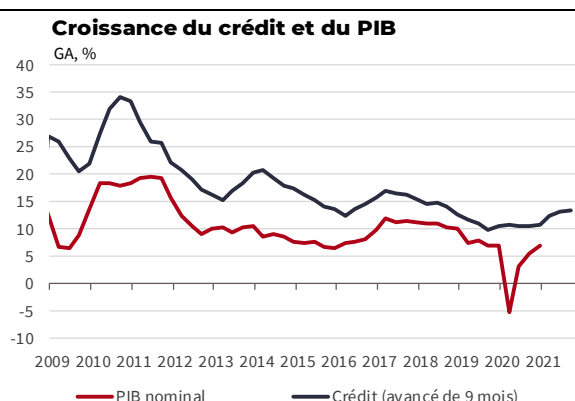
coureur de la normalisation fiscale et d'une politique économique qui vise désormais à réduire le risque lié à l'endettement.

Le taux interbancaire rehaussé en janvier



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

Le cycle du crédit encore favorable



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

Ce dernier, étant devenu la priorité de politique économique, comprend plusieurs volets : éviter de sur-stimuler l'activité ; tolérer les défauts de crédits ; limiter et renforcer la régulation sur le crédit immobilier, le développement du crédit dans la Fintech et l'endettement des gouvernements locaux ; et enfin recapitaliser le secteur bancaire. Ce changement de priorité laisse la croissance au second plan et intervient bien avant que l'activité économique du reste du monde retrouve son niveau d'avant crise. Une conséquence directe est la convergence plus rapide de la croissance vers sa tendance du long terme. C'est favorable à une meilleure soutenabilité compte tenu de l'endettement total très élevé (280% du PIB).

En phase de normalisation du stimulus, le risque de crédit réémergera d'autant plus qu'une certaine tolérance lui est accordée. Un équilibre délicat est donc à trouver entre autoriser une hausse raisonnable de ce risque et continuer à subvenir au besoin du financement de l'économie.

Chine	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	6.0	2.3	8.0	6.0	4.9	5.0	4.6	5.0
Inflation, %	2.9	2.5	1.7	1.5	2.3	2.2	2.3	2.3
Solde courant, % du PIB	1.0	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
Solde budgétaire, % du PIB	-3.1	-3.6	-2.8	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-2.8
Dette publique, % du PIB	39	46	44	45	44	45	44	45

Central = Scénario central

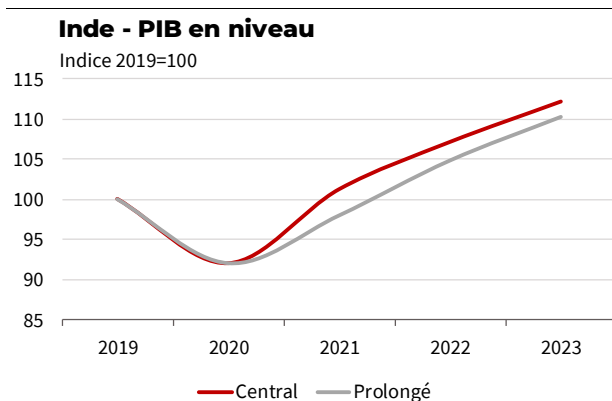
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

INDE

- La reprise est plus forte que prévue mais certaines fragilités demeurent.
- La marge de manœuvre fiscale est limitée, la transmission de la politique monétaire partielle.
- Le système financier reste vulnérable malgré le répit accordé par le moratoire.

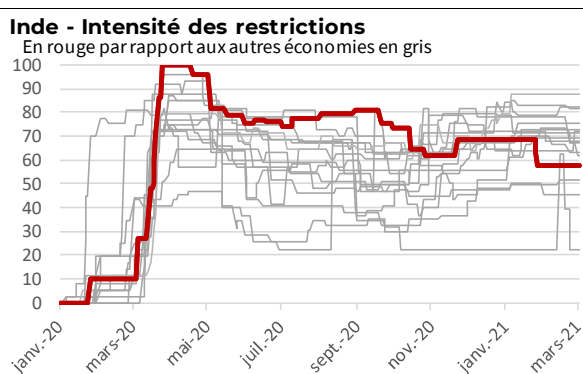
La reprise de l'activité suit son cours, grâce à une évolution plus favorable de l'épidémie. La croissance devrait rebondir après la forte contraction en 2020. Elle convergera ensuite vers sa tendance de long terme, mais est fragilisée par des problèmes structurels.

Une croissance plus faible après la reprise



Source : SG Études économiques et sectorielles

Moins d'infections, moins de restrictions



Source : Université d'Oxford

Mesures adoptées

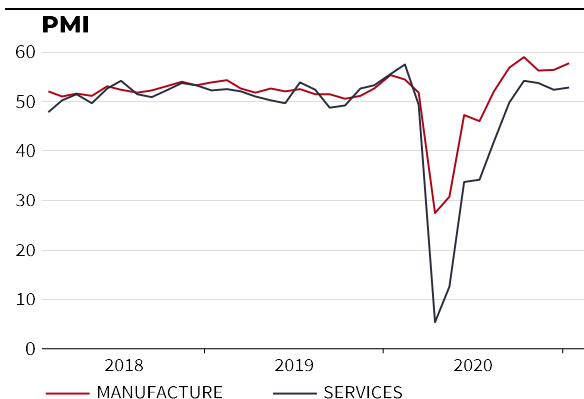
	Taille* Mds INR
Stimulus annoncé en mars basé sur <i>Pradhan Mantri Garib Kalyan Package</i> (un programme visant à soutenir les ménages à faible revenu, par des versements de liquide ou en nature)	910
Païement de contribution à l'EPF (<i>Employment Provident Fund</i>) par le gouvernement pendant 6 mois. 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 dans le secteur de l'agriculture	150
Investissement dans 8 secteurs critiques (charbon, minerais, défense, espace aérien, infrastructure sociale, distribution d'électricité, aéronautique et énergie nucléaire)	481
Total	2229
% du PIB	1,2%

La courbe des cas journaliers n'étant pas remontée, le taux d'incidence (5,6 pour un million d'habitants) est parmi les plus faibles de l'Asie. De plus, une campagne de vaccination a débuté en janvier. Malgré la prise de retard dans le programme de vaccination, l'Inde est l'un des premiers pays émergents à l'avoir commencé. La situation de la pandémie étant devenue plus clémente qu'au T4 2020, une partie de demande restreinte par la pandémie devrait désormais se libérer. La reprise est ainsi plus forte que prévue.

Cependant, les vulnérabilités demeurent, ce qui exerce une force de rappel sur la croissance qui retomberait ensuite sur des niveaux plus faibles.

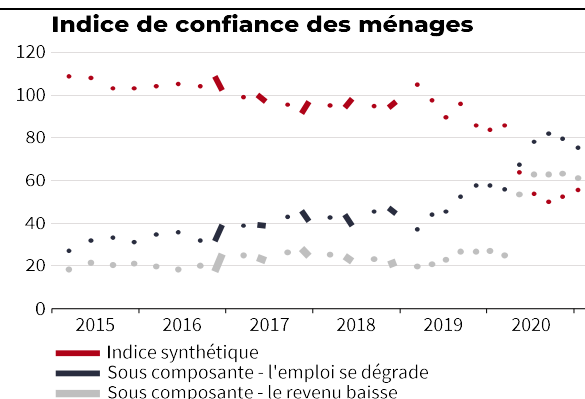
D'abord, la confiance des ménages peine à se rétablir. Cela reflète probablement un marché d'emploi peu dynamique. Encore 75% de répondants à l'enquête de confiance de la RBI pour le mois de janvier 2021 pensent que leur situation d'emploi se dégrade et 60% disent que leur revenu est plus faible. D'où un frein à une pleine reprise de la consommation.

La reprise de l'activité est en cours...



