

# SCÉNARIO ÉCO

SG Études économiques et sectorielles

## Banc de brume à l'horizon

---

- **Une reconstruction lente au-delà d'un redémarrage rapide.** Le redémarrage étant en cours avec le déploiement des vaccins, l'attention se porte sur la forme de la reprise. Au-delà du risque de rebond de la pandémie, elle dépendra de la capacité des politiques économiques à relancer durablement la demande et à soutenir les changements sectoriels qui résultent à la fois des effets de la pandémie et de l'accélération des transitions verte et numérique. Si les dépenses publiques peuvent donner le coup d'envoi, l'impulsion ne peut être maintenue qu'avec le soutien de politiques structurelles, pour assurer une transition équitable, et une bonne visibilité réglementaire. Nous craignons que des frictions ne ralentissent la vitesse de la reprise au-delà du redémarrage initial.
- **Les frictions provoquent une inflation transitoire.** Les semi-conducteurs ont fait la une des journaux, les pénuries entraînant des perturbations dans plusieurs industries. Ce n'est d'ailleurs pas la seule source d'inquiétude, des frictions au niveau de l'offre étant signalées tout au long des chaînes de production, des matières premières au transport jusqu'à la main-d'œuvre. La hausse de la demande avec le retour des consommateurs et la faiblesse des effets de base en 2020 donnent lieu à des chiffres d'inflation plus élevés.
- **En fonction de la politique économique l'inflation pourrait devenir permanente :** distinguer le temporaire du permanent peut être difficile et, dans la sortie de pandémie, la visibilité est particulièrement faible. Le risque d'erreur politique est donc important, qu'il s'agisse de la levée progressive des mesures de soutien temporaires, ou des actions des banques centrales cherchant à démêler les pressions inflationnistes transitoires de celles plus durables. La nouvelle stratégie de tolérance de la Fed augmente le risque de prendre du retard. Le coût de la procrastination serait probablement élevé, les primes des marchés financiers étant déjà comprimées.
- **L'incertitude politique et géopolitique reste élevée.** L'évolution des relations États-Unis/Chine et Europe/Russie, les négociations avec l'Iran et les tensions au Moyen-Orient restent des sources de risque. En Europe, en outre, un agenda électoral chargé se profile avec des élections en Allemagne en septembre, en France au printemps 2022 et en Italie d'ici juin 2023. Aux États-Unis, les élections de mi-mandat se tiendront en novembre 2022.

**Table des matières**

<b>SYNTHESE CONJONCTURELLE.....</b>	<b>3</b>
<b>PREVISIONS ECONOMIQUES .....</b>	<b>8</b>
<b>ZONE EURO .....</b>	<b>10</b>
<b>ALLEMAGNE .....</b>	<b>13</b>
<b>FRANCE.....</b>	<b>16</b>
<b>ITALIE .....</b>	<b>19</b>
<b>ESPAGNE.....</b>	<b>22</b>
<b>ROYAUME-UNI .....</b>	<b>25</b>
<b>ÉTATS-UNIS.....</b>	<b>29</b>
<b>JAPON .....</b>	<b>33</b>
<b>CHINE .....</b>	<b>36</b>
<b>INDE .....</b>	<b>39</b>
<b>BRESIL.....</b>	<b>42</b>
<b>AFRIQUE.....</b>	<b>48</b>
<b>AMERIQUE LATINE .....</b>	<b>50</b>
<b>ASIE ÉMERGENTE .....</b>	<b>52</b>
<b>EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE .....</b>	<b>57</b>
<b>PREVISIONS MACRO .....</b>	<b>61</b>
<b>CONTACTS.....</b>	<b>66</b>
<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>67</b>

# SYNTHESE CONJONCTURELLE

---

## RECONSTRUIRE L'ÉCONOMIE

Les développements récents permettent d'espérer une sortie de la crise sanitaire et la reprise, bien que celle-ci sera inégale, prenant forme à des rythmes différents, en fonction de la capacité de déploiement des vaccins, des variantes du virus, de la vitesse de levée des mesures de distanciation sociale et du soutien politique. En outre, le risque de résurgence du Covid19 demeure et nous maintenons un scénario de crise sanitaire prolongée, dans lequel nous supposons que la crise sanitaire se prolonge d'une année supplémentaire et que les mesures de distanciation sociale ne seront totalement levées qu'au 1er trimestre 2023.

La confirmation et la prolongation en 2021 des politiques économiques mises en place en Europe et aux Etats-Unis en 2020 ont rassuré quant aux conséquences d'un retrait prématuré des mesures de soutien sur les bilans des entreprises et des ménages, et sur les marchés financiers.

L'année 2021 est également marquée par l'émergence de craintes inflationnistes largement liées à la hausse des coûts des intrants (matières premières, transports, composants électroniques...). Cela a conduit à une pentification des courbes de taux. Les différentes déclarations des banques centrales affirmant une plus grande tolérance à l'égard de l'inflation ou soulignant son caractère transitoire visent à modérer les pressions haussières sur les taux longs.

La perspective d'une reprise soutenue par des politiques accommodantes a contribué à une vague d'optimisme sur les principaux marchés financiers avec une faible volatilité et des valorisations record, notamment aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Europe. Les écarts de taux des entreprises sont revenus à leur niveau d'avant- crise et les coûts de financement sont à leur plus bas niveau historique.

Le chemin de sortie vers la reprise est très incertain, avec une faible visibilité sur ce qui est transitoire et ce qui est permanent.

- **Du côté de la demande**, la question immédiate porte sur la capacité des ménages, des entreprises et des pouvoirs publics à commencer à dépenser. À moyen terme, les incertitudes portent sur les changements permanents de comportements et l'accélération des transitions numériques et écologiques.
- **Du côté de l'offre**, la question immédiate est liée à la capacité d'apaiser les frictions, qu'il s'agisse des matières premières, des semi-conducteurs ou des transports. À moyen terme, les questions ouvertes résident dans l'organisation des chaînes d'approvisionnement mondiales, l'adaptation à l'évolution de la demande et la gestion des transitions numérique et verte, en assurant à la fois les compétences et les financements.

Au-delà des incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire (déploiement des vaccins, variants), nous identifions trois canaux de risques :

- **Les risques macro-économiques** : ils sont principalement liés aux chocs inflationnistes potentiels, aux erreurs de politique économique entraînant une hausse des risques de solvabilité. Les entreprises les plus touchées, notamment celles de petite taille et opérant dans le secteur des services, sont sources de fragilité.
- **Les risques financiers** : une forte correction des prix des actifs dans un contexte de valorisations élevées dans certains segments du marché pourrait nuire à la stabilité financière, en particulier dans le secteur financier non bancaire, comme le soulignent les derniers rapports des principales banques centrales.
- **Les risques politiques et géopolitiques** : l'évolution des relations entre les États-Unis/Chine et Europe/Russie, les négociations avec l'Iran et les tensions au Moyen-Orient pourraient être des sources de tension sur les marchés. En Europe, les perspectives des élections générales françaises de 2022 constituent également un facteur de risque.

## EN FONCTION DE LA POLITIQUE ECONOMIQUE, L'INFLATION POURRAIT DEVENIR PERMANENTE

Pour l'instant, le débat se concentre sur les risques inflationnistes. L'inflation IPC a enregistré une accélération depuis le début de l'année. Les prix ont accéléré aux États-Unis, les chiffres en glissement annuel atteignant leur plus haut niveau depuis 2008. Dans la zone euro, l'accélération est plus modérée, l'inflation atteignant 2 % en glissement annuel pour la première fois depuis 2018. Dans les économies émergentes, l'inflation a également augmenté, notamment en Amérique latine, en Afrique et en Europe centrale et orientale, ce qui a conduit aux premières hausses des taux directeurs au Brésil, en Russie et en Turquie. En Asie, l'inflation IPC semble un peu moins problématique à ce stade, même si les prix à la production ont sensiblement accéléré en Chine.

Au niveau mondial, les pressions inflationnistes semblent s'expliquer par des facteurs communs liés aux effets de base, et notamment au rebond des prix des matières premières, aux frictions entraînant une hausse des coûts de transport et des intrants, ainsi qu'aux pressions de la demande liées à la réouverture simultanée des économies.

Dans les économies émergentes, l'inflation semble être, en grande partie, alimentée par la hausse des prix des denrées alimentaires. Cela est dû à une forte augmentation de la demande de produits de base en provenance de Chine (soja, maïs). Du côté de l'offre, le temps sec dans les pays producteurs a pesé sur les rendements des cultures. Les prix du blé ont été affectés par l'application de taxes à l'exportation par la Russie afin de modérer les pressions sur les prix intérieurs.

Le débat sur la trajectoire future des prix peut être divisé en deux écoles. Ceux qui pensent que le choc récent est transitoire et ceux qui pensent que les tendances actuelles sont les signes précurseurs d'un nouveau régime d'inflation.

L'école "transitoire" soutient que les pressions inflationnistes seront temporaires car des pressions déflationnistes sont toujours en jeu. D'un point de vue conjoncturel, il existe toujours une capacité excédentaire sur les marchés du travail. En outre, cette école soutient que les effets de la mondialisation et de la numérisation sur les salaires sont encore à l'œuvre et considère qu'une spirale salaires-prix a peu de chances de se matérialiser. Sur le plan politique, les banques centrales interviendront en resserrant leur politique si les anticipations d'inflation commencent à remonter. Une telle attitude des banques centrales empêchera également les gouvernements de mener des politiques budgétaires excessivement expansionnistes.

Le "nouveau régime inflationniste" est caractérisé par des pressions durables sur l'offre, qu'il s'agisse de l'affaiblissement de la démographie, l'essor de la main-d'œuvre mondiale ayant permis de réduire les coûts de la main-d'œuvre dans les années 1990 et 2000 s'étant estompé, de la refonte des chaînes d'approvisionnement pour les rendre plus résilientes et plus locales, des frictions sur les prix de l'énergie dans le cadre de la transition écologique et des pressions sociétales. Les tensions sociales croissantes dans tous les domaines (en particulier dans les économies avancées) devraient influencer sur les choix politiques, les banques centrales donnant la priorité à la marge de manœuvre budgétaire et au plein emploi pour les groupes à faibles revenus, en acceptant en contrepartie une inflation plus élevée.

Nous pensons que pour les deux années à venir, les facteurs fondamentaux déclenchant un nouveau régime inflationniste ne sont pas encore en place et que les cicatrices de la crise (perte de capital humain, fragilité financière des entreprises, transformation des secteurs) persisteront et pèseront sur la vitesse de la reprise. À moyen terme, la question reste toutefois ouverte. Pour l'instant, les banques centrales mettent l'accent sur la nature transitoire de l'inflation mais il existe un risque qu'en agissant plus tard, elles doivent alors agir de manière plus agressive pour contenir l'inflation avec des taux d'intérêt réels plus élevés et positifs (cf. encadré ci-dessous). Cela conduirait à un repricing important sur les marchés financiers et à une détérioration marquée de la solvabilité des entreprises et des souverains.

### **Encadré - Une nouvelle évolution des anticipations de taux réels pourrait constituer le plus grand risque pour les rendements obligataires américains**

Au cours des derniers mois, les données relatives à l'inflation américaine ont atteint des niveaux bien supérieurs à ceux associés à la stabilité des prix à moyen terme. La Fed estime que cette flambée des prix est essentiellement transitoire et ne nécessite donc pas de resserrement de la politique monétaire, surtout dans un contexte où le plein emploi est encore loin d'être atteint. Alors qu'un débat animé se dessine sur un éventuel passage à un nouveau régime avec une inflation bien supérieure aux objectifs actuels des banques centrales, le consensus (de Consensus Economics) des anticipations d'inflation à long terme (perspectives à 6-10 ans) est resté assez stable, avec une dernière lecture à 2,4%, contre 2,2% avant la crise. Bien sûr, le consensus couvre un éventail potentiellement large de prévisions individuelles, mais pour l'instant, l'attente médiane reste bien ancrée.

Le consensus à long terme est un bon indicateur des tendances pour les économistes. Concernant la croissance du PIB réel des États-Unis, la dernière enquête indique un taux relativement stable de 3,1 %, contre 3,2 % avant la crise. En revanche, la baisse du consensus sur le taux à 3 mois est plus frappante, passant de 2,4 % avant la crise à 2 % dans la dernière enquête.

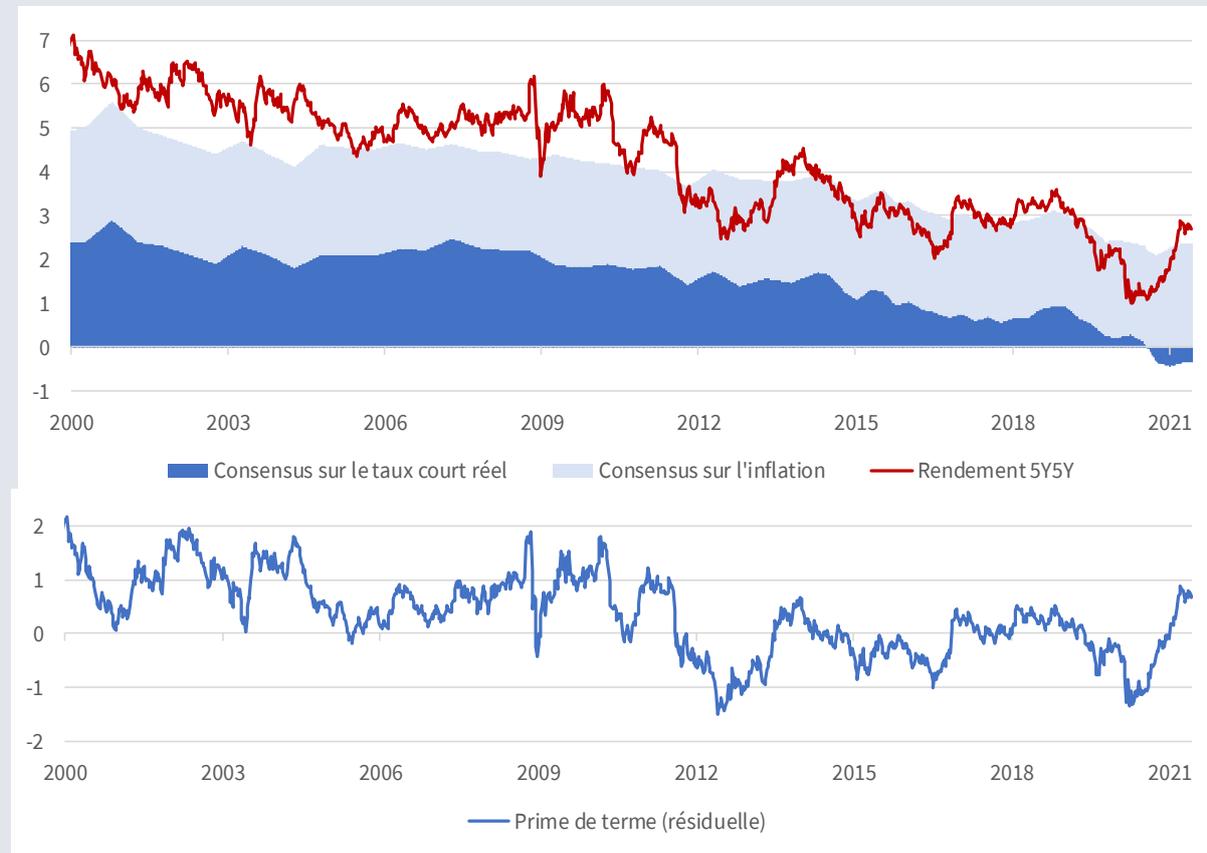
Nous pouvons nous appuyer sur le consensus à long terme pour décomposer les rendements obligataires du marché en une attente réelle de taux à court terme, en prenant le consensus sur le taux à 3 mois moins celui sur l'inflation, une attente d'inflation, toujours en s'appuyant sur le consensus, et une prime de terme résiduelle. Nous nous concentrons ici sur le long terme, en nous appuyant sur le rendement du Trésor américain à 5 ans et le consensus à long terme correspondant.

Le graphique ci-dessous illustre la répartition dans le temps, la caractéristique la plus frappante étant que les anticipations d'inflation sont restées relativement stables ces dernières années, tandis que la composante du taux court réel a connu un déclin tendanciel. Cette tendance à la baisse de la composante du taux réel s'explique en partie par le ralentissement de la productivité et la démographie. La composante résiduelle, la prime de terme, a eu tendance à fluctuer autour d'une tendance, bien que la moyenne ait baissé ces dernières années.