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

... mais la confiance des ménages reste faible

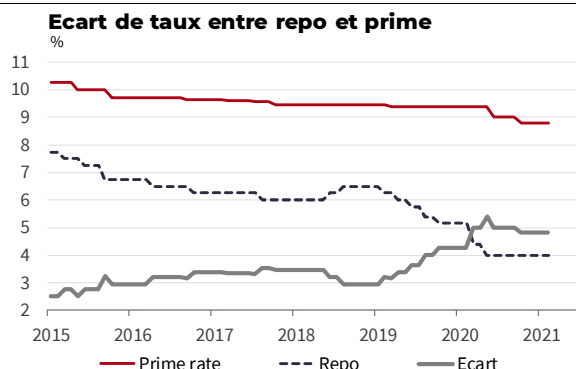


Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

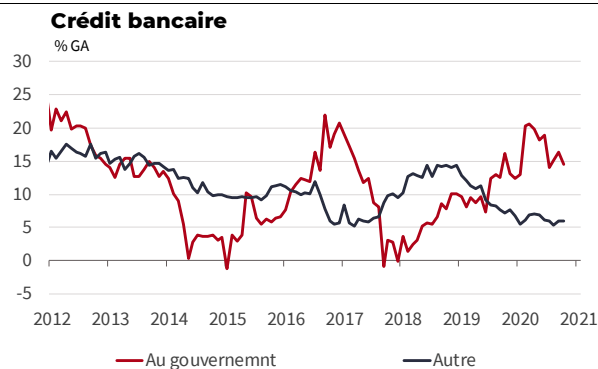
Puis, les problèmes structurels demeurent.

D'abord, le ratio élevé de dette publique (proche de 90% du PIB) contraint la capacité du gouvernement à soutenir la croissance. Le plan de relance de 2020 est en réalité relativement peu ambitieux (moins de 2% du PIB en dépenses réelles) alors que le PIB s'est contracté de 24% au T2 2020. Le budget de l'année fiscale 2021-2022 ne prévoit que 1% de croissance pour les dépenses mais une hausse de 15% pour les revenus. D'ailleurs, le gouvernement a même baissé drastiquement (-40%) les dépenses destinées à soutenir l'économie rurale, à savoir les subventions pour les aliments, les engrais, et le soutien à l'emploi rural. Ces trois postes ne représentent plus que 11,6% du budget 2021-2022 au lieu de 19,4% à l'année fiscale précédente. Si le nouveau budget est caractérisé par une réduction de l'impulsion fiscale, cette dernière est particulièrement marquée pour l'économie rurale.

La transmission monétaire très partielle



La faible croissance du crédit



Mesures

Taille* INR/mds

Stimulus annoncé en mars basé sur <i>Pradhan Mantri Garib Kalyan Package</i> (un programme visant à soutenir les ménages à faible revenu, par un versement de liquide ou en nature)	910
Païement 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 d'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 dans le secteur de l'agriculture	150
Investissement dans 8 secteurs critiques (charbon, minerais, défense, espace aérien, infrastructure sociale, distribution d'électricité, aéronautique et énergie nucléaire)	481
Investissement public supplémentaire	370
Programme d'incitation à la production dans 13 secteurs prioritaires (dépenses sur 5 ans)	1479
Hausse de subventions de fertilisants	555
Aide à la construction du logement urbain	185

Total **4818**

% PIB **2.6%**

*estimation de dépenses fiscales

Ensuite, la vulnérabilité du système financier est à l'origine d'une transmission très partielle de l'assouplissement monétaire. Le pays a déjà connu une série de défaillances des institutions financières avant la crise sanitaire. Les banques indiennes ont un ratio de prêts non performants (NPL) à 8% au T2 2020. Ce ratio est appelé à augmenter car un moratoire de remboursement de prêts était en vigueur entre mars et août 2020. Les banques publiques, représentant 60% des actifs bancaires du pays, auraient un ratio de NPL encore plus élevé. Les actifs non performants pèsent sur la capacité des banques à prêter à l'économie, non seulement en termes de prix avec une inertie de taux d'intérêt alors que le taux directeur a abaissé ; c'est aussi en termes de quantité avec une croissance de crédit au secteur non gouvernemental qui décélère depuis 2019. En 2021, dans un contexte

d'une inflation plus faible, la RBI aurait la possibilité de baisser son taux directeur, mais cette baisse n'aura qu'un impact partiel sur la croissance du crédit et donc sur l'activité.

Inde	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	4.9	-8.0	10.0	6.5	5.8	7.0	4.7	5.2
Inflation, %	4.5	6.6	5.0	6.3	5.0	5.5	5.0	5.2
Solde courant, % du PIB	-1.1	0.6	-1.0	0.2	-1.2	-1.0	-1.2	-1.0
Solde budgétaire, % du PIB	-7.4	-13.0	-10.0	-13.0	-9.0	-8.0	-7.0	-7.5
Dette publique, % du PIB	72	86	85	90	86	88	85	87

Central = Scénario central

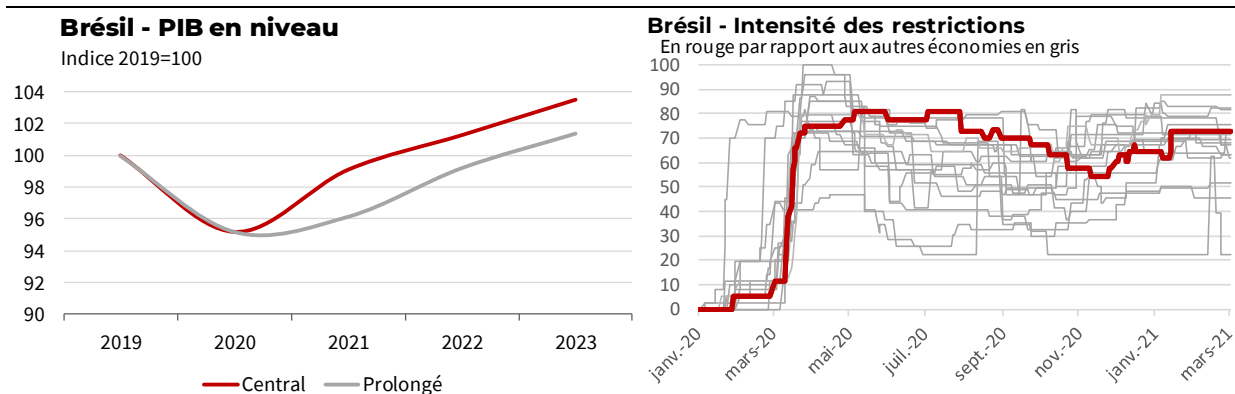
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

BRESIL

- **L'activité a rapidement repris, soutenue par d'importants transferts budgétaires et la demande extérieure.**
- **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 après le choc grâce à un soutien budgétaire important et à une demande extérieure résistante. Le PIB réel a augmenté de 3.2% T/T (-1.2% en GA) au T4-20 avec un très fort rebond de l'investissement. Ce dernier a augmenté de 20% T/T (13% en GA) grâce à l'importation de plates-formes de forage pétrolier *offshore*. En dehors cet élément, l'investissement a progressé de 12% T/T. Globalement, l'investissement devrait rester dynamique au cours des prochains mois dans un contexte de forte amélioration des termes de l'échange et des conditions financières favorables. Cependant, la reprise de l'investissement, hors secteur matières premières, devrait être plus modérée dans un environnement de surcapacités importantes dans certains secteurs et de fortes incertitudes politiques et réglementaires. La consommation privée poursuit son redressement mais de façon plus modérée (3.4% T/T) soutenue par les transferts du gouvernement.