Si l'on replace cette ventilation dans le contexte du débat actuel, plusieurs questions se posent. En premier lieu, le débat sur l'inflation et le risque d'une évolution vers des anticipations d'inflation structurellement plus élevées. La Fed a clairement indiqué qu'elle souhaitait maintenir les anticipations d'inflation à moyen et long terme ancrées, ce qui laisse penser qu'elle répondrait effectivement à une telle évolution par un resserrement de la politique monétaire, ce qui ferait augmenter la composante taux réel. Une deuxième question est de savoir ce qui explique la dernière baisse de la composante des taux courts réels. L'une des explications possibles est qu'elle reflète la nouvelle stratégie de politique monétaire de la Fed, qui accepte un certain dépassement de l'inflation après une période de sous-dépassement, et donc, logiquement, une baisse du taux réel au cours du cycle. Il existe toutefois une grande incertitude quant au niveau où ce nouveau taux d'équilibre pourrait s'établir, et de nouveaux changements pourraient être envisagés. La Fed pourrait envisager de recourir à des mesures macroprudentielles plutôt qu'à une politique

monétaire traditionnelle, ce qui permettrait de resserrer les conditions de crédit tout en maintenant le taux court à un niveau bas. Sur la base du discours actuel de la Fed et de l'étendue de sa panoplie d'outils macroprudentiels, cela nous semble moins probable.

### Décomposition du rendement des bons du Trésor américain sur 5 ans



Source : Consensus Economics, Bloomberg, SG Études économiques et sectorielles

Une dernière explication de la baisse du taux court réel pourrait résider dans l'idée d'un nouveau déclin du potentiel de croissance tendancielle, mais ce n'est pas quelque chose que nous voyons refléter dans le consensus aujourd'hui. Pour l'avenir, dans le débat sur les rendements obligataires américains, notre principal argument est que ce ne sont pas seulement les anticipations d'inflation qui méritent l'attention mais aussi la composante des taux réels !

# PREVISIONS ECONOMIQUES

## PIB réel (annuel, %)

	2019	2020p	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays développés</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>
Etats-Unis	2,2	-3,5	6,7	3,5	3,7	3,2	2,3	3,0
Japon	0,0	-4,7	2,7	0,3	2,3	1,6	0,8	1,7
Royaume-Uni	1,4	-9,8	5,6	2,9	3,3	3,5	2,0	2,3
Zone Euro	1,3	-6,7	4,5	1,7	2,5	1,1	1,5	2,2
Allemagne	0,6	-5,1	3,0	0,5	2,5	1,0	1,3	2,0
France	1,8	-8,0	6,0	3,0	2,0	1,0	1,5	2,5
Italie	0,3	-8,9	5,5	2,5	3,0	1,0	1,5	2,0
Espagne	2,0	-10,8	6,5	3,0	4,0	1,5	2,0	2,5
<b>Pays émergents</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Asie	4,9	-0,9	7,2	5,2	4,7	4,5	4,6	5,1
Chine	6,0	2,3	8,0	6,6	4,9	4,5	4,6	5,2
Inde (AF)	4,1	-8,0	9,5	5,5	6,2	6,8	5,2	5,8
Europe Centrale et O.	2,4	-2,1	3,8	1,4	2,0	1,7	2,5	2,5
Russie	1,8	-2,6	2,0	-0,5	1,5	1,2	1,5	1,2
Amérique latine	0,2	-7,2	4,8	2,3	1,8	2,1	2,5	2,6
Brésil	1,4	-4,8	4,1	2,7	2,3	1,8	2,1	2,1
Moyen-Orient & Asie C.	0,3	-3,9	2,7	0,7	1,9	1,7	2,9	3,1
Afrique	3,4	-1,9	3,9	1,9	2,6	2,3	3,7	4,0
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>

Central = Scénario central, Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée ; AF=année fiscale.

## Variables financières

Fin d'année,	9/6/2021	Central			Prolongé		
		2021p	2022p	2023p	2021p	2022p	2023p
%							
Taux Fed Funds (borne haute)	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25
Taux 10 ans (gov.), Etats-Unis	1,57	1,80	2,00	2,25	0,75	0,75	1,00
BCE, taux refi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BCE, facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Taux 10 ans (gov.), Allemagne	-0,20	-0,10	0,00	0,20	-0,60	-0,60	-0,50
Taux 10 ans (gov.), France	0,18	0,30	0,50	0,60	-0,10	0,10	0,10
Taux 10 ans (gov.), Italie	0,91	1,10	1,50	1,70	0,75	1,15	1,25
Taux 10 ans (gov.), Espagne	0,50	0,70	1,10	1,20	0,35	0,65	0,75
BoE, taux de pol. monétaire	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Taux 10 ans (gov.), Royaume-Uni	0,93	0,90	1,00	1,20	0,40	0,60	0,60
BoJ, taux de pol. monétaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Taux 10 ans (gov.), Japon	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR / USD	1,22	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	6,39	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Pétrole, Brent (\$/b)	72,5	55	55	55	48	50	50

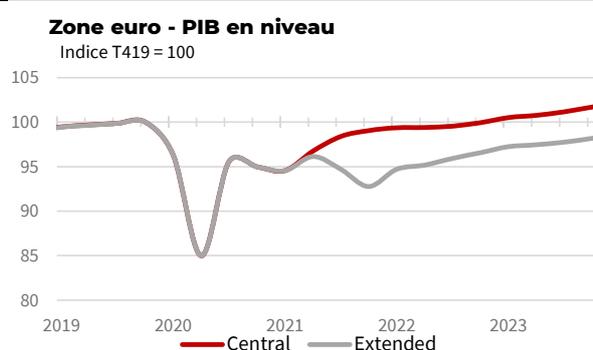
Central = Scénario central, Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée.

## 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 une montée de l'instabilité financière et une recrudescence des tensions politiques.**

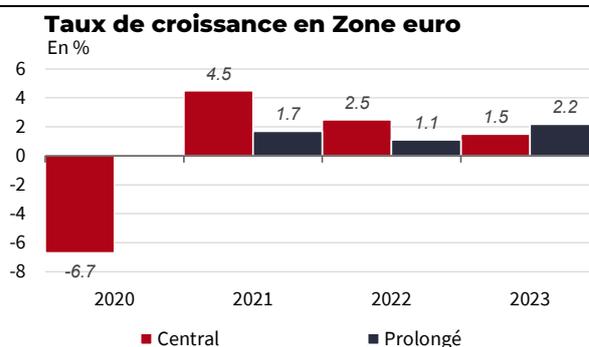
En 2021, les campagnes de vaccination et le débouclage progressif des mesures sanitaires soutiendront le rebond de l'activité, surtout en deuxième partie d'année. Le rattrapage se poursuivra en 2022, mais à un rythme plus modéré. L'héritage de la crise sur l'emploi et l'endettement privé et public, conjugué à une politique budgétaire plus restrictive, pèseront en effet sur l'activité au-delà du redémarrage initial. 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

En 2021, le commerce mondial rebondira vivement, dans le sillage notamment d'une croissance plus forte qu'attendu en Chine et aux Etats-Unis. A partir de 2022, ce rebond devrait s'atténuer et refléter davantage le rythme différencié du reflux de la pandémie à l'échelle mondiale, les différentes politiques économiques 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 après le redémarrage de 2021.

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, en partie en raison de sa concentration sur les ménages à hauts revenus et en partie en raison des comportements de précaution dans un environnement encore incertain. 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. Les subventions dont bénéficieront les Etats membres dans le cadre de la relance européenne en 2021-2023 (calibrée en fonction des pertes de revenu de chaque pays) financeront une partie des mesures de soutien, ce qui contribuera à atténuer les divergences dans le rythme de la reprise des pays de la zone euro.<sup>1</sup>

En 2021, le rebond de l'inflation reflétera essentiellement des effets de base, des frictions dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et la hausse des prix des produits de base. Ces effets seront transitoires et la dynamique des prix restera modeste à partir de 2022. La modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande devraient modérer la dynamique des prix.

A court terme, la politique monétaire de la BCE restera très accommodante. A plus long terme, la normalisation de la politique monétaire restera un sujet délicat au vu de la dynamique modérée d'inflation. Nous n'anticipons pas une réduction de la taille du bilan de la banque centrale, ni de hausse de taux sur l'horizon de prévision. Nous prévoyons toutefois que la BCE réduira ses achats d'actifs à partir du début de 2022.

---

<sup>1</sup> En effet, certaines économies sont plus exposées que d'autres à la pandémie par le canal sectoriel. 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).

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'euroscpticisme 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	-6,7	4,5	1,7	2,5	1,1	1,5	2,2
Inflation, %	1,2	0,3	1,7	1,6	0,9	0,9	1,2	1,3
Chômage, %	7,6	8,0	8,4	8,7	8,9	9,8	8,4	9,3
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-7,5	-9,1	-10,9	-5,2	-7,6	-4,1	-5,8
Dettes publiques, % du PIB	89	104	108	113	110	119	111	121

Central = Scénario central

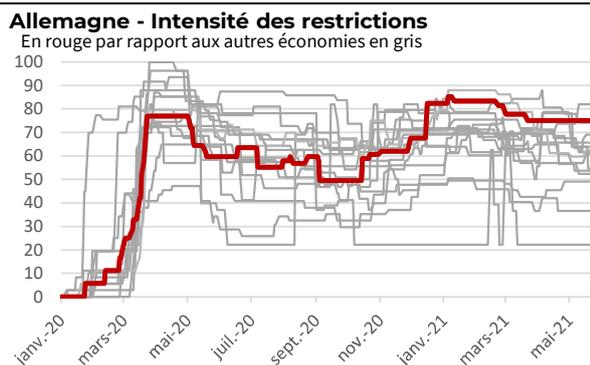
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## 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.**

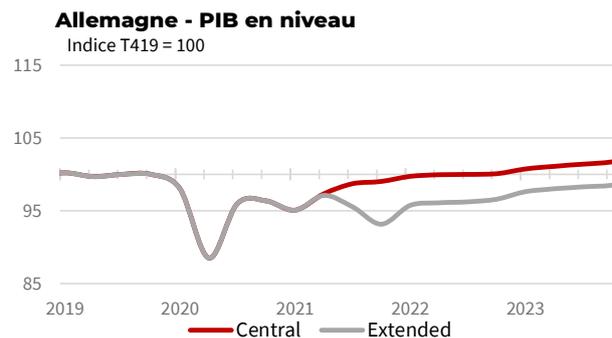
Les prévisions du PIB pour 2021 sont plus faibles en Allemagne que dans de nombreux autres États membres, ce qui reflète le ralentissement moins marqué en 2020, en partie à cause de la part plus importante du secteur manufacturier dans le PIB. Après un faible départ au T1-21, le redémarrage a été fort au T2-21 -grâce à la levée progressive des restrictions sanitaires- et devrait se poursuivre au cours du second semestre. En 2022 l'économie devrait converger vers son niveau d'activité d'avant crise, un peu avant le 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) écartent le scénario d'une convergence plus rapide.

### La crise sanitaire toujours très présente...



Source : Université d'Oxford

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



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. A moyen 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 ont empêché une dégradation excessive des bilans. Les ratios d'endettement ont 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 soutien pourrait toutefois provenir des rénovations et des mises à niveau de l'immobilier liées à l'agenda climatique du gouvernement.

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
<b>Total</b>	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
<b>Total</b>	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, l'impulsion budgétaire en 2021 serait supérieure à la perte de niveau de PIB enregistrée en 2020 (une situation dont ne bénéficient pas les trois autres grandes économies de la zone euro). Le gouvernement entend toutefois amorcer la consolidation de ses finances publiques dès 2022. Dans ce contexte, le ratio de dette publique augmenterait d'environ 15 points de PIB par rapport à son niveau d'avant crise, à environ 75 % en 2023, avant de commencer à reculer

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 en l'absence de choc externe majeur. Plus globalement, la balance des risques entourant notre scénario s'est améliorée avec le déploiement de la campagne vaccinale et le reflux des tensions commerciales. Sur le plan domestique, une alternance politique structurée autour des Verts suite aux élections législatives de septembre ne bouleverserait pas selon nous la position prudente de l'Allemagne sur l'intégration budgétaire en zone euro (surtout si les Verts gouvernaient avec la CDU-CSU). Il reste encore du temps avant l'élection et les sondages récents suggèrent que le résultat est très incertain.

Allemagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Réalisé	Prol.
PIB en volume, %	0,6	-5,1	3,0	0,5	2,5	1,0	1,3	2,0
Inflation, %	1,4	0,4	2,3	2,0	1,1	0,7	1,4	1,4
Chômage, %	5,0	5,9	6,6	6,8	6,7	7,2	6,5	7,0
Solde budgétaire, % du PIB	1,5	-4,2	-8,9	-10,2	-3,2	-5,2	-1,5	-3,1
Dette publique, % du PIB	60	70	75	78	76	82	75	83

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## FRANCE

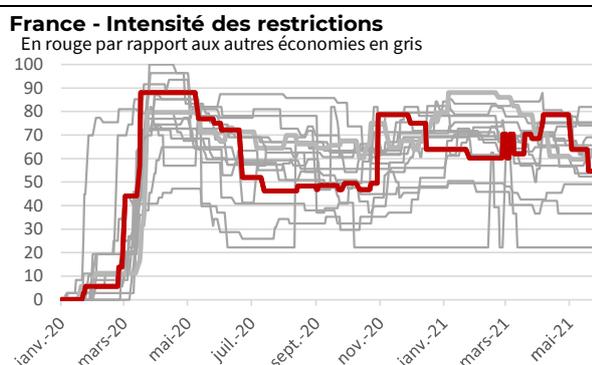
- **Le redémarrage de l'activité sera vif cette année, la reprise plus modeste à partir de 2022.**
- **L'accélération des prix observée depuis le début d'année sera temporaire, l'inflation restera modérée à plus long terme.**
- **La dette publique dépasserait 130 % du PIB en 2023.**

L'économie française s'est montrée plutôt résiliente au cours des deux derniers trimestres. Ménages et entreprises s'adaptent au contexte sanitaire et les mesures d'urgences gouvernementales ont réduit l'impact de la crise sur le tissu productif. Dans ce contexte, avec la levée progressive des mesures de freinage (qui seraient totalement débouclées au T1-22 dans notre scénario central), on s'attend à un redémarrage rapide.

En revanche, il est incertain que ce redémarrage se transforme en une reprise dynamique à plus long terme. En effet, 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 pèseront sur la croissance. Certes, la politique budgétaire portera l'activité cette année, mais ne compensera pas entièrement la perte des revenus enregistrées en 2020 ; en outre, elle risque de devenir restrictive dès 2022. Au total, la croissance pourrait décevoir les attentes du consensus et du gouvernement en 2022.

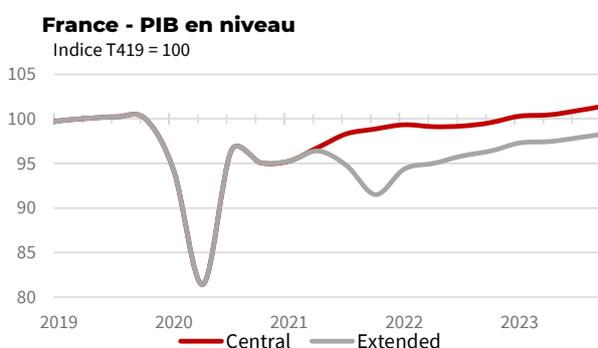
La convergence du PIB vers son niveau d'avant crise sera longue. Elle n'interviendrait pas avant fin 2022, avec un taux de chômage atteignant presque 10 % à son pic. Dans le scénario d'une crise sanitaire prolongée où les mesures de freinage ne seraient débouclées qu'au début de l'année 2023, la convergence du PIB serait elle-aussi reportée d'un an, à 2024.

### Des confinements dorénavant moins sévères



Source : Université d'Oxford

### Vers une reprise très progressive



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

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

L'investissement productif a pour l'heure bien résisté à la crise. Les instruments de quasi-fonds propres du plan de relance aideront à son rebond, mais sa croissance sera modeste à moyen terme. En effet, 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 a été essentiellement compensé par un recours conséquent à l'emprunt et les ratios d'endettement, déjà élevés avant la crise, se sont sensiblement dégradés<sup>3</sup>. En l'absence d'un rebond soutenu et durable de la

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

demande, les entreprises les plus endettées seront contraintes de reporter en partie leurs investissements pour accroître leurs capacités de financement et stabiliser leurs ratios d'endettement.

Du côté des ménages, la résorption de l'épargne « forcée » accumulée lors des confinements tirera la consommation. Mais cette épargne ne sera pas entièrement consommée. En effet, avec l'augmentation du chômage, certains ménages conserveront une épargne de précaution. Par ailleurs, les ménages les plus aisés, qui concentrent l'essentiel de ce surplus d'épargne<sup>4</sup>, ont aussi une propension à consommer plus faible. L'investissement résidentiel, qui a bien résisté à la crise, se tassera sous l'effet du durcissement des conditions de crédit par les banques.

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

La crise aura fortement dégradé les finances publiques en 2020. En 2021, le déficit public restera proche de 9 % du PIB en raison de l'exécution de la relance budgétaire. Les subventions perçues dans le cadre du plan européen et le redémarrage de l'activité éviteront que le déficit ne se creuse plus qu'en 2020. Malgré la consolidation budgétaire prévue par le gouvernement à partir de 2022, la dette publique atteindrait dans notre scénario central 130 % du PIB en 2023.