L'économie devrait retrouver son niveau en fin d'année L'indice d'intensité des restrictions reste relativement élevé



Source : IBGE, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Université d'Oxford

Après une contraction de 4.1% en 2020, 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 et le marché du travail se redresse progressivement. La demande extérieure continuera probablement à soutenir la croissance, bénéficiant d'une forte demande de biens primaires en provenance d'Asie. 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 Covid19, 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 la vaccination. 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 perspectives d'inflation se sont 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. En effet, l'inflation des services se trouve encore à des niveaux bas (1.5% en janvier) alors que l'inflation des biens non échangeables est à 3.1%. 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, mais il est probable qu'elle procède à une hausse des taux en cas de forte envolée de l'inflation ou de forte volatilité des variables financières. 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 et a déclaré qu'elle n'interviendrait que lorsque les outils traditionnels seront épuisés.

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

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 a augmenté de 74% du PIB en 2019 à 90% du PIB fin 2020 et elle devrait atteindre 100% en 2022. 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. 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 plus contraignante en 2021. 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 et fragilise son profil. 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. La politique budgétaire expansionniste a permis au gouvernement d'augmenter son niveau de popularité en 2020 malgré la récession et la crise sanitaire. En conséquence, 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

Brésil	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	1.1	-4.8	4.1	1.0	2.2	3.2	2.2	2.2
Inflation, %	3.6	3.2	3.8	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3
Solde courant, % du PIB	-2.6	-0.9	-1.8	-0.8	-2.2	-1.5	-2.2	-2.0
Solde budgétaire, % du PIB	-6.0	-13.7	-8.6	-10.0	-7.2	-8.0	-6.0	-5.5
Dette publique, % du PIB	77	89	92	100	96	107	110	111

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

RUSSIE

- **L'économie a moins été affectée que prévu par la pandémie, grâce à une situation macroéconomique solide au moment de l'entrée du pays en crise.**
 - **Les pressions inflationnistes devraient persister en 2021 limitant ainsi la capacité de la Banque Central à mener une politique monétaire expansionniste.**
 - **Les perspectives de consolidation budgétaire pourraient peser sur la capacité de rebond de l'économie. A moyen terme l'implémentation des grands « projets nationaux » annoncés fin 2018 constitue un espoir pour le potentiel de croissance.**
-

L'économie s'est contractée moins qu'attendu en 2020 à -3.1% en GA. Il s'agit de la troisième plus grande contraction du PIB russe depuis le défaut souverain de 1998. Il convient de noter que l'économie russe est entrée dans la crise dans une situation paradoxale. D'un côté, les fondamentaux macro-économiques étaient solides (faible dette publique, situation financière externe confortable, faible inflation et un système bancaire bien capitalisé). Ceci a permis la mise en place de mesures contracycliques appropriées. De l'autre côté, la question reste encore la même sur la capacité de rebond de l'économie dans les trimestres à venir dans l'hypothèse (qui est notre scénario central) d'un bon déroulement des programmes de vaccination permettant une normalisation du fonctionnement de l'économie qui devrait être totale entre la fin de l'année 2021 et début 2022.

Le taux de croissance du PIB pré-crise posait déjà des questions sur le potentiel de croissance de l'économie. En effet, après la chute des prix du pétrole de 2014-2015 le PIB n'a pu progresser qu'à un rythme de 1.5% en moyenne entre 2016 et 2019. Cette trajectoire est insuffisante pour assurer une convergence de l'économie russe vers les économies les plus développées. Des raisons structurelles (faiblesse de l'investissement, faiblesses institutionnelles...) sont régulièrement avancées pour expliquer cette difficulté de l'économie russe à véritablement décoller. Ainsi, le PIB par tête russe ne représente que 25% du PIB par tête des pays de la zone euro sans évoluer depuis cinq ans et devrait stagner à ce niveau selon les projections du FMI à horizon 2025.

La demande devrait rebondir, même si de manière limitée en 2021, grâce à la réouverture progressive de l'économie. Ce rebond devrait être modéré compte tenu de l'accélération de l'inflation depuis quelques mois. Atteignant 5.7% en GA en février, elle se retrouve bien au-dessus de l'objectif de la Banque Centrale de Russie de 4%. Cela limite la capacité de l'autorité monétaire à maintenir durablement une politique monétaire expansionniste. Les pressions inflationnistes s'expliquent par la hausse des prix des entrants, des prix alimentaires et par les effets retardés de la dépréciation du rouble en 2020. Les prix devraient néanmoins décélérer en seconde

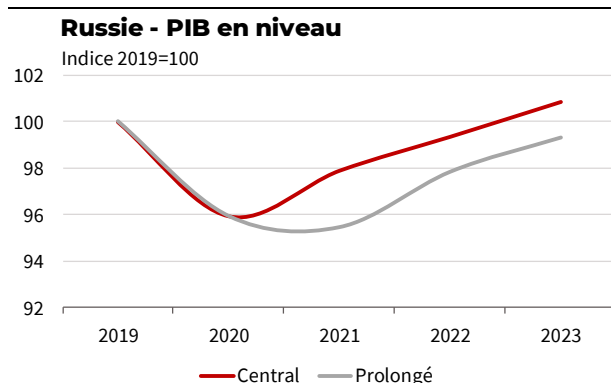
partie de l'année 2021 avec une stabilisation attendue du rouble et des prix des matières premières.

Après un plan de soutien s'élevant à plus de 4% du PIB en 2020, la politique budgétaire devrait procéder à une phase de consolidation graduelle à partir de cette année. Les autorités ont bien exprimé le fait qu'elles se tenaient prêtes à agir en cas de dégradation de la situation mais l'objectif reste dans la durée de limiter au maximum tout recours à l'endettement où l'utilisation du fond souverain. Il est à noter que la Russie affiche le ratio de dette publique le plus faible des pays du G20 à près de 20% du PIB.

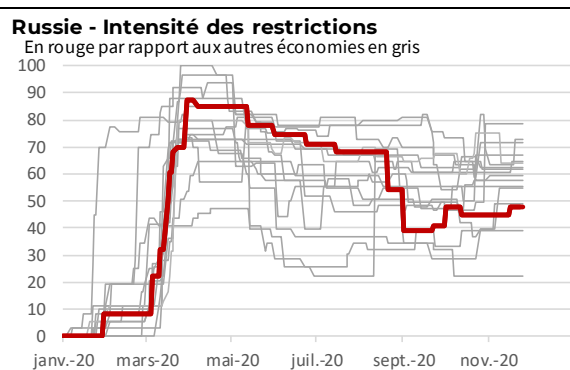
A moyen terme le gouvernement continue de tabler sur les grands projets qui avaient été annoncés en 2018. Il s'agit d'un plan stratégique visant treize secteurs différents (dont santé, éducation, infrastructures, écologie, démographie...) afin d'augmenter le potentiel de croissance du pays. Cela représente des investissements publics de l'ordre de 20% du PIB sur une période de six ans. Depuis leur annonce l'implémentation a été néanmoins très limitée.

L'état des relations diplomatiques avec l'UE et les Etats Unis reste fragile et laisse la porte ouverte à de possibles nouvelles sanctions vis-à-vis de la Russie. Ce risque a augmenté avec l'arrivée de la nouvelle administration américaine dont les positions envers le pays sont plus strictes. Cette perspective complique dans la durée la capacité des entreprises russes à lever des capitaux sur les marchés internationaux et donc la capacité à investir. Cet élément pèsera sur le potentiel de croissance dans l'horizon de prévision.

La croissance a été moins atteinte que dans les autres grandes économies émergentes ...et les mesures de confinement se sont considérablement assouplies



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv



Source : Université d'Oxford

Mesures budgétaires adoptées en 2021

Soutien aux ménages avec enfants

Prêts immobiliers subventionnés

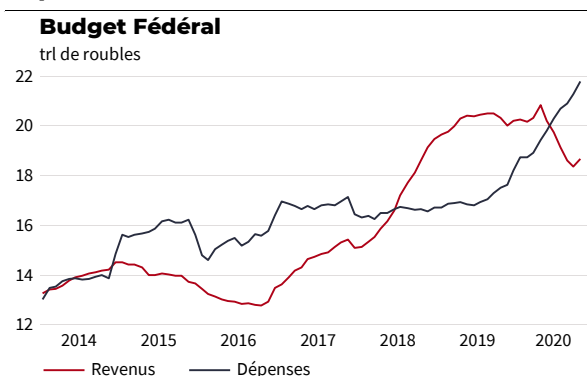
Plans de recapitalisation des entreprises d'État à l'étude

Total

% of GDP (2020)

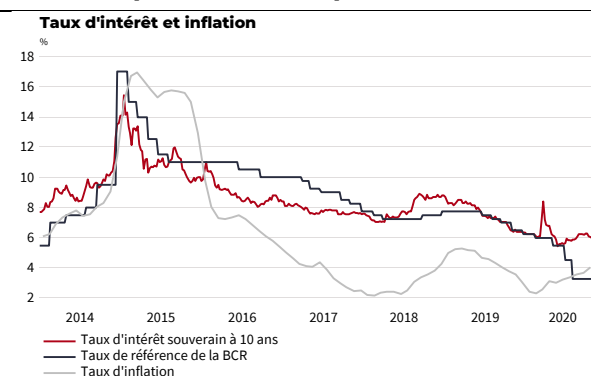
1.5%

Les dépenses budgétaires réaugmentent depuis la fin 2019...



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

...alors que les taux d'intérêt réels restent élevés et pèsent sur la capacité d'investir.



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Russie	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	1.2	-2.9	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	-4.1	-2.0	-3.5	-1.5	-3.0	-1.5	-2.5
Dette publique, % du PIB	14	19	19	22	19	23	18	23

Central = Scénario central

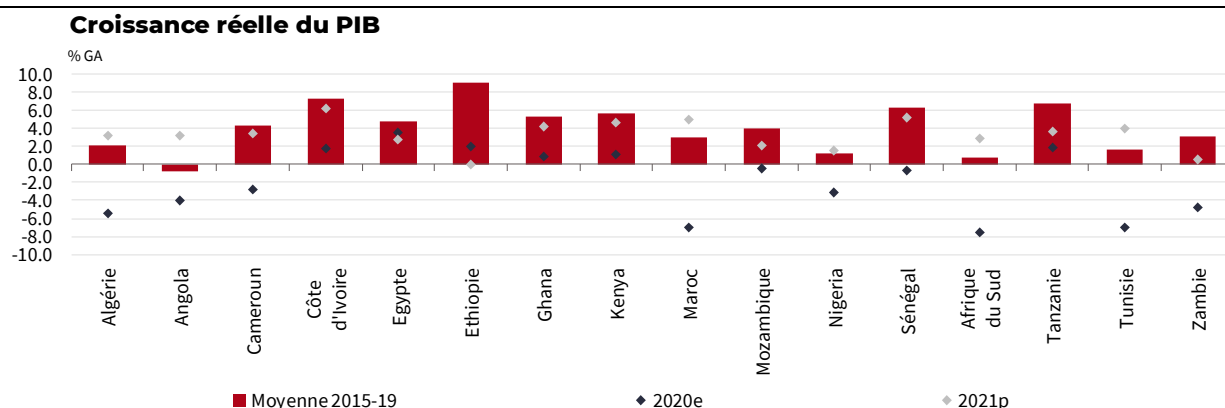
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

AFRIQUE

- Si la situation sanitaire demeure moins alarmante qu'initialement prévu, la question de la vaccination reste problématique.
- Malgré un ralentissement économique globalement moins prononcé qu'ailleurs, le coût social de la Covid19 sera plus important en Afrique.
- Une nouvelle vague de restructuration de la dette publique de certains pays ne peut être exclue.

Malgré une 2^{ème} vague (plus forte que la 1^{ère} en termes de contaminations et de décès) enregistrée en décembre 2020 / janvier 2021 et désormais terminée, la situation sanitaire en Afrique continue d'être moins alarmante qu'initialement attendu. Rapportés à la population totale du continent (1,3 milliards d'habitants), les chiffres cumulés de contaminations (< 3 / 1000) et de décès (< 1 / 1000) restent inférieurs à ceux des autres régions. En outre, les études préliminaires réalisées sur la 1^{ère} vague semblent indiquer qu'il n'y a pas eu de sous-estimation significative des chiffres de décès sur la région. Dans ce tableau relativement optimiste, la question de la vaccination demeure problématique. Freinés par des systèmes de santé peu développés et des finances publiques déjà exsangues, la grande majorité des pays Africains n'a pas pu précommander des vaccins, et se retrouve donc dépendante de « dons » accordés par certains pays producteurs (Chine et Russie, notamment) et de l'initiative COVAX (créée par l'OMS). Alors que quelques campagnes nationales viennent à peine de débiter (Afrique du Sud, Maroc, etc.), les objectifs pourtant très optimistes de COVAX (3% des Africains vaccinés mi-2021, 20% à la fin de l'année) paraissent déjà insuffisants pour garantir un « retour à la normal » dès cette année.

Une forte hétérogénéité des performances de croissance

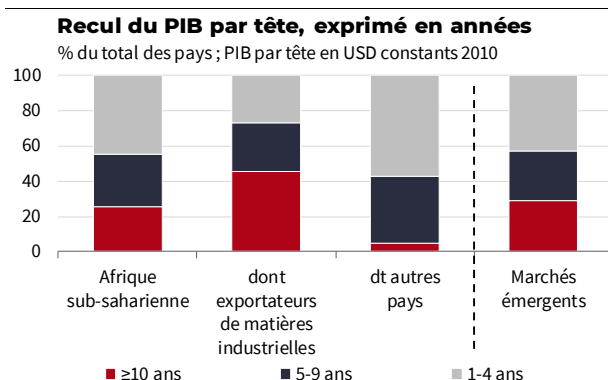


Source : SG Études économiques et sectorielles, FMI

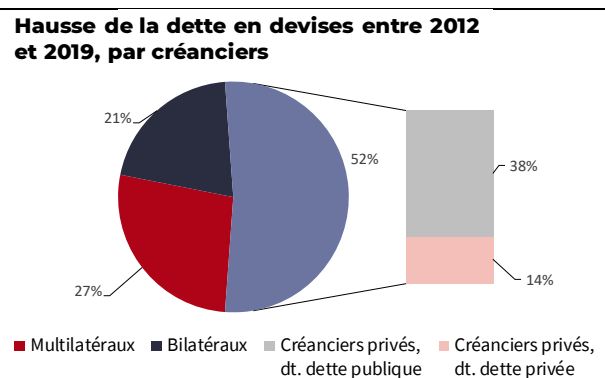
Si l'Afrique a enregistré en 2020 la première récession de son histoire, l'impact économique de la Covid19 a été en moyenne moins prononcé que dans d'autres régions, avec une croissance réelle du PIB ayant perdu environ 6 à 7 points de pourcentage entre 2019 et 2020. Ce constat masque d'une part une forte hétérogénéité des performances économiques, entre des économies diversifiées

(Côte d'Ivoire, Égypte, Éthiopie, Ghana, Kenya, Sénégal, Tanzanie) qui ont enregistré en 2020 des croissances positives ou très faiblement négatives ; et des économies pétrolières (Algérie, Nigeria, Angola), dépendantes du tourisme (Maroc, Tunisie) et/ou les plus connectées à l'économie mondiale (Afrique du Sud) enregistrant des récessions historiques (de l'ordre de 5 à 8 %). D'autre part, l'impact social de la crise de la Covid19 est en revanche plus important en Afrique qu'ailleurs, étant donné i) les niveaux de PIB par tête plus faibles avant crise, ii) l'absence quasi généralisée de filets sociaux sur le continent, et iii) une croissance démographique encore forte (de l'ordre de 2,5 % par an) qui rend obligatoire une hausse régulière du PIB. Ainsi, la Banque Mondiale estime que plus de 25 % des pays d'Afrique subsaharienne ont vu le niveau de vie de leurs habitants reculer de plus de 10 ans.