Concernant les risques entourant notre scénario, une politique plus active du gouvernement pour renforcer l'investissement des entreprises et l'emploi 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 et trop importante 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, %	1,8	-8,0	6,0	3,0	2,0	1,0	1,5	2,5
Inflation, %	1,3	0,5	1,5	1,4	1,0	0,8	1,2	1,1
Chômage, %	8,1	7,8	9,2	9,8	9,5	10,8	9,2	10,6
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-9,2	-9,2	-10,7	-6,7	-8,8	-6,2	-7,8
Dette publique, % du PIB	98	116	123	128	127	135	130	138

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

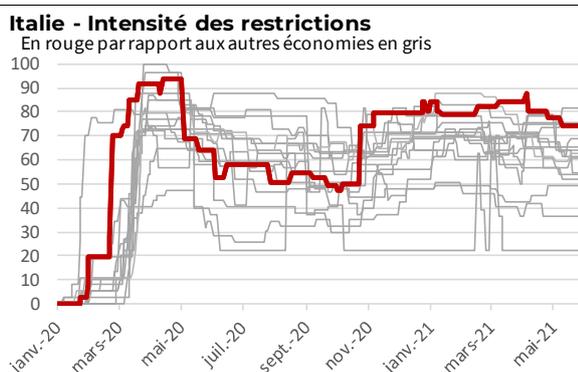
<sup>4</sup> D'après une étude publiée par le Conseil d'Analyse Economique en octobre 2020, près de 70 % du surcroît de 50 Mds EUR de l'épargne accumulé à août 2020 est le fait de 20 % des ménages, ceux des déciles de revenu les plus élevés.

## ITALIE

- **L'économie amorcera une reprise timide en 2021.**
- **Financé en grande partie par l'UE, un plan de relance historique (222 Mds EUR) soutiendra la croissance à moyen terme.**
- **Le ratio de dette publique devrait se stabiliser progressivement.**

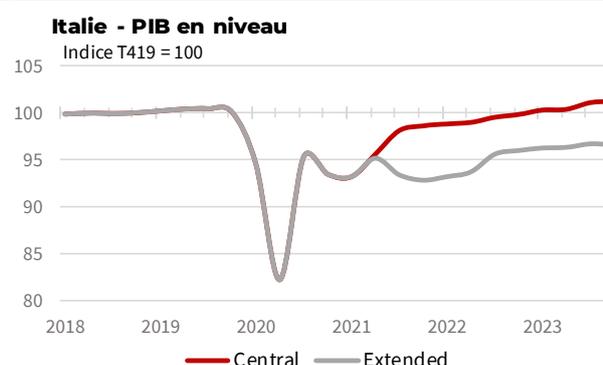
L'économie a enregistré une croissance trimestrielle de 0,1% au T1-21, évitant de justesse un retour en territoire négatif malgré le renforcement des restrictions sanitaires début mars. La levée graduelle des mesures sanitaires devrait accélérer la reprise au second semestre et stimuler la croissance, attendue à 5,5% en 2021. Toutefois, rebond « mécanique » de l'activité ne permettra pas un retour au niveau de PIB pré- crise. Il faudra attendre début 2023 pour que l'activité retrouve son niveau du T4-19.

### Début des levées de restrictions



Source : Université d'Oxford

### Retour au PIB d'avant-crise au T1-23



Source : SG Études économiques et sectorielles

L'arrivée de l'été devrait permettre davantage d'interactions en plein air et la poursuite des programmes de vaccination. Ceci devrait favoriser la levée progressive des restrictions et renforcer le moral des consommateurs à partir du milieu d'année. L'utilisation de l'épargne « forcée » durant le confinement stimulera en outre la consommation des ménages. Toutefois, la prudence persistante des consommateurs et la répartition inégale de l'épargne forcée entre les catégories de revenus freineront la reprise des dépenses au-delà du redémarrage initial.

Après s'être effondrés en 2020, les voyages à l'étranger reprendront au cours du second semestre, soutenant ainsi le secteur du tourisme qui représente 13% du PIB, une part supérieure à la moyenne européenne (environ 5% du PIB). Toutefois, les flux touristiques ne devraient pas retrouver leurs niveaux pré-crise : 33 Mn de touristes étrangers sont attendus cette année, contre 100 Mn en 2019, d'après les projections de la Fédération italienne du tourisme.

À moyen terme, les perspectives de croissance seront portées par le Plan National de Relance et de Résilience (PNRR), doté de 222 Mds EUR (12,4% du PIB) sur cinq ans. Son orientation marquée vers la transition écologique (45%) et la digitalisation

(37%) stimulera les dépenses d'investissement à court terme, qui à leur tour auront des effets positifs sur le PIB potentiel à long terme. Si l'effet en 2021 sera encore peu perceptible, il stimulerait fortement la croissance en 2022, estimée à 3%.

Mesures budgétaires d'urgence et de relance	Mds EUR
▪ <b>Plan d'urgence (2020-2021)</b>	<b>67,9</b>
▪ Aides et subventions en faveur des entreprises	9,5
▪ Mesures fiscales de soutien aux entreprises	6,4
▪ Dépenses publiques de santé	9,5
▪ Mesures de soutien au revenu des ménages	5,5
▪ Aides aux TPE-PME, travailleurs indépendants et professions libérales	12
▪ Dispositifs d'activité partielle (décret « Cura Italia »)	25
▪ <b>Plan de relance (2021-2025)</b>	<b>222</b>
▪ Révolution verte et transition écologique	68,6
▪ Infrastructures pour une mobilité durable	31,4
▪ Numérisation, innovation, compétitivité et culture	49,2
▪ Éducation et recherche	31,9
▪ Inclusion et cohésion	22,4
▪ Santé	18,5
<b>Total cumulé des plans</b>	<b>289,9</b>
% du PIB 2019	16,2

Source : SG Études économiques et sectorielles

La baisse inattendue du taux de chômage en 2020 est liée à la baisse sans précédent du taux d'activité, de nombreuses personnes ayant stoppé leur recherche d'emploi pendant le confinement. La poursuite des destructions d'emploi en 2021 combinée au redressement de la population active entraîneront des pressions haussières sur le taux de chômage, qui s'élèvera à 11,8% dans le scénario central et à 12,7% dans le scénario prolongé.

Le ratio de dette publique devrait se stabiliser progressivement. En effet, la baisse attendue des mesures de chômage partiel (décret « Cura Italia ») côté dépenses et l'augmentation des rentrées fiscales (lié à la reprise de l'activité) côté recettes favoriseront la stabilisation du ratio de dette. Au-delà, le plan de relance record (222 Mds EUR) ne dégradera pas davantage les finances publiques. Il sera financé en grande majorité par les ressources de l'instrument *Next Generation EU*, dont 68,9 Mds de subventions et 122,6 Mds de prêts mutualisés. La dette publique devrait se stabiliser à des niveaux proches de 160% du PIB en 2022/2023.

La dernière crise politique italienne a été résolue avec la nomination au poste de Premier ministre mi-février de Mario Draghi. Son gouvernement d'union nationale, soutenu par la quasi totalité des partis politiques, devrait être maintenu jusqu'aux prochaines élections législatives de 2023. 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 d'une réforme structurelle qui, historiquement, s'est souvent avérée impopulaire. La réussite du gouvernement Draghi sera déterminante en vue du prochain scrutin, qui pourrait voir sinon une alliance eurosceptique diriger l'Italie en mai 2023.

<b>Italie</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021p</b>		<b>2022p</b>		<b>2023p</b>	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0,3	-8,9	5,5	2,5	3,0	1,0	1,5	2,0
Inflation, %	0,6	-0,1	1,2	1,1	0,8	0,8	1,1	1,1
Chômage, %	10,0	9,3	11,8	12,7	11,6	12,5	10,7	12,1
Solde budgétaire, % du PIB	-1,6	-8,9	-11,6	-13,5	-6,6	-9,2	-5,1	-6,5
Dette publique, % du PIB	135	155	157	163	158	170	159	172

Central = Scénario central

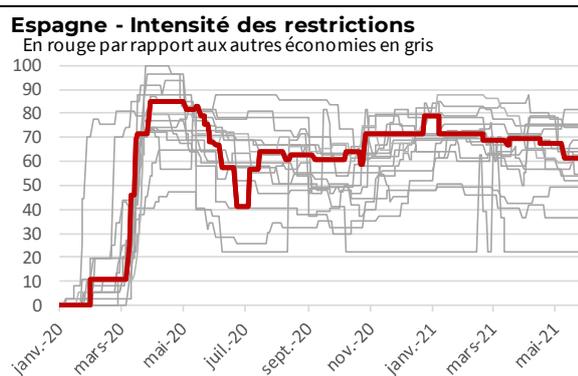
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ESPAGNE

- **La reprise économique sera progressive en 2021 et devrait se poursuivre en 2022.**
- **Entièrement financé par les subventions européennes, le plan de relance soutiendra la croissance à court et moyen terme.**
- **L'importance du secteur du tourisme pèsera sur le rattrapage du PIB en niveau.**

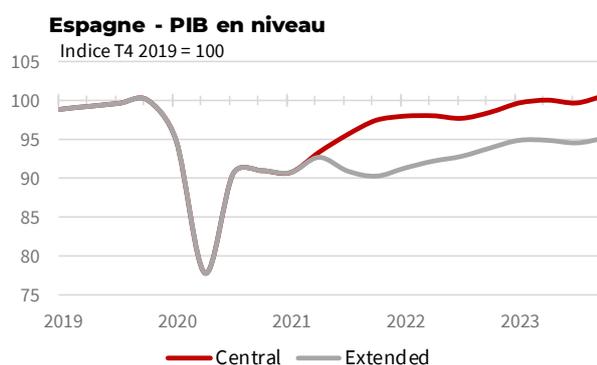
L'économie est retombée en contraction au premier trimestre 2021 (-0,5%) après la stagnation enregistrée au T4-20. Ce repli s'explique par le renforcement des restrictions sanitaires, notamment les interdictions des déplacements intra et inter-régions. L'activité se normalisera progressivement au second semestre, soutenue par les dépenses de consommation, l'arrivée des fonds européens et la relance de la demande extérieure dans un contexte d'assouplissement des restrictions. Le PIB réel, dont la croissance est estimée à 6,5% en 2021, devrait retrouver son niveau d'avant-crise au T2-23.

### Des restrictions moins sévères



Source : Université d'Oxford

### Vers une reprise très progressive



Source : SG Études économiques et sectorielles

La demande des consommateurs devrait fortement repartir au T3-21, grâce au débouclage progressif des mesures sanitaires. L'extension du régime de chômage partiel (ERTE) contribuera à soutenir les revenus disponibles jusqu'à la réouverture de l'économie. Ceci soutiendra la consommation privée dans la deuxième partie de l'année.

Les exportations de services commenceront également à se redresser, à mesure que la pandémie sera maîtrisée en Europe, mais elles resteront bien en deçà des niveaux de 2019. L'arrivée de touristes étrangers devrait augmenter en 2021, mais restera bien inférieure au niveau pré-pandémie (45 Mn attendus vs 85 Mn en 2019, selon les projections du Ministère du Tourisme) et ne rétablira qu'en partie le secteur, composant clé de l'économie espagnole (15% du PIB).

Des facteurs structurels et conjoncturels pèseront sur le rebond des investissements. Côté structurel, la forte prédominance de petites entreprises disposant de peu de

capital et de faibles marges laisse présager un risque élevé d'insolvabilité en sortie de crise. Côté conjoncturel, 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.

Un nombre important de mesures budgétaires devrait stimuler l'activité à court et moyen terme. Le plan de relance, qui totalise 69,5 Mds EUR sur trois ans, aura un impact dès 2021, le gouvernement prévoyant d'utiliser 27 Mds EUR de subventions européennes cette année par anticipation des fonds budgétés. Ces fonds soutiendront la croissance en 2021 et 2022.

Mesures budgétaires d'urgence et de relance	Taille Mds EUR
▪ <b>Plan d'urgence (2020-2021)</b>	<b>66,7</b>
▪ 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
▪ <b>Plan de relance (2021-2023)</b>	<b>69,5</b>
▪ Nouvelle économie urbaine, politiques de l'emploi	4,9
▪ Promotion de la culture et du sport	0,8
▪ Agenda urbain et rural	14,4
▪ Résilience des infrastructures et des écosystèmes	10,4
▪ Investissements liés à la transition énergétique	6,4
▪ Modernisation de l'administration publique	4,3
▪ Modernisation du tissu industriel et des PME	16,1
▪ Pacte sciences et innovation	4,9
▪ Investissements en faveur du système éducatif et de la formation continue	7,3
<b>Total cumulé des plans</b>	<b>136,2</b>
% du PIB 2019	11

Source : SG Études économiques et sectorielles

Le prolongement des dispositifs d'activité partielle (ERTE) jusqu'à la fin 2021 devrait limiter la baisse du niveau d'emploi. Au-delà, les destructions d'emplois prévues dans les services viendront dégrader le marché du travail. Le taux de chômage connaîtrait un pic à 17,3% fin 2022 dans notre scénario central.

Le plan de relance espagnol, entièrement financé par les fonds européens NGEU, ne viendra pas alourdir la charge de la dette. Les fonds totaliseront 69,5 Mds EUR de transferts non remboursables entre 2021 et 2023, soit 5,6% du PIB. Toutefois, avec la convergence lente de l'économie vers son niveau d'avant-crise, le ratio d'endettement public restera élevé sur l'horizon de prévision, la dette publique atteignant 120% du PIB en 2023.

La saison estivale sera déterminante pour l'ampleur du rebond cette année. Au-delà, la reprise du tourisme devrait s'accélérer, la plupart des obstacles à l'activité étant levés, tandis que la croissance de la demande intérieure devrait se modérer une fois que la demande refoulée sera réabsorbée. Nous prévoyons 4% de croissance en 2022, le sentier de croissance se stabilisant ensuite à 2% en 2023/2024.

Le paysage politique reste très fragmenté et le gouvernement dirigé par le Parti socialiste et *Unidas Podemos* ne dispose pas d'une majorité opérationnelle au Parlement. Alors que l'accent est mis sur la sortie de la crise Covid19 et le recours au plan de relance européen, des divergences idéologiques sur les réformes économiques pourraient apparaître au sein de la coalition, avec un risque de scission prématurée du gouvernement minoritaire de gauche. Les élections générales sont prévues en 2023.

Espagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	2,0	-10,8	6,5	3,0	4,0	1,5	2,0	2,5
Inflation, %	0,8	-0,3	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
Chômage, %	14,1	15,6	17,0	18,6	17,3	18,9	16,4	18,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,9	-11,9	-8,1	-11,9	-6,6	-11,3	-5,9	-8,9
Dettes publiques, % du PIB	96	118	118	126	118	134	120	137

Central = Scénario central

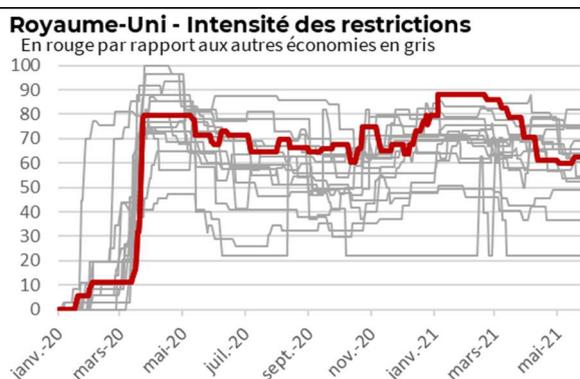
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ROYAUME-UNI

- **Le déploiement rapide du vaccin offre la perspective d'un fort rebond en 2021, bien que les variants pourraient freiner la perspective d'un déconfinement total.**
- **Des mesures volontaristes en matière de politique budgétaire et monétaire ont partiellement amorti le choc et continueront à soutenir la reprise.**
- **Cependant, les effets d'hystérésis de la crise et les conséquences du Brexit pèseront sur la croissance potentielle.**

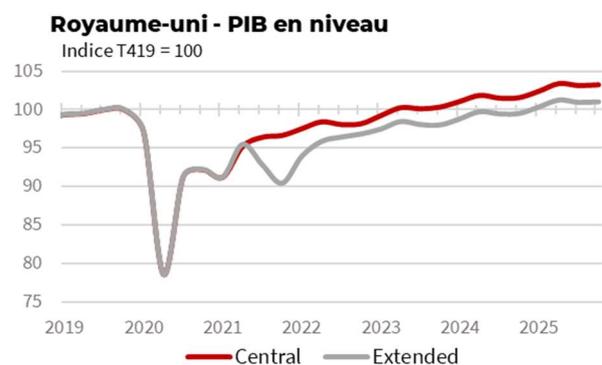
La croissance a dépassé les attentes au T1-21. L'économie britannique a fait preuve de résilience lors de la deuxième vague de coronavirus, en affichant une forte croissance en mars et en ne se contractant que de 1,5 % au T1-21. Ces chiffres reflètent le fait que les entreprises se sont adaptées aux restrictions et que les consommateurs sont de plus en plus disposés à dépenser en ligne. La croissance a également été soutenue par les dépenses publiques, notamment les dépenses de santé pour lutter contre la pandémie.