Un net recul des niveaux de vie



Un poids croissant des créanciers privés



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

En outre, et comme annoncé depuis plusieurs trimestres, la crise de la Covid19 a significativement accéléré le trend de détérioration des finances publiques entamé dès 2014-15. Si l'important soutien financier international (lignes de financement records du FMI, Initiative de Suspension du Service de la Dette – ISSD, etc.) accordé à l'Afrique a permis jusqu'à présent d'éviter une crise de liquidité, les problèmes plus structurels de solvabilité du continent pourraient conduire à une nouvelle vague de restructurations des dettes publiques des pays les plus fragiles. Ainsi, en février, le Tchad et l'Éthiopie ont officiellement exprimé leur volonté de restructurer leur dette publique en devise au titre du « Cadre commun de traitements coordonnés de dette » (CCTCD) défini par le Club de Paris et le G20 en novembre 2020. Ce cadre, qui se veut être le prolongement de l'ISSD, a pour principe fondateur une « comparabilité de traitement entre tous les créanciers », et appelle donc à nouveau à une participation des créanciers privés (marchés de capitaux, banques, etc.), principaux financiers de l'Afrique depuis 2015. Au total, que les dettes publiques Africaines soient restructurées ou non, il est difficile d'imaginer que le continent puisse dans les années à venir s'endetter massivement pour financer des programmes d'investissement public (comme ce fut le cas entre 2012 et 2019). Ceci viendra inévitablement obérer (partiellement) les perspectives de croissance régionale, qui sont déjà relativement faibles et incertaines (4 % en 2021 et 2022).

ASIE ÉMERGENTE

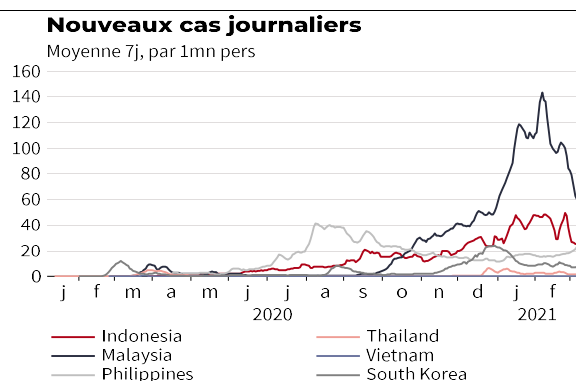
- **La disparité de croissance intra-régionale reflète principalement celle de la gestion de l'épidémie.**
- **Une certaine marge de manœuvre en *policy-mix* est encore possible.**
- **Une amélioration des fondamentaux externes aide à renforcer la résilience face à la volatilité des flux de capitaux.**

La croissance dans la région continue de progresser, mais la disparité intra-régionale demeure élevée. L'hétérogénéité de la situation sanitaire en est la principale cause. La région maintient sa performance relative par rapport au reste du monde.

D'abord, certaines économies ont enregistré un choc moins prononcé et elles sortent de la crise sanitaire plus rapidement. La propagation du virus y est plus limitée ou contrôlée, c'est le cas de la Corée du Sud, de Taiwan, de la Thaïlande et du Vietnam. L'activité économique y est en général plus dynamique. A Taiwan et au Vietnam, le PIB a même progressé de 3,1% et 2,6% respectivement en 2020. En Corée du Sud, le PIB a seulement enregistré une légère contraction de 1% sur la même période. La Thaïlande est une exception avec une contraction du PIB à 6,1%, en raison d'une crise politique interne et d'une dépendance importante à l'égard du tourisme international.

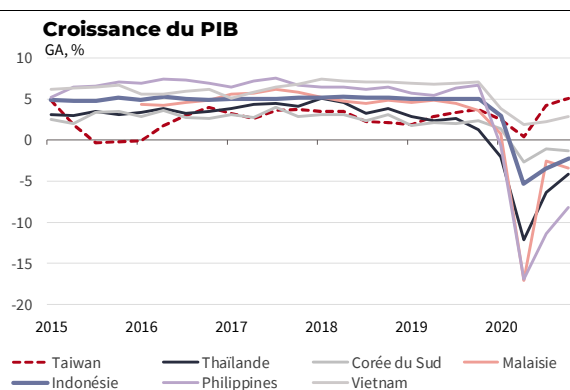
Les pays qui ont encore un taux d'incidence non maîtrisé sont la Malaisie, l'Indonésie et les Philippines dans une moindre mesure. L'activité y a reculé de 5,6%, 2,1% et 9,5% l'année dernière.

L'épidémie encore non maîtrisée...



Source : University of Oxford, SG Etudes économiques et sectorielles

... laissant des empreintes sur la croissance



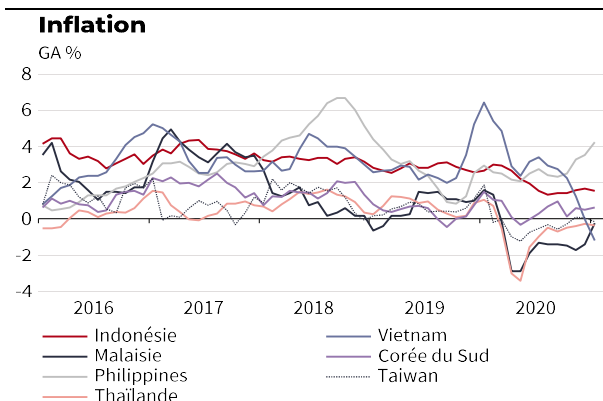
Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

La région dispose, dans son ensemble, d'une certaine marge de manœuvre en matière de *policy-mix* et des fondamentaux externes qui restent solides. Cela facilite une reprise plus rapide par rapport aux autres émergents, et en cas de crise plus prolongée, une meilleure résilience.

En matière de finances publiques, tous les pays ont vu leur ratio de dette publique sur PIB augmenter. La marge pour une relance supplémentaire s'est érodée, mais n'a pas complètement disparu, surtout pour des outils fiscaux à multiplicateur

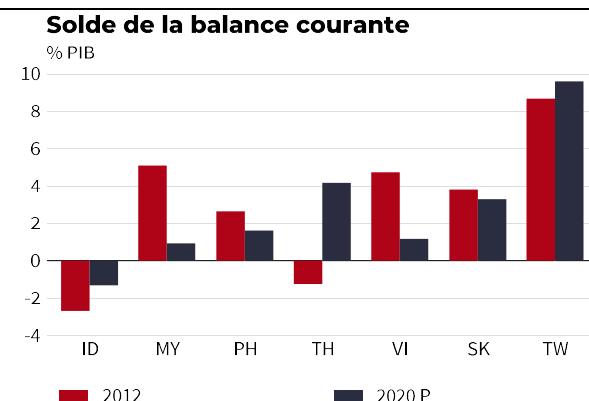
suffisamment élevé. Seule la Malaisie affiche un ratio proche de 70% du PIB en fin 2020, ceux des autres pays ne devraient pas franchir ou peu 50%. Du côté monétaire, le risque inflationniste étant peu présent, les banques centrales gardent la possibilité de procéder à davantage d'assouplissement monétaire. Seuls les Philippines ont enregistré récemment un taux d'inflation dépassant la cible de la banque centrale, ce qui contraint l'usage des outils monétaires à court terme.

Un risque inflationniste faible



Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Une position externe meilleure qu'en 2012



Source : IMF, SG Etudes économiques et sectorielles

De plus, les exportations de la région ont surperformé le reste du monde, grâce d'une part à la spécialisation dans le secteur des semi-conducteurs et d'autre part à une meilleure maîtrise de l'épidémie ayant préservé la chaîne de valeurs. A l'exception des Philippines et de la Thaïlande, les exportations des pays ont retrouvé une croissance à deux chiffres en décembre 2020. Le surplus commercial des pays excédentaires s'est accru et le déficit des pays ayant une balance négative s'est réduit. Les pays ont vu leurs réserves de change augmenter substantiellement. Si Taiwan et la Corée du Sud sont traditionnellement dotés d'abondantes réserves de change, celles de l'Indonésie – souvent considérée étant sensible aux fluctuations des capitaux étrangers – ont grimpé de 14% depuis mars 2020 ; celles des Philippines, en raison notamment au transfert de revenu des travailleurs, ont rebondi de 22% depuis l'épidémie.