### L'espoir d'un retour à la normale



Source : Université d'Oxford

### Le rétablissement complet prendra du temps



Source : SG Recherche économique et sectorielle

Les données d'enquête suggèrent une forte hausse du PIB au T2-21. L'indice composite provisoire des directeurs d'achat (PMI) a atteint 62 en mai, contre 60,7 en avril, marquant ainsi son plus haut niveau historique. Dans le même temps, le volume des ventes au détail au Royaume-Uni a augmenté de 9,2 % en avril par rapport au mois précédent. L'enquête PMI reflète la réouverture des hôtels, des activités de plein air et d'autres entreprises du secteur des services en mai et l'atténuation de l'impact de la pandémie sur l'économie, notamment grâce à l'une des campagnes de vaccination les plus rapides parmi les économies avancées. En même temps, les variants pourraient freiner la perspective d'un déconfinement total. L'inflation devrait augmenter au T2-21 et être volatile tout au long de l'année 2021 avant de se stabiliser. La volatilité du niveau des prix est principalement due aux

effets de base résultant des prix de l'énergie et aux facteurs transitoires consécutifs à la pandémie. Les derniers indices PMI indiquent que les pressions sur les coûts augmentent à un rythme sans précédent depuis 13 ans, les fabricants étant confrontés à des pénuries de matières premières et à des coûts d'expédition élevés, et les prestataires de services à des salaires plus élevés. Nous pensons que le niveau des prix se stabilisera à un niveau proche de l'objectif de la Banque d'Angleterre (2 %) à partir de 2022, car les facteurs temporaires seront atténués par les pressions sur le marché du travail résultant de l'effet d'hystérésis de la pandémie et par la politique budgétaire qui commencera à être moins accommodante.

Dans ce contexte, nous ne prévoyons pas de changement significatif dans la conduite de la politique monétaire au cours des prochains mois. À l'issue du dernier comité de politique monétaire (MPC) en mai, le taux directeur est resté inchangé à 0,1 % et le montant cible du programme d'assouplissement quantitatif est resté à GBP 895 Mds. Le MPC a annoncé une décélération du rythme des achats d'actifs - de GBP 4,4 Mds par semaine à GBP 3,4 Mds, reflétant une amélioration de sa perception de l'économie britannique. Malgré cette réduction, l'objectif du programme d'achat sera atteint avant la fin de l'année et une nouvelle réduction du rythme des achats est attendue lors des prochains comités.

La politique budgétaire restera accommodante au cours des deux prochaines années et devrait soutenir la reprise, mais les impôts augmenteront à partir de 2023. En mars, le chancelier a annoncé que les mesures de soutien seront prolongées jusqu'à l'automne, notamment le dispositif de chômage partiel et l'aide aux indépendants. L'allègement des taux d'imposition des entreprises et les subventions seront également maintenus. La majoration des allocations chômage sera conservée jusqu'en septembre, tandis que l'exonération des frais de transaction immobilière sera progressivement supprimée à partir de juillet. Nous prévoyons que l'investissement des entreprises sera stimulé par le mécanisme de suramortissement, "super-deduction", de GBP 25 Mds, mais en partie au détriment des investissements futurs qui auront été anticipés. Cette mesure sera suivie d'une hausse de GBP 25 Mds par an de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu, qui aura sans doute un impact négatif sur la croissance. L'augmentation de l'impôt sur les sociétés en 2023, qui passera de 19 % à 25 %, devrait rapporter à elle seule GBP 17 Mds par an.

Mesures adoptées "above the line" entre 2020 et 2021	Mds GBP
<b>Dépenses publiques :</b>	
- Services de santé, autorités locales, mesures sociales pour les personnes vulnérables, mesures à destination du rail	127
<b>Dispositif de sauvegarde l'emploi :</b>	
- Chômage partiel	73
- Mesures d'aide pour les indépendants	
- Bonus de maintien dans l'emploi	
<b>Paquet de mesures sociales :</b>	
- Crédit universel - seuil de revenus minimaux	
- Augmentation du crédit universel de 20£	8
- Suppression du délai de carence	
- Modification de l'allocation logement	
<b>Mesure de soutien aux entreprises</b>	
- Transferts directs aux PME	66
- Annulation de l'impôt foncier des entreprises	
<b>Prolongation des mesures de soutien en 2021</b>	
- Soutien à l'emploi, crédit universel, soutien aux entreprises	132
<b>Total</b>	406
% du PIB	19.3%
<b>Plan de relance en 2021</b>	<b>Mds GBP</b>
<b>"Build Back Better"</b>	100
- Investissement dans le haut débit, les routes, les chemins de fer et les villes.	
<b>Total</b>	100
% du PIB	4.8%

Le recours au dispositif de chômage partiel continue de masquer la situation sur le marché du travail. Avec plus de 4 millions d'emplois toujours concernés, le dernier taux de chômage publié (4,8 % en mars 2020) n'est pas un indicateur fiable pour évaluer le niveau actuel et futur des capacités inutilisées sur le marché du travail. Jusqu'à présent, nous observons une reprise inégale, les offres d'emploi pour les plus qualifiés étant plus rares que celles dans l'industrie manufacturière, la construction ou la logistique. L'impact à moyen terme de la crise sur le marché du travail reste un point d'incertitude qui conditionnera en grande partie la reprise économique. Malgré des mesures de soutien et des différents dispositifs ciblant l'emploi, nous prévoyons que le taux de chômage augmentera et culminera à 7,1% au 4T21 dans notre scénario central.

La dette, tant privée que publique, sera l'un des principaux lests hérités de la pandémie. Le ratio dette/PIB a atteint 102 % à la fin de 2020, en hausse de 16 points de pourcentage en glissement annuel, et nous prévoyons qu'il atteindra environ 110 % en 2023 dans notre scénario central. La dette des entreprises a également grimpé en flèche, soutenue par les systèmes de garantie de l'État et l'assouplissement de la politique monétaire. Le ratio de la dette des entreprises par rapport au PIB est passé de 57 % à 63 % entre fin 2019 et fin 2020. L'augmentation de la dette des entreprises est fortement concentrée sur les PME, qui pourraient être contraintes de se désendetter au détriment de l'investissement et faire face à des taux de défaut plus élevés.

Les effets du Brexit ne sont pas encore clairement visibles dans les données de la balance commerciale, mais l'incertitude continue d'entraver l'activité commerciale et les entreprises s'attendent toujours à une baisse du chiffre d'affaires causée par le Brexit, notamment dans le secteur des services. Les statistiques mensuelles sur le commerce pour le mois de mars ont montré une poursuite de la réallocation d'une partie du commerce avec l'UE vers des pays hors UE, malgré un retour progressif à des niveaux plus normaux du commerce avec l'UE après la fin de la période de transition. La volatilité suggère toutefois qu'il est trop tôt pour évaluer si cela reflète une perturbation à court terme ou des changements à plus long terme, le commerce ayant commencé à se rétablir après la perturbation de Covid19. Jusqu'à présent, l'UE n'a pas estimé que d'autres réglementations financières britanniques étaient équivalentes à celles de ses homologues européens. À cet égard, le protocole d'accord régissant la coopération entre le Royaume-Uni et l'UE27 en matière de réglementation des services financiers signé n'est qu'une mesure technique permettant aux deux parties de poursuivre les négociations, et non un accord sur le fond. La balance commerciale des services britanniques devrait en être négativement affectée.

Royaume-Uni	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,4	-9,8	5,6	2,9	3,3	3,5	2,0	2,3
Inflation, %	1,8	0,9	1,7	1,3	2,1	1,7	2,0	1,9
Chômage, %	3,8	4,5	6,0	6,3	6,5	7,4	5,5	6,4
Solde budgétaire, % du PIB	-2,3	-12,4	-11,4	-13,1	-9,1	-9,8	-6,0	-6,5
Dette publique, % du PIB	85	102	105	110	109	114	110	115

Central = Scénario central

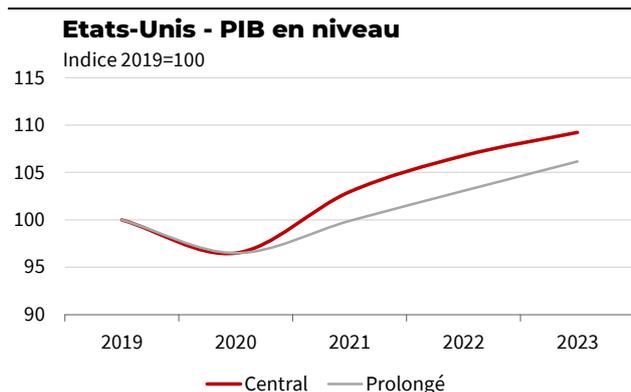
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ÉTATS-UNIS

- **La croissance est attendue en forte accélération avec un soutien budgétaire considérable et une reprise de la consommation et de l'investissement.**
- **La Fed devrait garder des conditions financières favorables en 2021 malgré une inflation qui pourrait être temporellement plus élevée.**
- **Les principaux risques pour l'économie sont une prolongation de la crise sanitaire et un resserment des conditions financières.**

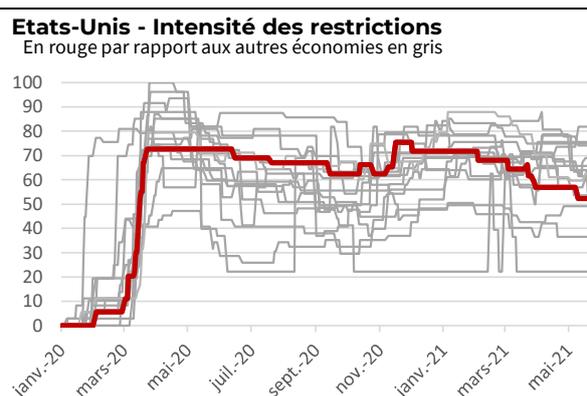
L'activité économique devrait rester robuste dans un contexte de levée des restrictions sanitaires et de poursuite d'un policy mix très expansionniste. Le PIB a affiché une croissance de 6,4% T/T à un rythme annualisé (0,4% en glissement annuel) retrouvant pratiquement son niveau d'avant crise. Tous les composants de la demande domestique ont présenté des fortes progressions. La consommation des ménages a enregistré une croissance de 11,3% au T1-21 à un rythme annualisé, reflétant la levée de restrictions ainsi que la progression significative des revenus des ménages suite aux différents transferts du gouvernement. L'investissement privé reste très dynamique aussi (11% T/T rythme annualisé) sur fond de forte reprise de l'investissement immobilier des ménages. La contrepartie de cette forte demande interne est la dégradation du déficit commercial américain, qui retrouve son niveau le plus élevé depuis 2007.

### 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

La croissance économique devrait rester très dynamique et devrait rattraper son niveau tendanciel pré-pandémie en 2021 dans la mesure où 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 2 200 mds de USD (8,6% 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 s'est rapidement redressé 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. Au total, le PIB devrait progresser 6.7% en 2021 et 3.8% en 2022. En cas de prolongation de la crise sanitaire, la reprise serait plus modeste en 2021 avec 3.5% de croissance et 3.2% en 2022.

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

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

Compte tenu de la normalisation de l'économie, l'inflation est significativement partie à la hausse et devrait rester élevée pendant l'été et revenir proche de la cible de 2% de la Fed après. En effet, l'inflation a augmenté à 5% au mois de mai et l'inflation sous-jacente a atteint 3,8%, le niveau sous-jacent le plus élevé depuis 2006. Cette forte poussée inflationniste reflète d'une part le redressement des prix de l'énergie et d'autre part des frictions au sein des chaînes globales de production. D'autre part, elle est la conséquence de la forte reprise de la consommation des services après la levée des restrictions sanitaires, qui s'est traduite par une très forte

hausse des prix des certains services. Par exemple, le prix de la location des voitures a augmenté de 110% (GA) au mois d'avril, et le prix de vente des voitures d'occasion a augmenté de 30% (GA). De même, le prix des locations des résidences secondaires de 10%(GA). Cependant, une fois les 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, 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 modérera les pressions inflationnistes. Finalement, les éléments plus structurels qui ont contribué à la modération de l'inflation comme la robotisation, la mondialisation ou la baisse du pouvoir des syndicats sont toujours présents.

Dans ce contexte et dans le cadre des nouveaux objectifs (inflation sous-jacente en moyenne à 2% dans la durée et maximisation 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 nets de titre début 2022, une fois la reprise de l'économie et surtout la reprise de l'emploi bien amorcées. La première hausse de la fourchette de politique monétaire interviendrait en 2023.

L'administration Biden a présenté deux plans de hausse des dépenses publiques, un dans le domaine de des infrastructures et la transition énergétique s'élevant à 2 250 mds USD, l'autre dans le domaine de la protection sociale des ménages s'élevant à 1 800 mds USD. Pour financer ces plans, l'administration Biden a ausis proposé une réforme de la fiscalité des entreprises et des ménages à haut revenus. La réforme de la fiscalité des entreprises consiste principalement dans une hausse du taux d'imposition de 21% à 28%, un taux de 20% sur le « book income » pour les entreprises avec des revenus supérieurs à 2 mds USD et une taxe de 21% sur les profits enregistrés à l'étranger. La réforme sur la fiscalité des ménages avec haut revenus consiste principalement à augmenter les taux d'imposition sur les plus-values des actifs financiers. Le plan de Biden est que ces réformes fiscales suffisent à financer ses plans d'infrastructures et de protection sociale. Le calendrier légistaltif de ces plans est néanmoins plus long que celui du plan Covid et il est probable que si elles sont finalement adoptées, leur valeur faciale soit inférieure. En effet, le parti Républicain a déjà annoncé son opposition à ces réformes, ce qui laisse une faible marge de manœuvre au parti Démocrate pour voter ces projets.

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, avec un rythme de vaccination qui augmente. Néanmoins, en cas de nouvelle hausse importante des cas et des hospitalisations, 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 obligataires à long terme ont augmenté, les marchés pariant sur un retour de l'inflation qui pourrait conduire la Fed à resserrer les conditions financières. Cette correction sur les marchés obligataires s'est aussi transmise sur le marché actions. Le marché du travail américain est actuellement marqué par d'importantes frictions et les offres d'emploi atteignent des niveaux record malgré un taux de chômage encore élevé ; la baisse rapide du taux de chômage pourrait dans ce contexte déclencher un ajustement marqué des rendements financiers.

Etats-Unis	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	2,2	-3,5	6,7	3,5	3,7	3,2	2,3	3,0
Inflation, %	1,8	1,3	3,5	2,9	2,4	1,6	2,2	2,4
Chômage, %	3,6	6,8	5,0	5,7	4,2	4,0	3,5	3,9
Solde budgétaire, % du PIB	-6,7	-15,7	-16,6	-21,0	-8,2	-8,6	-5,8	-6,4
Dettes publiques, % du PIB	80	103	109	112	111	116	114	120

Central = Scénario central

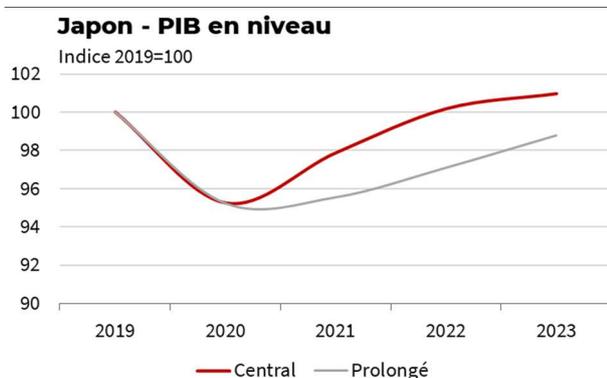
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## JAPON

- **La reprise économique de nouveau retardée en raison d'une quatrième vague de la pandémie.**
- **L'inflation demeure négative.**
- **La relance fiscale considérable de 2020 verra son impact échelonné dans le temps, la dette publique augmente.**

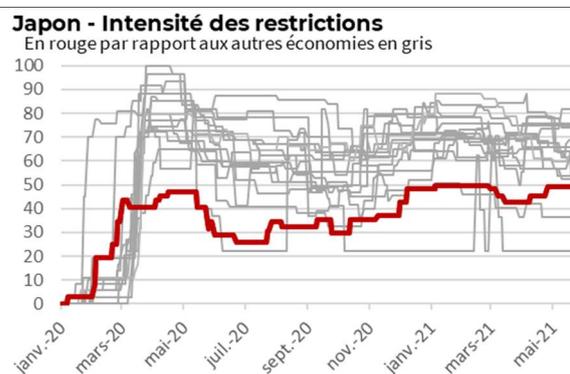
L'économie a été affectée par une troisième vague en début d'année et par une quatrième vague du Covid19 au T2-21. Les incertitudes inhérentes à la pandémie ainsi qu'une campagne de vaccination très tardive empêchent une reprise franche de la machine économique. Le pays enregistrera une croissance plus modérée que prévu en 2021.

### Une reprise retardée du PIB



SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

### Davantage de restrictions dues à la 4<sup>ème</sup> vague



Source : Université d'Oxford

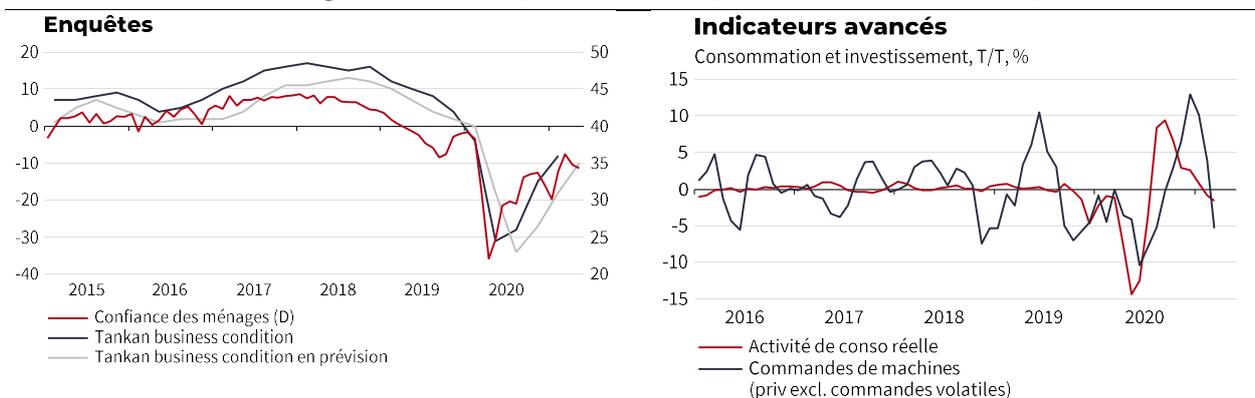
L'état d'urgence est de nouveau instauré face à une quatrième vague de l'épidémie, la seconde cette année. À cela se rajoute une campagne de vaccination très tardive (les doses injectées à moins de 10% de la population, inférieures à celles par exemple de la Malaisie et de l'Indonésie). Les incertitudes sanitaires continuent donc de laisser leurs empreintes sur la vigueur de reprise.

La confiance des ménages s'est légèrement rétablie entre la troisième et la quatrième vague, ce qui peut être temporaire. De plus, elle reste faible. Tant qu'un seuil critique d'immunité collective ne sera pas atteint, il est peu envisageable de constater une remontée sans entrave de la confiance des ménages. Malgré un excès d'épargne estimée à plus de 5% du PIB, la consommation continue de suivre une reprise sinueuse.

Du côté des entreprises, les dernières enquêtes Tankan n'ont pas pris en compte la survenue de la quatrième vague. Même si elles indiquaient une amélioration de la perception de la conjoncture, les indices restent en-deçà de zéro – indiquant que l'environnement économique est jugé davantage défavorable par les entreprises.

L'anémie des commandes domestiques d'équipements par les entreprises au T1 ne semble pas présager un rebond de l'investissement.

### La faible confiance des agents économiques... ...impacte l'activité économique



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

La difficulté pour faire remonter l'inflation est d'autant plus présente 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 implique un retour à la normale très lent de leur niveau de consommation. L'investissement en serait alors impacté, et l'objectif de reflation deviendrait encore plus difficile à atteindre. L'inflation était bien négative pendant les quatre premiers mois de l'année. Même si elle devrait augmenter durant le reste de l'année en raison d'une (très) partielle transmission de la hausse des prix internationaux liés aux matières premières et des frictions de la chaîne d'approvisionnement, elle demeurerait faible.

Devant ce risque, l'effort de relance fiscale est considérable. Une partie de la relance de 2020 est reportée en 2021, ce qui soutiendra la reprise dans cet environnement incertain. 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. Le « *mamizu* » - les dépenses réelles - de tous les plans annoncés serait augmenté à 15% du PIB. L'implémentation de ces mesures peut prendre du temps, et certaines mesures sont prévues sur un horizon allant au-delà de mars 2021 – fin de l'année fiscale. Nous n'envisageons donc pas de forte réduction du soutien fiscal au Japon en 2021.

Du côté monétaire, l'objectif de maintenir les conditions de financement extrêmement favorables n'a pas changé malgré quelques changements mineurs dans l'application de la politique monétaire depuis mars 2021. La BoJ continue de cibler les taux court (-0,1%) et long (0%). Mais elle s'accorde une plus grande liberté dans la conduite des opérations en explicitant une bande de fluctuation des taux longs assez large à +/- 0.25%.

Mesures fiscales	Taille JPY/1000 Mds
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
<b>Total</b>	<b>82.5</b>
% PIB	14.8%

Enfin, le ratio de dette sur PIB s'approchant de 260% du PIB, se pose la question de soutenabilité de la dette d'autant plus que l'inflation demeure absente. Même si le coût du financement de la dette publique est maintenu extrêmement bas, la très grande majorité (90%) de dette étant détenue par des investisseurs domestiques dont la BoJ, le décalage répété du calendrier de consolidation fiscale pourrait ultimement affecter la perception du risque des investisseurs.

Japon	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
		Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0,0	-4,7	2,7	0,3	2,3	1,6	0,8	1,7
Inflation, %	0,5	0,0	0,5	0,3	0,8	0,1	0,6	0,7
Chômage, %	2,3	2,8	2,8	2,9	2,7	2,9	2,7	2,9
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-12,6	-8,0	-11,0	-3,3	-5,5	-3,0	-2,5
Dette publique, % du PIB	235	256	263	267	264	272	266	272

Central = Scénario central

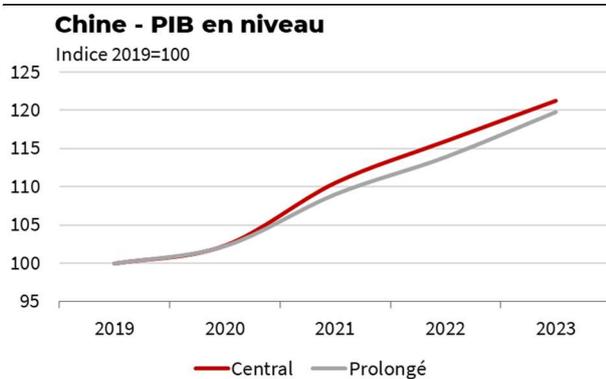
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## CHINE

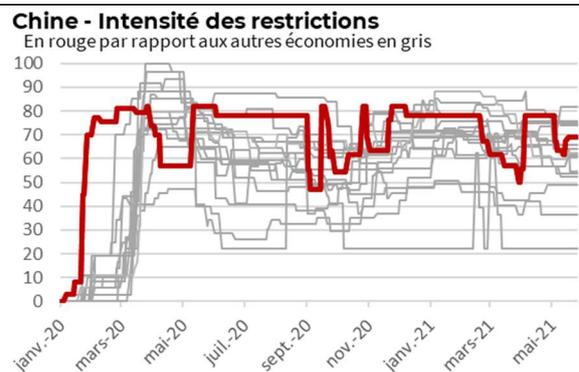
- **La vigueur de la reprise devrait s'atténuer à partir du S2-21.**
- **Le policy-mix privilégie la réduction du risque lié à l'endettement.**
- **Le risque de crédit tend à augmenter, ce qui pourrait entraîner des tensions épisodiques sur le marché interbancaire.**

La vigueur de la reprise économique s'atténuera à la deuxième moitié 2021, en raison de la normalisation des politiques économiques. La croissance reviendra progressivement sur sa tendance de long terme dans les années suivantes.

### Une crise prolongée nécessiterait la réactivation du soutien Malgré l'intensité élevée des restrictions, l'impact est léger sur la vie socio-économique



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

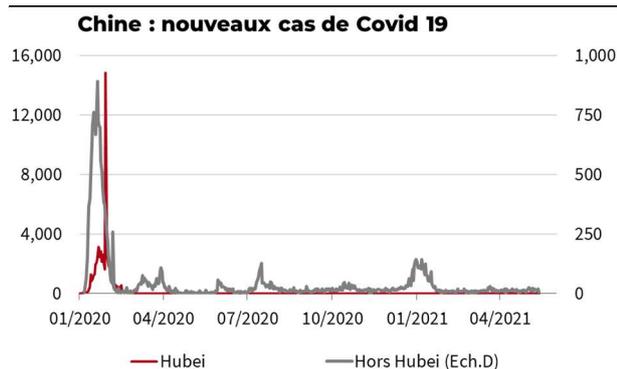


Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

La pandémie est sous contrôle et la vaccination a pris son élan. Le nombre de doses injectées atteint 40% de la population par rapport à moins de 10% au début d'avril. Le pays continue de pratiquer une politique basée sur l'élimination des sources de contamination, ce qui maintient l'activité économique et sociale, en attendant d'atteindre l'immunité collective. Par conséquent, si de légères perturbations sont possibles en raison de la hausse temporaire des cas Covid19, l'activité devrait peut reprendre rapidement son cours.

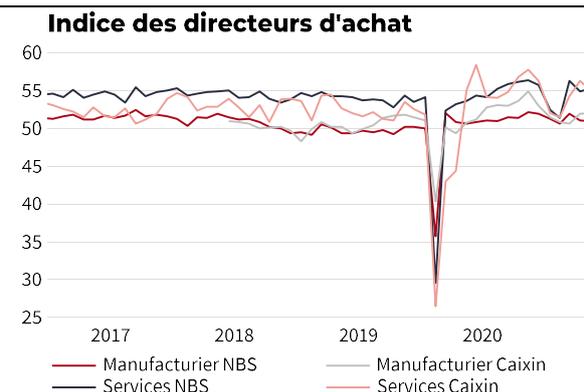
La priorité des politiques économiques est définitivement passée du soutien à la croissance à la réduction du risque lié à l'endettement. Ce virage, déjà en cours, viendra freiner l'entrain de la machine économique à court terme. Cette prudence est néanmoins favorable à une meilleure soutenabilité de croissance. Cela devrait se traduire par un ralentissement assez significatif de la croissance dès le S2-21, au profit d'une plus grande stabilité à moyen terme.

## Le contrôle rigoureux du Covid



Source : NHC, SG Études économiques et sectorielles

## L'activité relativement bien orientée



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

## Mesures fiscales

Taille  
CNY/Mds**2020**

Obligations spéciales des gouvernements locaux	3500
Obligations spéciales du gouvernement central	1000
Hausse des dépenses générales du gouvernement et de la sécurité sociale*	600
Reduction des charges de sécurité sociale et des impôts*	1500

<b>Total</b>	6600
% PIB	6.5%

**2021**

Obligations spéciales des gouvernements locaux	3650
Hausse des dépenses générales du gouvernement et de la sécurité sociale*	600
Reduction des charges de sécurité sociale et des impôts*	500

<b>Total</b>	4750
	4.3%

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

La banque centrale a très tôt entamé une remontée du taux de financement interbancaire, dès le mois de juin 2020. Une décélération de la croissance du crédit a eu lieu à partir de novembre 2020. Ce cycle de crédit est donc le plus modéré et le plus court depuis la crise financière de 2008. En général, le pic de croissance du crédit précède le pic de la croissance nominale de l'économie de 2 ou 3 trimestres. Par conséquent, sous la réduction de l'impulsion monétaire, la croissance devrait ralentir à partir de la deuxième moitié 2021.

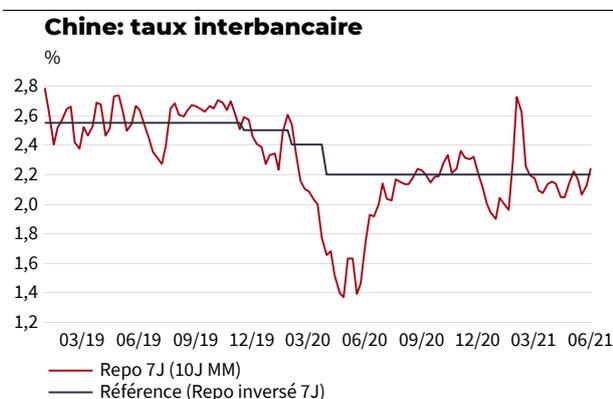
Du côté fiscal, la même tendance est perceptible. En 2020, le déficit réalisé a été d'environ 2 points inférieur au déficit budgétisé. Le montant alloué aux émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux (équivalentes à 3.7% du PIB, destinées à l'investissement des infrastructures) a été utilisé à 93%, avec 250 milliards de yuans non émis.

En 2021, nous estimons que l'impulsion fiscale devrait être négative d'environ 2 points du PIB, soit un retrait progressif du soutien fiscal. Même si le montant prévu des obligations spéciales des gouvernements locaux reste élevé, à 3650 milliards de yuans par rapport à 3500 milliards en 2020, les suppressions de réductions d'impôts

et d'autres charges fiscales contribuent principalement à la normalisation de la politique fiscale.

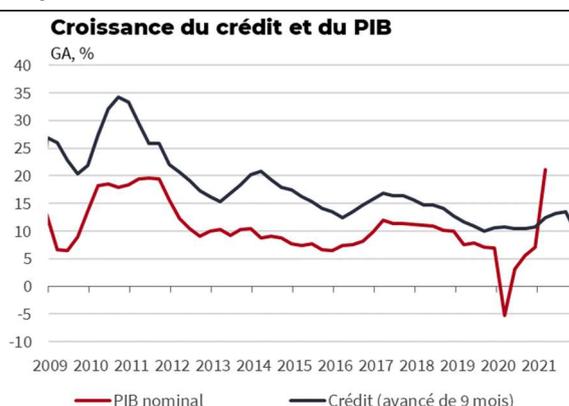
Ces moindres mesures fiscales combinées à une meilleure croissance en 2021 permettront une nette consolidation fiscale – favorable à la soutenabilité de la dette publique. Avant que le déficit fiscal affiché ne soit ajusté à la baisse à environ 3% du PIB (comme c'est souvent le cas) grâce aux transferts du Fond d'Ajustement, la baisse du déficit (avant ajustement) est estimée par le gouvernement à seulement 1,6 points de PIB. En réalité, la consolidation fiscale serait bien plus importante. Le « la » de la réduction du risque lié à l'endettement est ainsi déjà bien défini. Par ailleurs, la demande externe demeure bien orientée, ce qui constitue un environnement favorable à la poursuite d'un tel objectif. Le quota initial de 3650 milliards de yuans en obligations spéciales des gouvernements locaux aurait peu de chance d'être entièrement utilisé.

### Le taux interbancaire normalisé



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

### Le cycle du crédit retombe



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

En phase de normalisation des mesures de soutien, dans cette économie à taux d'endettement déjà élevé (280% du PIB), le risque de crédit devrait cependant réémerger, d'autant plus qu'une certaine tolérance lui est accordée. Le marché interbancaire pourrait connaître une volatilité accrue à la suite d'une concentration d'événements de crédit, une situation sur laquelle la banque centrale et d'autres régulateurs veilleront de près afin de contrôler le risque de liquidité ainsi que le risque systémique.

Chine	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
		Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	6,0	2,3	8,0	6,6	4,9	4,5	4,6	5,2
Inflation, %	2,9	2,5	1,4	1,2	2,3	1,5	2,3	2,4
Solde courant, % du PIB	0,7	1,9	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-4,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Dette publique, % du PIB	39	46	44	45	44	45	44	45

Central = Scénario central

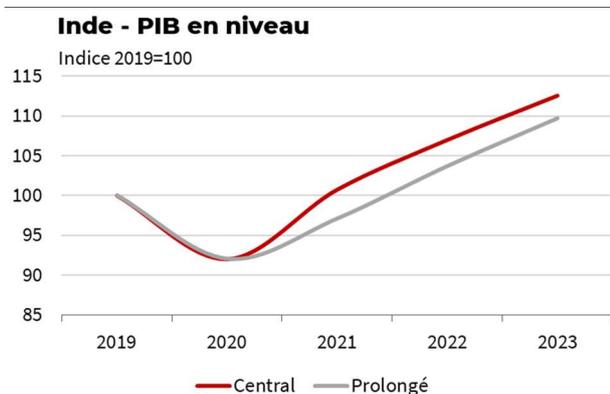
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## INDE

- **La reprise est entravée par la dégradation de la situation sanitaire.**
- **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.**

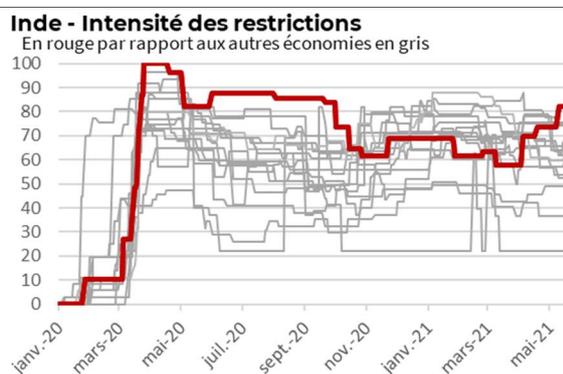
La reprise de l'activité est entravée par une forte dégradation de la situation sanitaire dans le pays. La croissance est revue à la baisse en 2021. Une fois les incertitudes liées à la pandémie affaiblies, l'activité se normalisera et la croissance convergera vers sa tendance de long terme, proche de 5%, fragilisée par des problèmes structurels toujours présents.