Cette amélioration des fondamentaux externes devrait permettre aux pays de la région de mieux faire face à un risque de retournement des capitaux étrangers, tel que le risque de *tapering*. Rappelons que la roupie indonésienne s'est dépréciée de 11%, le baht thaïlandais de 9%, le peso philippin de 8,4% et la ringgit malaisien de 5,8% durant les six mois suivant la première communication de la Fed sur la possibilité de réduire son programme d'achat en 2013.

AMERIQUE LATINE

- **La croissance régionale ne devrait se redresser que partiellement suite au choc Covid19, soutenue principalement par des facteurs externes.**
- **Les banques centrales devraient maintenir des conditions monétaires souples dans un contexte de regain modéré de l'inflation. La réponse budgétaire devrait rester limitée.**
- **Le risque reste élevé car la pandémie se poursuit et la région est entrée dans cette crise après une période de faible croissance.**

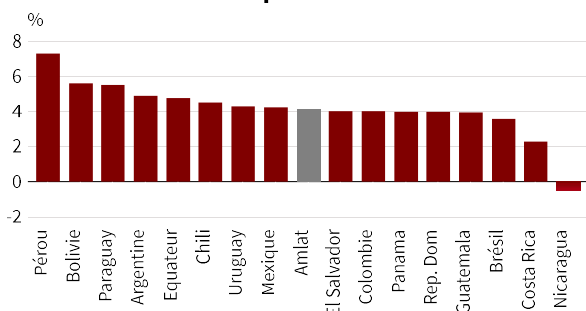
Après avoir été touchée significativement par la crise économique et sanitaire du Covid19, la croissance régionale ne devrait se redresser que progressivement. Le nombre d'infections et victimes diminue lentement dans la plupart des pays de la région et, hormis le Chili, les campagnes de vaccination sont lentes. Ainsi, la poursuite de la crise sanitaire devrait contraindre la reprise de la consommation privée. Par ailleurs, la plupart des gouvernements de la région disposent de faibles marges fiscales suite à la crise, ce qui devrait aussi limiter la récupération de la demande interne. Dans ce contexte, la demande externe devrait être le moteur principal de la reprise. En effet, le redressement des prix des matières premières (pétrole, énergie, agricoles), devrait soutenir l'investissement et les exportations des pays d'Amérique du Sud. Par ailleurs, la très forte reprise de l'économie américaine devrait bénéficier à la région via le canal commercial mais aussi via le canal des transferts d'argent des migrants. Finalement, malgré la récente volatilité des devises régionale liée à la volatilité des taux américains, les primes de risque des emprunts souverains en devises restent à des niveaux bas.

Au Brésil, où la crise sanitaire reste aiguë, la contraction de l'économie a été finalement moins sévère que la moyenne régionale (-4%) grâce à l'important soutien fiscal en 2020 (8% du PIB) et devrait retrouver son niveau d'avant crise en fin d'année. La banque centrale a maintenu son taux directeur à 2%, son niveau le plus bas depuis le début de la mise en place du régime contre l'inflation, mais elle pourrait entamer un cycle haussier si les pressions inflationnistes (4.5% en janvier) persistaient. 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. La reprise en 2021 devrait être soutenue en partie par l'amélioration des termes de l'échange et sans doute une extension du soutien budgétaire. Dans l'ensemble, la crise sanitaire devrait prolonger la période de croissance anémique du pays (1 % en moyenne depuis 2015).

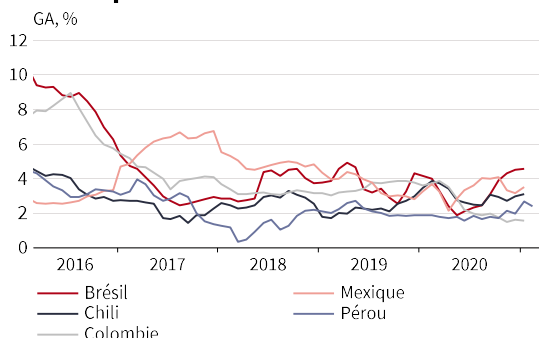
Amérique latine : reprise modérée après une forte contraction

L'inflation est en hausse dans la plupart des pays mais reste dans le seuil de tolérance des BC

Prév. de croissance pour 2021 du FMI



Amérique latine: taux d'inflation



Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

Au Mexique, la crise sanitaire est également aigüe, et elle s'est traduite par une contraction de l'activité de 8.5%. 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 % depuis le début de la crise. Compte tenu de la décelération de l'inflation (3.8% en janvier, sous la borne haute), l'autorité monétaire a annoncé qu'elle maintiendra des conditions financières favorables. 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), ce qui explique aussi la forte contraction de l'économie. En 2021, la croissance devrait être tirée principalement par la forte reprise de l'économie américaine. En effet, d'une part, plus de 80% des exportations du pays vont vers les Etats-Unis, ce qui devrait bénéficier la reprise du secteur industriel mexicain. D'autre part, le Mexique bénéficie également des transferts de migrants (3.5% du PIB en 2020) qui devrait se maintenir important en 2021. Au total, l'économie mexicaine devrait croître de 4% en 2021 et ne retrouver son niveau d'avant crise qu'en fin 2022.

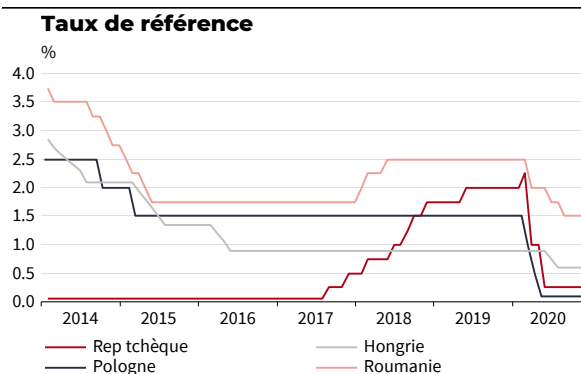
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- La région avait été relativement épargnée par la première vague de la pandémie en Europe elle a du faire face à une deuxième vague plus importante ce qui a mis un coup d'arrêt à la reprise.
- Au-delà de 2021 la croissance continuera d'être portée par le processus de rattrapage économique propre aux pays de la région, qui devraient bénéficier de gains de productivité plus rapides ainsi que des fonds structurels ainsi que du fond de relance européen voté à la fin de 2020.

Comme dans les autres régions, le quatrième trimestre de l'année 2020 a été moins sévèrement affecté qu'attendu sur le plan de l'activité économique. En revanche, si la région avait en grande partie échappée à la première vague de mars-avril 2020, elle a été touchée de plein fouet par la deuxième vague à partir d'octobre. Toutefois, contrairement à la majorité des pays limitrophes, l'Europe centrale et orientale se démarque à nouveau avec une recrudescence très notable de l'épidémie depuis janvier notamment en République tchèque, Slovaquie, Hongrie et Bulgarie. Les nouveaux cas repartent à la hausse en Roumanie et Serbie également. La Pologne reste la seule grande économie de la région à plutôt bien traverser la situation sanitaire.

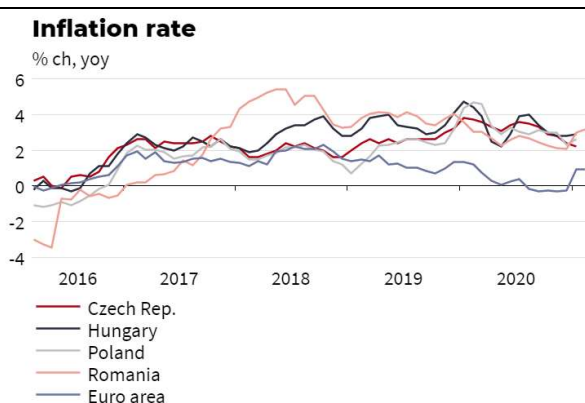
La région a bénéficié de la vigueur du commerce international depuis quelques trimestres grâce à un secteur exportateur bien intégré dans les chaînes de valeur mondiales. Néanmoins, au-delà de cette reprise, la dynamique de la demande interne reste obérée par la persistance de la pandémie. Plusieurs facteurs devraient contribuer à la relative faiblesse du rebond en 2021.