### Une croissance plus faible après la reprise



Source : SG Études économiques et sectorielles

### Plus d'infections, plus de restrictions



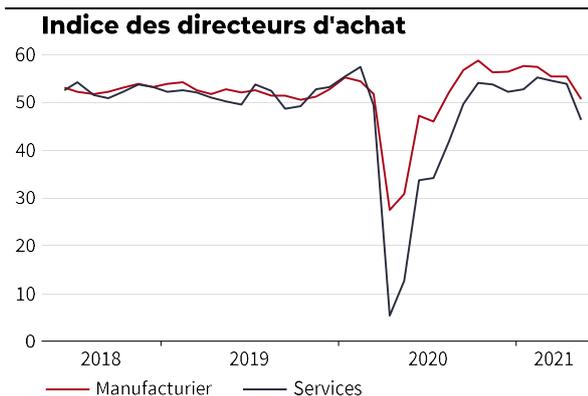
Source : Université d'Oxford

Après une accalmie, les contaminations se sont multipliées de nouveau à partir d'avril, avec une gravité vitale accrue. La campagne de vaccination s'est déployée. Le nombre de doses injectées représente presque 15% de la population - un taux qui reste pourtant faible pour atteindre un seuil d'immunité collective. A cela rajoute un risque d'insuffisance de production de vaccins. Les incertitudes pèsent donc sur les perspectives de reprise.

Cette reprise des contaminations est un coup dur pour une économie dont les vulnérabilités pourraient s'aggraver, ce qui nuit au potentiel de croissance.

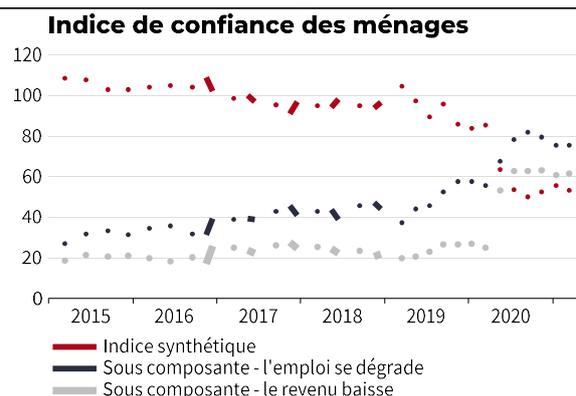
D'abord, la confiance des ménages peine à se rétablir. Cela reflète probablement un marché d'emploi peu dynamique. 75% de répondants à l'enquête de confiance de la RBI pour le mois de mars 2021 pensent que leur situation d'emploi se dégrade et 60% disent que leur revenu est plus faible. Cette détérioration sur la durée est un frein à un retour à la normale de la consommation lorsque la situation sanitaire s'améliore.

## La reprise de l'activité est perturbée



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

## La confiance des ménages reste faible

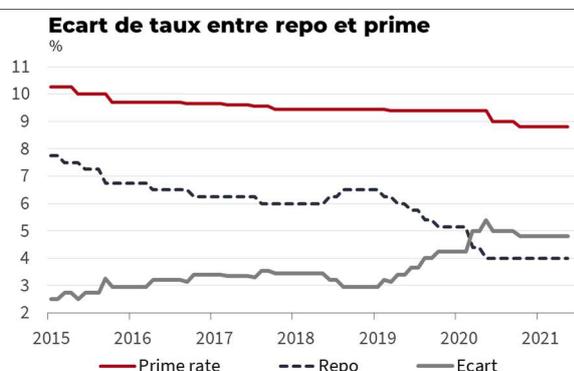


Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

Puis, les problèmes structurels continuent de restreindre la capacité des politiques économiques à soutenir la croissance.

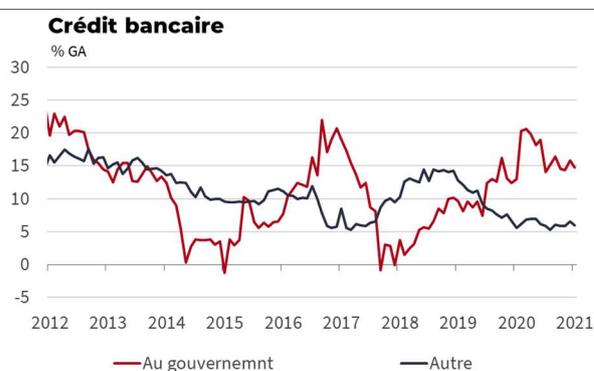
D'abord, la marge de manœuvre du gouvernement pour stimuler l'économie est érodée avec un ratio de dette publique devenu proche de 90% du PIB. Le plan de relance de 2020 n'est en réalité que peu ambitieux (moins de 3% du PIB en dépenses réelles) alors que le PIB s'est contracté de 24% au T2 2020. Le budget de l'année fiscale 2021-2022 prévoit 1% de progression pour les dépenses mais une hausse de 15% pour les revenus. Cette réduction implicite du déficit fiscal à 6,8% semble difficile à atteindre compte tenu de la dynamique économique affaiblie. Les finances publiques seraient alors encore plus contraintes.

## La transmission monétaire très partielle



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

## La faible croissance du crédit



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

Ensuite, le système financier est vulnérable. La transmission de l'assouplissement monétaire est alors très partielle. 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 T4-20. Mais ce ratio, selon la RBI, est appelé à augmenter à 13,5% en septembre 2021 une fois que l'impact de la crise sera entièrement reflété. 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 des 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, le risque d'une progression plus rapide des prix est orienté à la hausse, via le canal des importations, contraignant la marge de manœuvre de la RBI.

Mesures fiscales	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 ex. 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 des aliments aux travailleurs migrants (80 mn concernés)	35
Proposition dans le cadre du CAMPA ( <i>Compensatory Afforestation Fund Management and Planning Authority</i> ) pour créer des postes de travail aux tribus	60
Investissement en agriculture	150
Investissement dans 8 secteurs critiques (charbon, minerais, défense, espace aérien, infrastructure sociale, distribution d'électricité, aéronautique et énergie nucléaire)	481
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
<b>Total</b>	<b>4818</b>
% PIB	2.6%

\*estimation de dépenses budgétaires

Inde	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
		Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	4,1	-8,0	9,5	5,5	6,2	6,8	5,2	5,8
Inflation, %	4,8	6,2	4,9	4,7	4,1	4,2	4,0	4,0
Solde courant, % du PIB	-0,9	1,0	-1,2	-0,5	-1,6	-1,8	-1,7	-1,8
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-12,3	-10,0	-12,0	-9,1	-8,5	-8,4	-8,0
Dettes publiques, % du PIB	74	90	87	90	86	90	86	90

Central = Scénario central

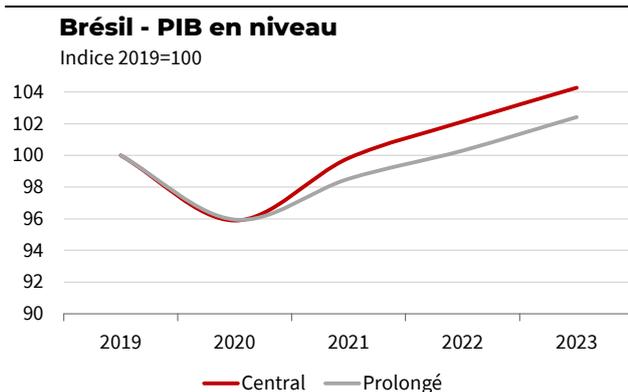
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## BRESIL

- **L'activité reprend, soutenue par d'importants transferts budgétaires et par la demande extérieure.**
- **La BCB a commencé à resserrer les conditions financières face à la forte accélération de l'inflation.**
- **Le principal risque est un ajustement budgétaire désordonné car les paramètres de la dette se sont détériorés.**

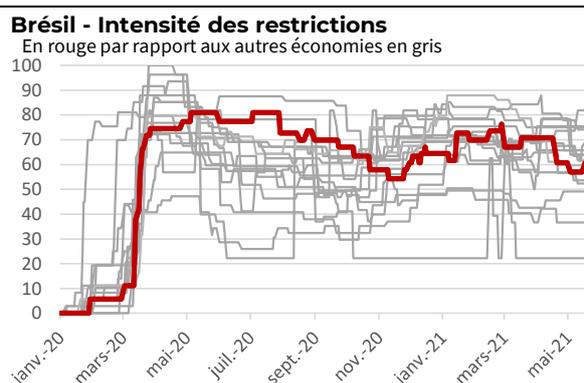
L'économie rebondit après le choc grâce à un soutien budgétaire important et à une demande extérieure résistante. Le PIB réel a accéléré de 1,2% T/T (-2.3% en GA) au T1-21 avec un investissement qui reste dynamique. Ce dernier a augmenté de 4.6% T/T (17% en GA) retrouvant ainsi son plus haut niveau depuis la crise de 2014. 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 a stagné au T1-21 dans un contexte de baisse des transferts du gouvernement ainsi que de dégradation des conditions sanitaires qui a mené certains gouverneurs locaux à imposer des mesures de restrictions.

### L'économie devrait retrouver son niveau pré-pandémie en fin d'année



Source : IBGE, SG Etudes économiques et sectorielles

### L'indice d'intensité des restrictions reste élevé



Source : Université d'Oxford

Après une contraction de 4,1% en 2020, l'économie devrait croître de 4.1 % 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 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 pourrait avoir des répercussions sur l'économie brésilienne par les canaux extérieurs et financiers : en cas de prolongement mondial de la pandémie, des mesures de confinement en Europe et aux États-Unis pèseraient probablement sur les exportations du pays. Dans le cas d'une crise sanitaire prolongée, la croissance du PIB n'atteindrait que 2,7 % en 2021 et 1,8 % en 2022 pénalisée par un contexte mondial moins porteur et une incertitude plus élevée

Les perspectives d'inflation se sont nettement détériorées au cours des trois derniers mois, dans un environnement de forte hausse des prix des matières premières et d'ajustement des prix administrés. L'inflation a fortement augmenté, passant de 4,5 % en février à 6,8 % en avril, se situant ainsi au-dessus de la cible de 3,75%. Une grande partie de ces pressions inflationniste reflète la forte poussée des prix des produits alimentaires (+13% au mois d'avril) mais aussi le redressement des prix des transports (+11) et de l'habitation (+5.5%). Compte tenu de cette forte accélération, la BCB a décidé de relever son taux directeur de 150 pbs depuis février pour le situer à 3,5% et il est attendu qu'elle poursuive le cycle de resserrement au cours des mois prochains. 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 avril) alors que l'inflation des biens non échangeables est à 2,1%. Ainsi, compte tenu que 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 reste stagnante), la faible répercussion du taux de change sur les prix et le prompt resserrement monétaire de la BCB, l'inflation devrait progressivement re-converger vers la cible de la banque centrale à partir de la deuxième moitié de l'année.

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

## Garanties de crédit

319

## Total

599.3

Le principal risque pour les perspectives est celui d'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% en avril 2021. 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 le poids global de 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 plus durable 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 gouvernement du 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.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,1	-4,1	4,1	2,7	2,3	1,8	2,1	2.1
Inflation, %	3,6	3,2	6,7	3,4	4,0	3,4	3,3	3.3
Solde courant, % du PIB	-2,6	-1,7	-0,3	0,5	-0,8	-0,2	-1,5	-1.0
Solde budgétaire, % du PIB	-6.0	-13,7	-7,5	-10,0	-7,0	-8,0	-6,0	-5,5
Dette publique, % du PIB	77	89	89	93	91	96	110	98

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## RUSSIE

---

- **L'économie se redresse progressivement grâce à la dynamique du secteur des services. C'est singulier par rapport aux autres grandes économies émergentes qui bénéficient principalement de la reprise de leurs exportations.**
  - **L'inflation continue de s'accélérer et a enregistré son plus haut niveau depuis 2016. Cela fait de la Russie l'un des rares pays à amorcer un cycle de hausse de taux directeurs.**
  - **Le relèvement du potentiel de croissance restera un sujet pour l'administration, comme l'a signalé la refonte du programme des projets nationaux plus tôt cette année, avant les élections parlementaires de septembre.**
- 

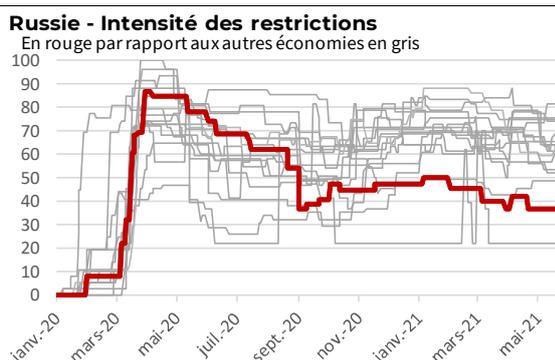
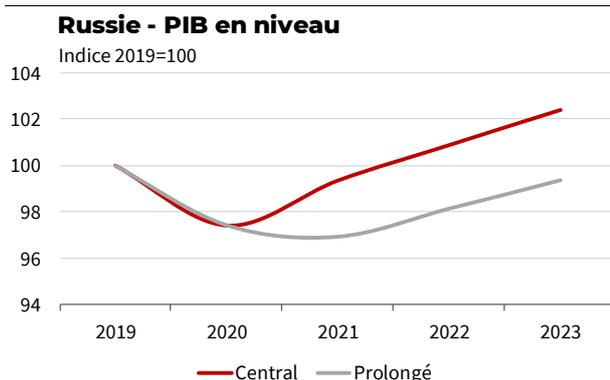
Nous nous attendons à un rebond économique très limité en 2021, le policy mix devenant plus restrictif. Cela dit, le moteur de la reprise cette année sera le rebond des dépenses des ménages. La consommation privée s'est contractée de 8,5 % en 2020, principalement en raison des restrictions imposées à l'activité économique. Les finances des ménages resteront tendues en 2021 et nous pensons que la consommation des ménages ne retrouverait son niveau pré-pandémique qu'en 2022. Les contraintes structurelles et le retrait des aides publiques constitueront un frein supplémentaire à la croissance.

L'investissement sera soutenu par un prix du pétrole plus élevé. Toutefois, la Russie faisant partie de l'accord OPEP+, les restrictions de production devraient rester en place au moins jusqu'en avril 2022, ce qui limitera en partie la croissance des recettes pétrolières. Ceci, associé à la lenteur des progrès du programme des projets nationaux, ne fera augmenter l'investissement que modérément en 2021, après une chute de 4,5% en 2020.

En 2022, la croissance économique ralentira à 1,5%, freinée par la poursuite des politiques d'austérité budgétaire. La reprise en Europe sera lente, et nous prévoyons une baisse des prix du pétrole en raison de l'augmentation attendue de l'offre mondiale. À moyen terme, nous maintenons nos prévisions à 1,5% comme taux de croissance potentiel. Cela pourrait toutefois changer, en fonction de la rapidité et de l'efficacité de la mise en œuvre du programme des projets nationaux.

## Le rebond de la croissance sera limité

## ...malgré l'assouplissement considérable des mesures de confinement



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Source : Université d'Oxford

## Mesures adoptées Mds RUB

Dépenses directement liées à la crise Covid : soutien aux ménages	750
Dépenses pour les "projets nationaux" : infrastructures	1 370
Dépenses pour les "projets nationaux" : promotion de la stratégie de substitution des importations	1 050
Recapitalisation de la banque publique VEB	209
Autres mesures	771
<b>Total</b>	<b>5 000</b>
<b>% du PIB (2019)</b>	<b>4,5%</b>

Nous prévoyons une inflation annuelle moyenne supérieure à 5% en 2021. Après une moyenne de 3,4 % en 2020, l'inflation s'est nettement accélérée début 2021, atteignant 6% en mai. L'inflation devrait décélérer au second semestre, car l'impact de la reprise initiale des dépenses de consommation devrait s'atténuer après la réouverture de l'économie. L'appréciation du rouble est soutenue par la hausse des prix mondiaux du pétrole et devrait contribuer à la trajectoire désinflationniste. Nous prévoyons que l'inflation restera proche de l'objectif de 4% de la CBR en 2022-25, compte tenu de la faible demande des consommateurs et de la stabilité attendue du rouble dans un contexte de stabilité des prix du pétrole.

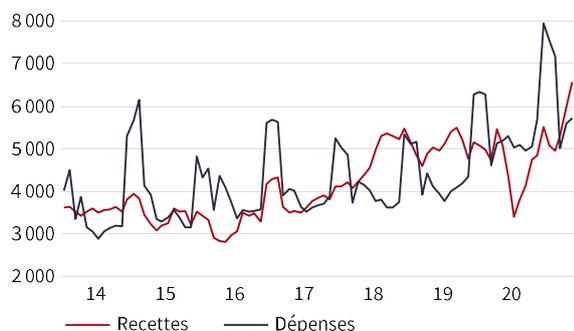
À moyen terme, la stratégie du gouvernement continue de s'appuyer sur les grands projets qui ont été annoncés en 2018. Il s'agit d'un plan stratégique ciblant treize secteurs différents (dont la santé, l'éducation, les infrastructures, l'écologie, la démographie...) pour augmenter le potentiel de croissance du pays. Il représente des investissements publics d'environ 20% du PIB sur une période de six ans. Depuis leur annonce, cependant, leur mise en œuvre est restée très limitée. En début d'année,

le gouvernement a annoncé une refonte du programme après l'arrêt de la plupart des projets avec la crise Covid19 en 2020.

**L'orientation budgétaire commence à être plus restrictive en 2021...**

#### Budget fédéral

variation trimestrielle, Bns RUB

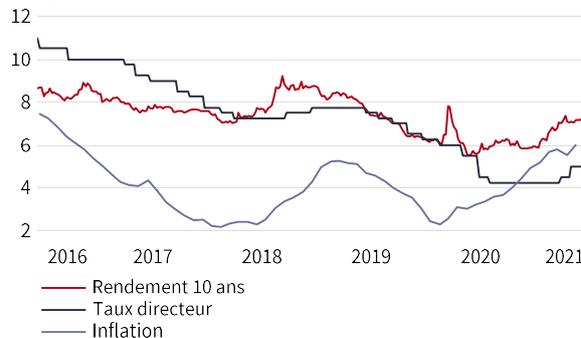


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

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

#### Taux d'intérêt

%



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Les relations internationales restent marquées par la position des États-Unis à l'égard de la Russie. En avril dernier, l'administration Biden a interdit aux banques américaines d'acheter de la dette publique russe nouvellement émise. Les limites sur les achats de dette, qui s'appliquent aux obligations émises par le gouvernement russe après le 14 juin, ont eu jusqu'à présent un effet limité sur les coûts de financement. Sur le plan intérieur, des élections législatives devraient avoir lieu en septembre.

Russie	2019	2020	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,8	-2,6	2,0	-0,5	1,5	1,2	1,5	1,2
Inflation, %	4,5	3,5	4,5	5,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Solde courant, % du PIB	3,8	2,0	3,0	1,5	2,5	2,0	2,5	3,1
Solde budgétaire, % du PIB	1,9	-4,1	-0,7	-3,5	-0,5	-3,0	-0,5	-1,0
Dette publique, % du PIB	14	19	19	22	19	23	18	23

Central = Scénario central

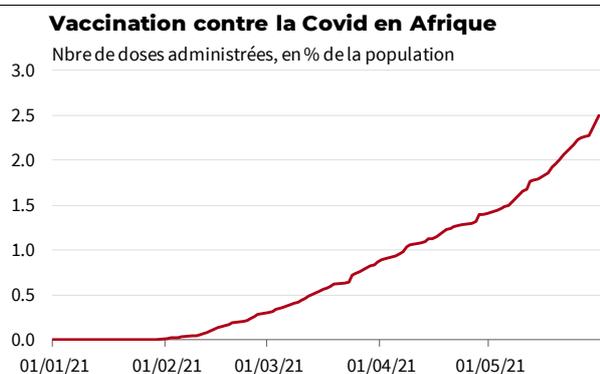
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## AFRIQUE

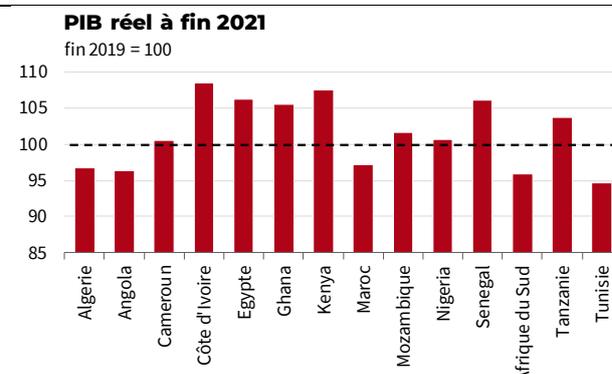
- **Actuellement, environ 2,5 % de la population Africaine a reçu une 1<sup>ère</sup> dose de vaccin contre la Covid19.**
- **L'hétérogénéité des performances de croissance va se poursuivre, voire s'amplifier en 2021 et 2022.**
- **Malgré un soutien financier international sans précédent, les risques sur la disponibilité des financements en devise restent élevés.**

Alors que l'épidémie de la Covid19 semble relativement sous contrôle dans la grande majorité des pays (hormis en Tunisie et en Afrique du Sud), l'attention se porte désormais sur des campagnes de vaccination peu voire pas avancées. Plusieurs facteurs expliquent ce retard : i) l'impossibilité pour la plupart des pays de précommander des vaccins (en raison de finances publiques déjà exsangues), rendant l'Afrique dépendante de « dons », ii) l'importance – au moins en Afrique Australe et de l'Est – du « variant sud-africain », a priori plus résistant aux vaccins (hormis ceux à ARN messenger, pour l'instant peu présents sur le continent), et iii) des systèmes logistiques et de santé peu développés, complexifiant la distribution des vaccins (notamment ceux à ARN messenger). À l'heure actuelle, moins de 2,5 % de la population Africaine a reçu une 1<sup>ère</sup> dose, le Maroc est le seul pays du continent à avoir vacciné plus de 10 % de sa population, et une vaccination de la majeure partie de la population africaine ne semble possible que pour fin 2022 (au mieux).

### Une population Africaine peu vaccinée



### Des « pertes » de PIB difficiles à rattraper



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv, FMI

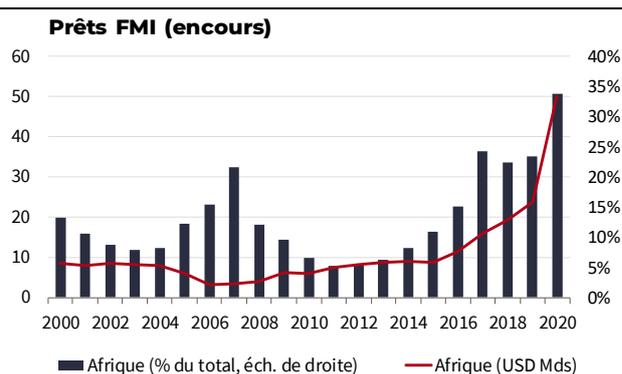
Outre de potentielles répercussions mondiales (une région moins vaccinée étant plus favorable à l'apparition d'un éventuel nouveau variant), ce retard dans les campagnes de vaccination pèse également sur des perspectives de rebond économique déjà relativement faibles / fragiles. À titre d'exemple, les pays les plus affectés par la pandémie et/ou ayant conservé des mesures restrictives visant à la combattre (fermetures des frontières, etc.) – **Tunisie, Afrique du Sud, Maroc** – affichaient encore de fortes récessions au T4-20 (de l'ordre de -5 % en glissement annuel). Ces potentiels « stop-and-go » de l'activité viendront vraisemblablement

renforcer la forte hétérogénéité des performances de croissance. Les PIB réels prévus pour fin 2021 seront ainsi à peine équivalents (voire inférieurs) à ceux de fin 2019 dans la plupart des pays dépendant du tourisme (**Maroc, Tunisie**), des hydrocarbures (**Algérie, Nigéria, Angola, Afrique Centrale**) ou en **Afrique du Sud**. Au contraire, les économies plus diversifiées (**Côte d'Ivoire, Ghana, Sénégal, Kenya, Égypte**) enregistreraient à fin 2021 des niveaux de PIB réels 6 % à 8 % supérieurs à ceux de fin 2019.

### Une hausse des prix des matières premières à surveiller



### Un soutien financier international sans précédent



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv, FMI, FAO, S&P

Deux principaux risques sont à surveiller au cours des prochains trimestres. Premièrement, une hausse des prix des matières premières, qui pourraient certes bénéficier aux exportations Africaines (constituées à 2/3 de produits non transformés), mais aussi nourrir des tensions inflationnistes via les prix alimentaires. Ces tensions, déjà détectées en **Angola**, au **Nigeria**, en **Algérie** (pays pâtissant en outre de monnaies se dépréciant) mais aussi (dans une moindre mesure toutefois) en **Côte d'Ivoire** ou au **Mozambique**, pourraient à leur tour susciter de nouveaux troubles sociaux (cf. phénomènes « d'émeutes de la faim » liées aux Printemps Arabes de mi-2011). Deuxièmement, les besoins de financements en devise de la région restent très importants, de l'ordre de USD 150 Mds par an. À ces besoins « en l'état » pourraient s'ajouter près de USD 300 Mds d'ici 2025, nécessaires selon le FMI pour « pour mettre durablement fin à la pandémie et relancer la croissance en Afrique ». Ces besoins seront difficiles à couvrir, avec de potentielles répercussions en termes de croissance (s'il fallait réduire le déficit courant structurel de la région) et/ou de finances publiques (s'il fallait diminuer le service de la dette, potentiellement via de nouvelles restructurations de dettes). Facteur rassurant, l'Afrique peut pour l'instant compter sur un soutien financier international inédit, illustré entre autres par i) la hausse rapide des financements accordés par le FMI en 2020 à la région (qui compte désormais pour près de 35% des encours totaux de l'institution), ou ii) la récente augmentation/réallocation des droits de tirage spéciaux (DTS) au sein du FMI, qui pourraient augmenter les réserves de changes Africaine à hauteur de USD 165 milliards.

## AMERIQUE LATINE

---

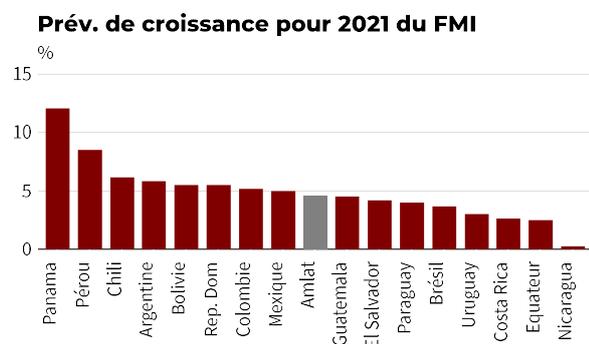
- **La croissance régionale ne devrait se redresser que partiellement suite au choc Covid19, soutenue principalement par des facteurs externes.**
  - **Les pressions inflationnistes devraient conduire les banques centrales à resserrer modérément leur politique.**
  - **Le risque reste élevé car la pandémie 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 et l'Uruguay, 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 a même conduit à certains d'entre eux à mettre en place des plans d'ajustement budgétaires. Or la crise du Covid19 est intervenue suite à une période prolongée de faible croissance et de hausse des niveaux de pauvreté, ce qui a fait augmenter les tensions sociales dans beaucoup de pays de la région. En Colombie, c'est un projet de hausse de la fiscalité du gouvernement qui visait à réduire le déficit dans le moyen terme, retiré depuis, a été le déclencheur d'importantes manifestations.

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.

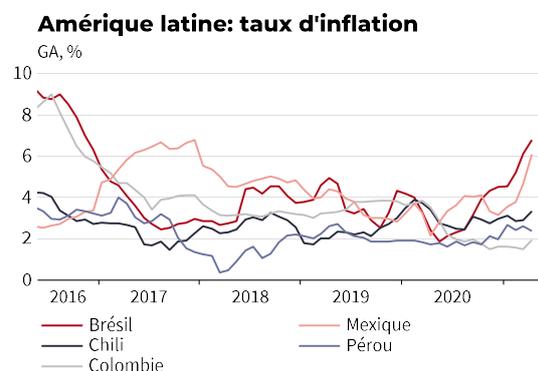
Au Brésil, où la situation sanitaire reste dégradée, la contraction de l'économie a été finalement moins sévère que la moyenne régionale (-4%) grâce à l'important soutien fiscal en 2020 (8% du PIB) et l'activité devrait retrouver son niveau de pré-crise courant 2021. La banque centrale a commencé un cycle de resserrement monétaire, augmentant le taux de référence à 3.5% suite à la hausse significative de l'inflation (6.8% en avril). La reprise en 2021 devrait être soutenue principalement par l'amélioration des termes de l'échange, qui se trouvent à leur niveau historiquement le plus haut, et l'extension de certaines mesures de soutien. 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



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

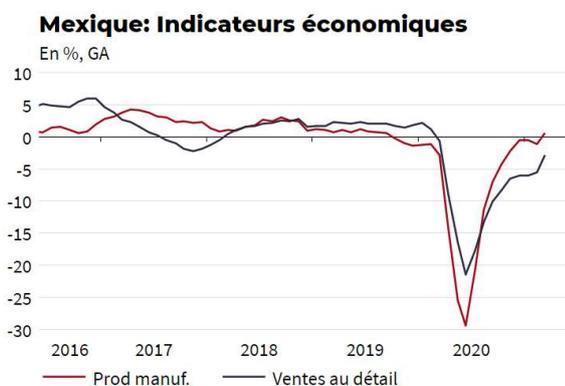
## L'inflation est en hausse dans la plupart des pays



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

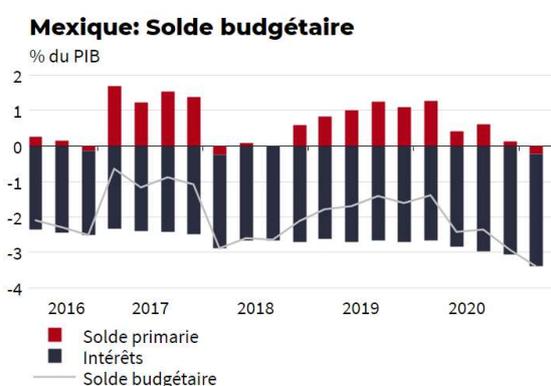
Au Mexique, la situation sanitaire reste dégradée aussi, et elle s'est traduite par une contraction de l'activité de 8,5%. Comme au Brésil, le gouvernement mexicain n'a pas mis en place un verrouillage strict. L'inflation a augmenté significativement au cours des derniers mois, passant de 4,6% en mars à 6,1% en avril. Cette hausse reflète essentiellement la hausse des prix de l'alimentation. Cependant, l'inflation sous-jacente reste à 4%, juste à la limite de la borne haute de l'autorité monétaire. De ce fait, la banque centrale a décidé de garder son taux de référence à 4%. Le Mexique n'a mis en place aucun plan de relance budgétaire et a réussi à conserver un solde budgétaire primaire équilibré (0% au T1-21). 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. Ainsi, l'économie devrait croître de 5% en 2021 et ne retrouver son niveau d'avant crise qu'en fin 2022.

### Mexique : Reprise modérée de l'activité



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

### Mexique : Faible soutien fiscal



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

## ASIE ÉMERGENTE

---

- **La disparité de croissance intrarégionale tend à se creuser en raison d'une hétérogénéité dans la gestion de la pandémie.**
- **La plupart des pays conserve une certaine marge de manœuvre en *policy-mix*.**
- **Une amélioration des fondamentaux externes aide à renforcer la résilience face à la volatilité des flux de capitaux.**

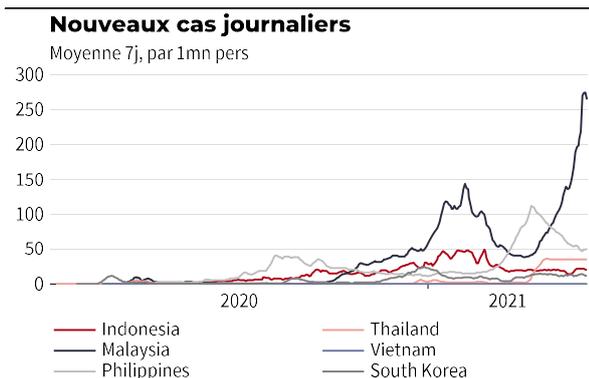
La reprise continue, mais la disparité intra-régionale tend à se creuser. L'hétérogénéité de la situation sanitaire en est la principale cause. La région maintient une performance en matière de croissance par rapport au reste du monde.

D'abord, la pandémie était restée relativement maîtrisée chez certaines économies, qui ont non seulement enregistré un choc moins prononcé, mais qui se rétablissent relativement rapidement. C'est le cas de la Corée du Sud, de Taiwan et du Vietnam. L'activité économique y est en général plus dynamique et continue d'être assez bien orientée. A Taiwan, au Vietnam et en Corée du Sud, le PIB a progressé de 8,2%, 4,5% et 1,8% en GA au T1 2021.

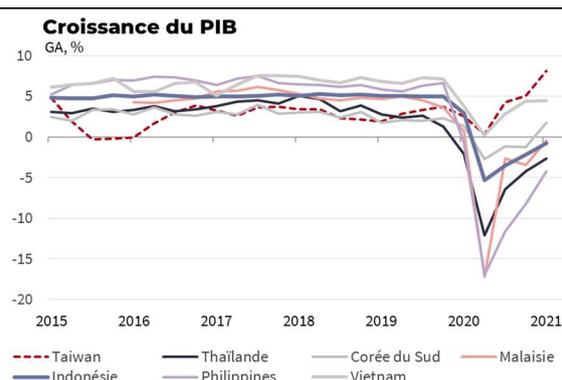
La propagation du virus a été plus forte dans le reste de la région. Même si le taux d'incidence semble davantage contrôlé chez certains, la progression de la vaccination y reste relativement lente. Le pays qui a enregistré le plus de doses injectées par habitant est l'Indonésie, à un peu moins de 10%. Les incertitudes inhérentes pèsent alors sur la vigueur de reprise. Après avoir enregistré un recul d'activité en 2020 de 2,1%, 5,6% et 9,5%, l'Indonésie, la Malaisie, et les Philippines vont devoir faire face à des entraves induites par l'évolution de la crise sanitaire.

La Thaïlande fait partie des pays qui devraient peiner à retrouver une vigueur de croissance. D'une part, malgré un très faible taux d'incidence du Covid19 durant l'année 2020 et le début 2021, le pays a vu son PIB se contracter de 6,1%, en raison d'une crise politique interne et d'une dépendance importante à l'égard du tourisme international. Récemment, les cas de contamination ont ressurgi, atteignant des niveaux sans précédents. Cela a entraîné une forte baisse de mobilité, maintenant les conditions d'ouverture aux toutsites internationaux de façon très restreinte et stricte.