Baisse généralisée des taux dans la région



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

L'inflation limite la capacité à baisser les taux



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

La persistance ou l'accélération de l'inflation dans certains pays va limiter la capacité des banques centrales à pousser vers davantage de baisse de taux directeurs. Par ailleurs, la hausse des rendements obligataires à long terme dans la plupart des pays pourrait peser sur les coûts et donc la capacité d'emprunt des entreprises et des ménages. L'inflation devrait naturellement peser sur le revenu

disponible des ménages dont l'augmentation sera probablement limitée en 2021 dans un contexte où les entreprises revoient leurs politiques salariales.

En revanche, à moyen terme, le processus de rattrapage économique en cours depuis plusieurs années devrait continuer. Celui-ci devrait bénéficier de la proximité des pays de la région à la zone euro ce qui favorise leur intégration productive. Par ailleurs, les pays de la région vont continuer de recevoir des fonds de l'UE sous plusieurs formes. Ainsi, le cumul du Fond de relance européen (Next Generation EU), du fonds de soutien à l'emploi (SURE) et des fonds structurels européens à proprement parler devraient représenter une aide de l'ordre de 20 à 30% du PIB et ceci à horizon 2025. La première vague de ces aides européennes vient du fond SURE. Des prêts du fond de relance européen devraient également parvenir durant l'année. Les différentes estimations tablent sur une diminution de près de 25% du besoin de recours à de l'endettement pour l'année 2021 grâce à ces fonds. Une partie du plan de relance européen comporte un volet de dons mais qui sont plutôt attendus vers la fin de l'année.

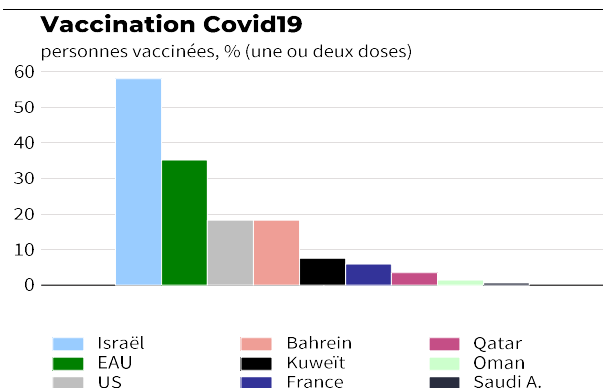
La région pourrait bénéficier d'une croissance plus dynamique à partir de 2022 avec la normalisation des conditions sanitaires tel qu'attendue dans notre scénario central. Contrairement aux grandes économies développées, les pays d'Europe centrale et orientale devraient moins souffrir des stigmates de la crise. En effet, les entreprises de la région ont abordé la crise avec un niveau d'endettement raisonnable. Le marché de l'emploi reste structurellement tendu ce qui se traduit par un chômage structurel faible et une hausse régulière des salaires réels. Finalement les niveaux de dette publique dans la région restent bien en deçà des niveaux d'endettement des voisins de la zone euro.

PAYS DU GOLFE

- **La hausse des prix du pétrole améliore les fondamentaux.**
- **Les ratios d'endettement devraient encore augmenter.**
- **Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 a été levé début janvier.**

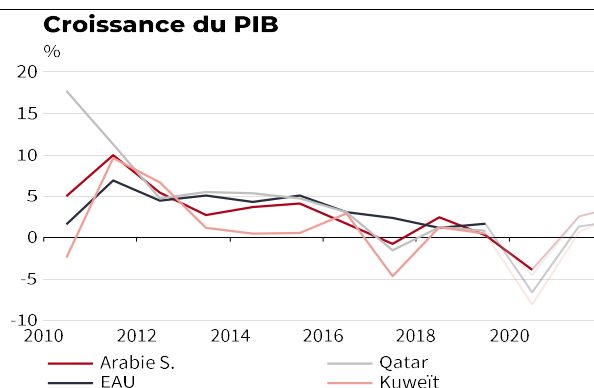
La hausse des prix du pétrole de début 2021 atténue désormais le coup porté aux pays du Golfe, mais les retombées économiques de la crise du Covid19 restent très présentes. La vitesse de la reprise en 2021 est sujette à un degré élevé d'incertitude. La demande extérieure va commencer à se redresser, bien que lentement, mais avec un virus toujours actif, les plaques tournantes d'affaires et de voyages tels que les Émirats arabes unis en ressentent toujours les répercussions sur les secteurs de l'aviation et de l'hôtellerie. Le déploiement des programmes de vaccination est assez rapide dans les EAU et à Bahreïn, mais la région est toujours confrontée à une circulation importante du virus. Dans toute la région, l'emploi baisse, entraînant l'exode des travailleurs migrants. Cette évolution nuit au secteur de la vente au détail, à la dynamique des dépôts bancaires et à celle du marché immobilier.

Vaccination très rapide dans les Emirats



Source : COVID-19 Data Repository by the Center for Systems Science and Engineering (CSSE) at Johns Hopkins University

Forte contraction de l'activité en 2020



Source : FMI, World Economic Outlook

Le principal facteur d'incertitude est encore lié à la volatilité des prix du pétrole. Soutenu par une politique de restriction de l'offre par l'OPEC+, le Brent se négocie à 70 dollars le baril à la mi-mars, son prix le plus élevé depuis fin 2019 et supérieur de 60 % à la moyenne de 2020. Toutefois, les contrats à terme sur le pétrole (et nos prévisions) laissent entrevoir une baisse des prix à l'avenir avec un rythme de reprise du marché lente et un risque de non-conformité aux accords de production.

Le prix « breakeven » du pétrole (i.e. le prix du baril qui permet des finances publiques équilibrées) a généralement baissé depuis 2014, les gouvernements essayant de diversifier les recettes en les détournant du pétrole (introduction de la TVA en Arabie saoudite, aux Émirats arabes unis et à Bahreïn) et en réduisant les dépenses (transferts sociaux, subventions). Cependant, sauf au Qatar (qui compte racheter une partie de sa dette publique en 2021) et au Koweït, les budgets nationaux risquent de rester déséquilibrés à moyen terme. La région devra donc continuer à se tourner vers les marchés de la dette, probablement à une moindre

échelle qu'en 2020, lorsque les émissions internationales d'obligations souveraines ont atteint un niveau record de USD 66 Mds.

La hausse des prix du pétrole permettra en 2021 une amélioration des indicateurs externes. La balance des transactions courantes resterait négative à Oman et à Bahreïn, tandis qu'elle retrouverait l'équilibre au Koweït et en Arabie saoudite si la hausse des prix du pétrole se confirme.

La région se prépare depuis longtemps à relever des défis à moyen terme, que la crise Covid19 rend encore plus pertinents. Les différents plans nationaux de développement économique envisagés par les monarchies du Golfe sont axés sur la modernisation économique, 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 sans obstacles, avec des défis considérables au niveau du marché du travail (traitement différencié entre nationaux et migrants, rémunérations plus élevées dans la fonction publique que dans le secteur privé) et de la réglementation des marchés (favorable aux entreprises d'Etat), considérés comme des obstacles au développement du secteur privé. En outre, la volatilité de la rente pétrolière pèse sur la capacité d'autofinancement des projets d'infrastructure.

Le paysage géopolitique reste également une source d'incertitude. L'administration américaine de M. Biden semble prendre des distances avec l'Arabie saoudite en contraste avec des relations très proches pendant la présidence de M.Trump. Les EAU et le Bahreïn ont convenu de la normalisation complète de leurs relations avec Israël en 2020, et des pourparlers semblent être en cours pour l'Arabie saoudite, sans toutefois encore de progrès concret. Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 par ses voisins a été levé le 5 janvier 2021, sur fond d'apaisement des tensions diplomatiques entre le Qatar et l'Arabie saoudite. Cependant, les EAU et l'Égypte expriment toujours un scepticisme quant au Qatar, qui a permis à la Turquie d'avoir une présence militaire permanente dans la région. Enfin, le Qatar veut potentiellement servir de médiateur dans le nouvel accord nucléaire entre les États-Unis et l'Iran, auquel l'Arabie Saoudite et les Émirats arabes unis sont opposés.

PRÉVISIONS MACRO

Real GDP Growth, %

	2019	2020f	2021f	2022f	2023f			
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés	1.6	-5.3	4.8	2.1	2.8	2.8	1.7	2.7
Etats-Unis	2.2	-3.5	5.3	2.5	3.8	4.1	2.2	3.0
Japon	0.3	-4.9	3.4	0.3	1.7	2.0	0.6	1.1
Royaume-Uni	1.4	-9.9	5.0	2.0	3.0	3.0	2.0	2.5
Zone Euro	1.3	-6.8	4.9	1.6	2.0	1.1	1.4	3.8
Allemagne	0.6	-5.3	3.0	0.5	2.5	1.0	1.3	3.5
France	1.5	-8.2	6.5	3.5	1.7	1.0	1.5	4.0
Italie	0.3	-8.9	6.3	2.0	1.5	1.0	1.0	3.0
Espagne	2.0	-11.0	7.2	2.0	3.0	1.2	1.8	5.2
Pays émergents	3.5	-2.6	5.9	3.6	3.6	3.7	3.7	4.0
Asie	4.9	-1.0	7.4	5.1	4.6	4.8	4.6	4.9
Chine	6.0	2.3	8.0	6.0	4.9	5.0	4.6	5.0
Inde	4.9	-8.0	10.0	6.5	5.8	7.0	4.7	5.2
CEE	2.1	-4.1	3.7	1.4	2.1	2.3	2.5	2.6
Russie	1.2	-2.9	2.0	-0.5	1.5	2.5	1.5	1.5
Amérique latine	0.1	-7.4	4.4	2.0	1.8	2.0	1.9	2.1
Brésil	1.1	-4.8	4.1	1.0	2.2	3.2	2.2	2.2
Moyen-Orient et A.Centrale	0.3	-5.6	2.6	0.6	1.9	1.6	2.1	2.3
Afrique	3.3	-2.4	3.3	1.3	2.7	2.4	3.4	3.6
Monde (ajusté par PPA)	2.8	-3.6	5.5	3.0	3.3	3.4	2.9	3.5

Inflation, %

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés								
Etats-Unis	1.8	1.3	3.0	2.1	2.5	3.0	2.5	2.3
Japon	0.5	0.0	0.0	-0.4	0.7	0.0	0.5	0.6
Royaume-Uni	1.8	0.9	1.7	1.2	2.1	1.9	2.0	1.9
Zone Euro	1.2	0.3	1.6	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3
Allemagne	1.4	0.4	2.1	1.6	1.2	1.0	1.4	1.5
France	1.3	0.5	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
Italie	0.6	-0.1	0.9	0.6	1.0	1.0	1.2	1.2
Espagne	0.8	-0.3	1.0	0.5	1.8	1.7	1.3	1.3
Pays émergents								
Chine	2.9	2.5	1.7	1.5	2.3	2.2	2.3	2.3
Inde	3.7	6.6	5.0	6.3	5.0	5.5	5.0	5.2
Russie	4.5	3.5	4.5	6.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Brésil	3.7	3.2	3.8	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3

Unemployment, %

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Central	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés								
Etats-Unis	3.6	6.8	4.3	6.6	3.8	5.0	3.6	4.5
Japon	2.3	2.8	2.8	3.0	2.6	2.8	2.6	2.7
Royaume-Uni	3.8	4.5	7.1	8.2	6.4	7.3	5.3	5.8
Zone Euro	7.6	8.0	8.7	9.2	9.1	9.9	8.8	9.6
Allemagne	5.0	5.9	6.6	7.0	6.7	7.4	6.5	7.2
France	8.1	7.8	9.3	10.0	9.9	10.4	9.5	10.0
Italie	9.9	9.4	11.8	12.7	11.4	12.4	10.9	12.1
Espagne	14.1	15.6	17.4	18.6	17.0	18.9	16.4	18.2
Pays émergents								
Chine	5.1	5.6	5.1	5.9	4.9	5.1	4.9	5.0

Fiscal deficit, % GDP

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Central	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés								
Etats-Unis	-6.7	-13.1	-10.5	-17.0	-8.0	-13.0	-5.5	-10.0
Japon	-3.3	-13.8	-6.5	-11.0	-3.3	-5.0	-3.0	-3.0
Royaume-Uni	-2.3	-13.1	-10.2	-14.2	-6.1	-7.4	-4.8	-6.2
Zone Euro	-0.9	-8.3	-5.9	-7.6	-5.3	-7.5	-4.9	-6.0
Allemagne	1.5	-5.3	-4.3	-5.6	-3.5	-5.5	-3.3	-4.3
France	-3.0	-10.2	-6.2	-7.8	-5.7	-7.6	-5.0	-5.6
Italie	-1.6	-10.4	-7.7	-9.9	-7.3	-9.8	-7.0	-8.6
Espagne	-2.9	-12.0	-8.7	-11.8	-7.6	-11.7	-7.1	-9.7
Pays émergents								
Chine	-3.1	-3.6	-2.8	-3.0	-2.8	-2.9	-2.8	-2.8
Inde	-7.4	-13.0	-10.0	-13.0	-9.0	-8.0	-7.0	-7.5
Russie	0.8	-0.3	1.0	-3.5	1.8	-3.0	1.3	-2.5
Brésil	-5.9	-13.7	-8.6	-11.8	-7.2	-11.7	-6.5	-9.7

Public debt, % GDP

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Central	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés								
Etats-Unis	80	103	106	112	109	116	111	120
Japon	238	252	258	264	260	269	262	270
Royaume-Uni	85	102	105	112	106	114	106	115
Zone Euro	89	105	106	112	109	117	111	117
Allemagne	60	72	73	76	74	80	75	80
France	98	116	120	125	123	130	126	130
Italie	135	157	159	166	162	173	165	174
Espagne	96	118	117	127	119	136	122	137
Pays émergents								
Chine	39	46	44	45	44	45	44	45
Inde	72	86	85	90	86	88	85	87
Russie	14	19	19	22	19	23	18	23
Brésil	74	89	92	100	96	107	100	111

Current account balance, % GDP

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Central	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Pays développés								
Etats-Unis	-2.2	-2.4	-3.0	-2.6	-3.0	-2.8	-2.5	-2.5
Japon	3.6	3.2	3.4	2.9	3.7	3.1	3.6	3.4
Royaume-Uni	-3.1	-3.9	-7.3	-7.1	-7.0	-6.9	-6.4	-6.3
Zone Euro	2.3	2.2	3.2	3.2	3.0	3.4	3.1	3.5
Allemagne	7.2	6.6	7.5	7.6	7.4	7.9	7.5	7.9
France	-0.7	-2.3	-1.1	-0.9	-0.5	0.0	-0.7	-0.4
Italie	3.0	3.6	4.0	3.8	2.6	4.1	3.0	4.1
Espagne	2.1	0.3	0.8	0.2	1.1	0.4	1.1	1.8
Pays émergents								
Chine	1.0	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
Inde	-1.1	0.6	-1.0	0.2	-1.2	-1.0	-1.2	-1.0
Russie	3.8	2.0	2.0	1.5	2.5	2.0	2.5	2.0
Brésil	-2.7	-0.9	-1.8	-0.8	-2.2	-1.5	-2.2	-2.0

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.