## L'épidémie encore non maîtrisée...



## ... laissant des empreintes sur la croissance



Source : Université d'Oxford, SG Etudes économiques et sectorielles

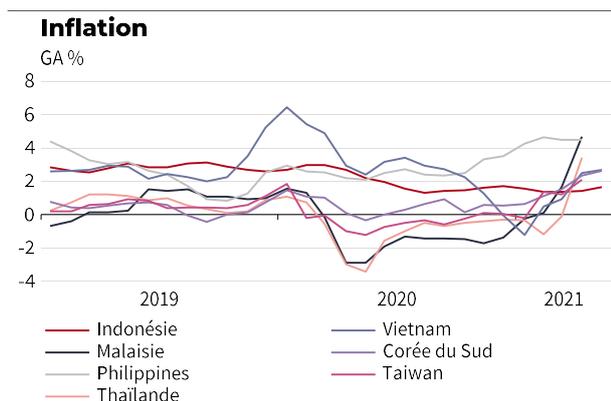
Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

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. 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%.

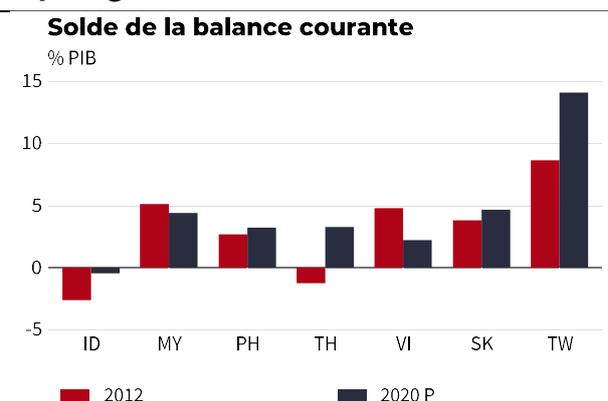
Du côté monétaire, malgré une inflation haussière, en Indonésie, à Taiwan, en Corée du Sud, elle reste inférieure ou proche de la cible des banques centrales. Ces dernières gardent la possibilité de procéder à davantage d'assouplissement monétaire. Cependant, le prix du pétrole plus élevé entraîne un effet de base poussant l'inflation à rebondir fortement en Thaïlande et en Malaisie, où l'inflation a dépassé la cible de la banque centrale. Mais cet effet devrait s'atténuer durant la deuxième moitié de l'année. Le pic d'inflation devrait rester temporaire et ne devrait pas constituer une pression à la hausse de taux. Aux Philippines, la hausse du prix de l'énergie maintiendrait l'inflation à un niveau élevé qui a déjà dépassé la borne haute de la cible de la banque centrale depuis janvier 2021. En cas de progression supplémentaire, la banque centrale se verrait contrainte d'agir.

## Le risque inflationniste est contenu



Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

## Une position externe meilleure qu'à la veille du tapering



Source : IMF, SG Etudes économiques et sectorielles

Concernant l'équilibre externe, les pays sont plutôt mieux armés contre les fluctuations des flux de capitaux. D'abord, 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. À l'exception des Philippines et de la Thaïlande, les exportations des pays enregistrent une croissance en GA à deux chiffres depuis le début d'année. 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. Celles de l'Indonésie – souvent considérée comme étant sensibles aux fluctuations des capitaux étrangers – ont grimpé de 15% depuis mars 2020. Celles des Philippines ont rebondi de 20% 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*.

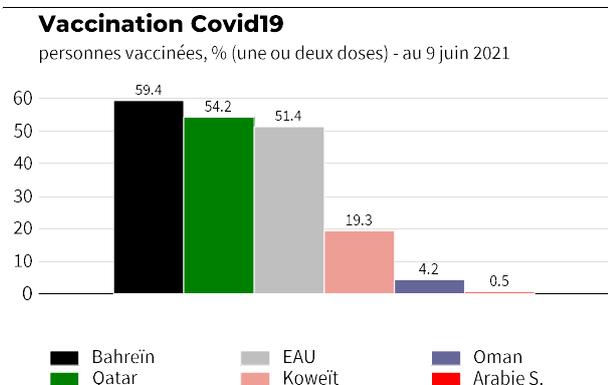
## PAYS DU GOLFE

- **La hausse des prix du pétrole améliore les fondamentaux.**
- **L'impact de la pandémie pèse toujours sur les perspectives de croissance.**
- **L'Arabie saoudite cherche à lever USD 55 Mds grâce à un plan de privatisation.**

La hausse des prix du pétrole depuis le début de l'année 2021 atténue désormais le coup porté aux pays du Golfe, mais les retombées économiques de la crise du Covid19 restent très présentes.

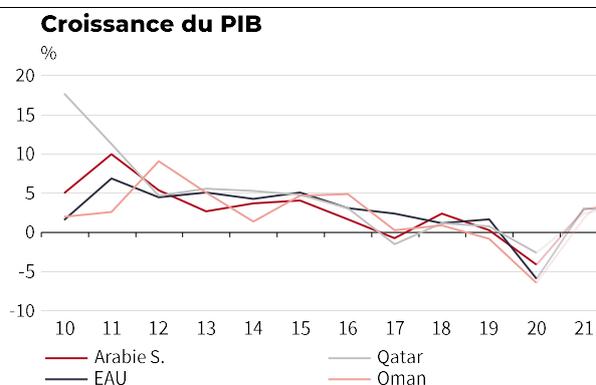
La vitesse de la reprise en 2021 est sujette à un degré élevé d'incertitude. Bien que lentement, la demande extérieure se redresse, mais avec un virus toujours actif, les plaques tournantes d'affaires et de voyages tels que les Émirats arabes unis ressentent toujours les répercussions sur les secteurs de l'hôtellerie et l'aviation. Le déploiement des programmes de vaccination est assez rapide dans les Émirats arabes unis, au Qatar et à Bahreïn, mais le virus circule de façon persistante dans la région et les restrictions à la mobilité freinent l'activité. La faible dynamique de l'emploi qui en résulte nuit au commerce et au marché immobilier.

### Vaccination très rapide dans trois Etats



Source : COVID-19 Data Repository at Johns Hopkins University

### Reprise modérée en 2021



Source : FMI, Prévisions économiques mondiales, avril 2021

Le principal facteur d'incertitude dans la région reste encore lié à la volatilité des prix des hydrocarbures, les recettes pétrolières et gazières constituant encore l'essentiel des recettes budgétaires et d'exportation. Le Brent s'échangeait à plus de 70 \$/b début juin (+75% sur un an) ce qui permet d'améliorer globalement les fondamentaux. Toutefois, les contrats à terme sur le pétrole (et nos prévisions) laissent entrevoir une baisse des prix à moyen terme avec un rythme de reprise du marché lente et une croissance de l'offre du pétrole qui rattrapera la demande.

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 réduire le poids des transferts sociaux et subventions, et de diversifier les

recettes en les détournant du pétrole (introduction de la TVA en Arabie saoudite, aux Émirats arabes unis, à Bahreïn et cette année à Oman). Or, sauf au Qatar 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, sans doute à une moindre échelle en 2021 qu'en 2020, lorsque les émissions internationales d'obligations souveraines ont atteint un niveau record proche de USD 70 Mds.

Avec la hausse enregistrée des prix du pétrole, les besoins de financement externe se réduisent. Or, la balance des comptes courants restera négative à Oman et à Bahreïn en 2021, tandis que le Koweït et l'Arabie saoudite passeront en territoire positif.

L'Arabie saoudite a annoncé un programme visant à lever 55 milliards de dollars sur quatre ans par le biais d'un plan de privatisation. Ce plan concerne 160 projets répartis sur 16 secteurs et s'inscrit dans une stratégie plus large visant à diversifier l'économie saoudienne et à réduire le déficit public.

Plus généralement, 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) nuisant au développement du secteur privé. Dans le contexte plus large du ralentissement de la croissance démographique, les autorités aux Émirats arabes unis ont annoncé en début d'année l'intention de faire évoluer les lois sur la citoyenneté, avec l'objectif de donner aux expatriés (notamment les plus qualifiés ou fortunés) la possibilité de résider de façon permanente.

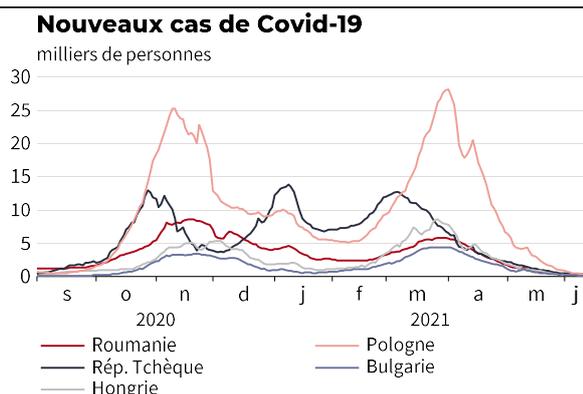
Le paysage géopolitique reste également une source d'incertitude. L'administration du président Biden aux Etats-Unis semble prendre ses distances avec l'Arabie saoudite, ce qui contraste fortement avec la relation étroite recherchée par le président Trump. Les relations semblent évoluer dans l'ensemble du Moyen-Orient, l'Arabie saoudite et l'Iran engageant désormais des pourparlers pour améliorer leurs relations. Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 par ses voisins a été levé en janvier 2021, sur fond d'amélioration des relations diplomatiques entre le Qatar et l'Arabie saoudite. Néanmoins, les Émirats arabes unis et l'Égypte restent sceptiques à l'égard du Qatar, qui a permis à la Turquie d'établir une présence militaire dans leur pays, et d'accroître ainsi sa présence dans la région.

## EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Le rebond de l'activité sera limité cette année du fait de la résurgence de Covid19 au T1-21 et de la hausse de l'inflation, qui pèse sur la demande intérieure.**
- **Les pressions inflationnistes résultent de la hausse des prix des matières premières, des coûts de transport et des tensions sur le marché du travail, et pourraient conduire à une normalisation plus précoce de la politique monétaire.**
- **Au-delà de 2021, l'activité devrait être soutenue par l'accélération des gains de productivité et par les fonds européens - fonds structurels et fonds de relance européen approuvés fin 2020.**

L'activité économique en Europe centrale et orientale est restée atone au T1-21 avec une croissance du PIB en territoire négatif en glissement annuel. Cette faible performance s'explique par de nouvelles mesures de confinement mises en place dans un contexte de recrudescence de l'épidémie de Covid19 en mars-avril 2021. Cette troisième vague a même submergé les secteurs des soins de santé de plusieurs pays. Dans ce contexte, les pays d'Europe centrale et orientale ont affiché les taux de mortalité les plus élevés d'Europe, la Hongrie et la République tchèque étant les plus touchées. Par ailleurs, les progrès en matière de vaccination ont été relativement lents jusqu'à présent.

**Après une forte hausse des cas en mars-avril 2021, l'épidémie ralentit récemment**



**Mais les PECO ont été lourdement affecté avec des taux de mortalité les plus élevés d'Europe**



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

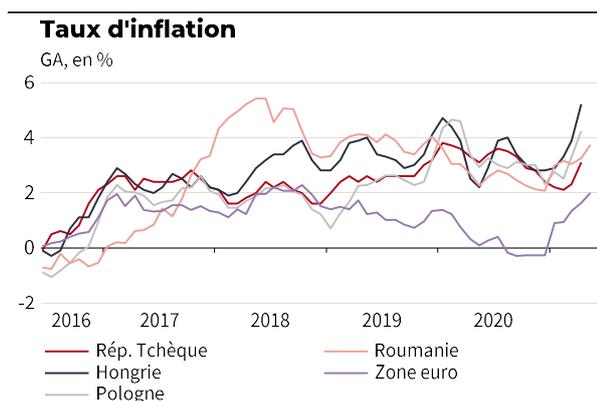
Depuis avril-mai 2021, les nouveaux cas de Covid19 sont en forte baisse dans la région et les mesures de confinement ont été progressivement levées. La croissance du PIB a commencé à accélérer. Du côté de la demande, la région a bénéficié de la vigueur du commerce international, grâce à un secteur exportateur bien intégré dans les chaînes de valeur mondiales. L'investissement a également rebondi, tandis que la consommation privée est sur une dynamique plus lente. Du côté de l'offre, la production industrielle a également fortement rebondi depuis mars 2021. Les ventes

au détail sont en revanche moins dynamiques, notamment en République tchèque et en Hongrie, où la troisième vague de Covid19 a été plus aiguë.

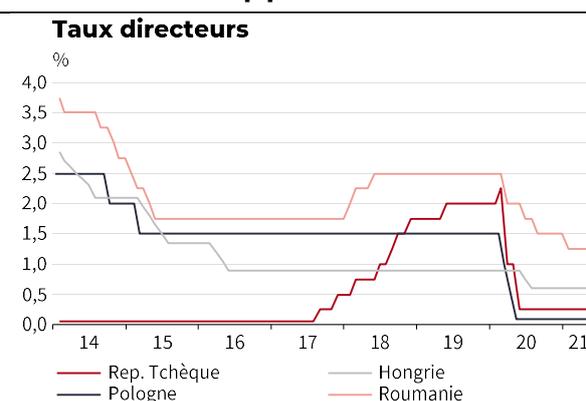
Les pressions inflationnistes sont à surveiller, elles pourraient conduire à une normalisation plus précoce des politiques monétaires dans la région et peser sur le revenu disponible des ménages. En outre, la légère hausse des rendements obligataires à long terme dans la plupart des pays pourrait peser sur les coûts et donc sur la capacité de financement des entreprises et des ménages.

L'inflation s'est accélérée dans la région, notamment en Hongrie et en Pologne, pour plusieurs raisons. La hausse des prix des matières premières, conjuguée à la faiblesse des stocks et à l'augmentation des frais de transport (en partie due à la pénurie de conteneurs de fret) ont fait grimper les prix à la production. L'industrie manufacturière est également confrontée à une pénurie de semi-conducteurs. Outre ces facteurs globaux, la hausse de l'inflation dans les PECO est également liée à des caractéristiques propres à la région, à savoir des tensions sur les marchés du travail, une pénurie de main-d'œuvre dans un contexte de déclin de la population active. Jusqu'à présent, les banques centrales ont maintenu des politiques monétaires accommodantes, mais les chiffres d'inflation d'avril en République tchèque, en Pologne et en Hongrie ont changé la donne, les anticipations étant maintenant à la hausse des taux. La Banque centrale tchèque pourrait être la première de la région à entamer la normalisation de sa politique monétaire, probablement au deuxième semestre 2021. Les banques centrales de Hongrie et de Pologne - qui procèdent à des achats d'actifs massifs - pourraient également être amenées à mettre fin plus tôt à leur assouplissement quantitatif.

### Pressions inflationnistes croissantes



### Normalisation trop précoce

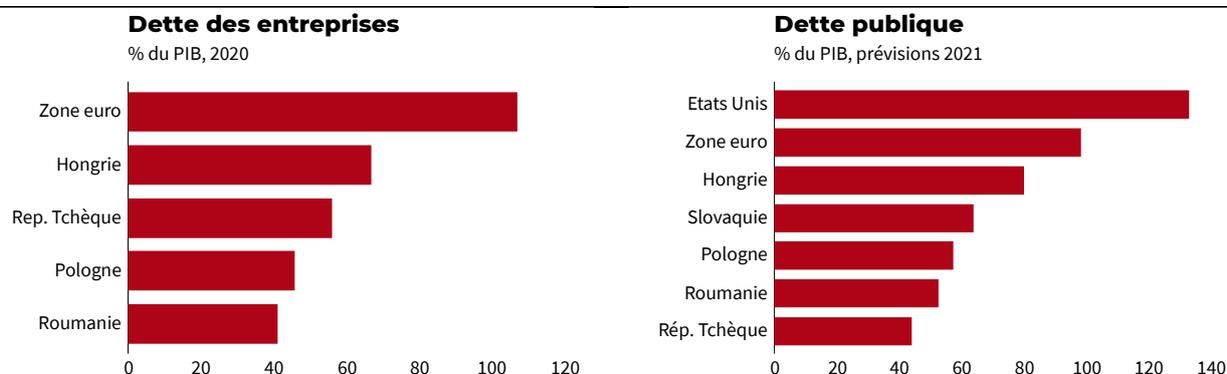


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Pour le S2-21 et 2022, dans l'hypothèse d'une normalisation durable de la situation sanitaire, la région pourrait bénéficier d'une croissance plus dynamique. Contrairement aux pays développés, l'Europe centrale et orientale devrait moins souffrir des stigmates de la crise, car les entreprises de la région sont entrées dans la crise avec un niveau d'endettement raisonnable. En outre, le marché du travail reste structurellement tendu, ce qui se traduit par un faible chômage structurel et des salaires réels en constante augmentation. Par ailleurs, les niveaux d'endettement

public de la région restent bien inférieurs aux niveaux d'endettement des pays de la zone euro.

## Les entreprises affichent des niveaux de dette raisonnables La marge de manœuvre budgétaire est importante grâce à une faible dette publique

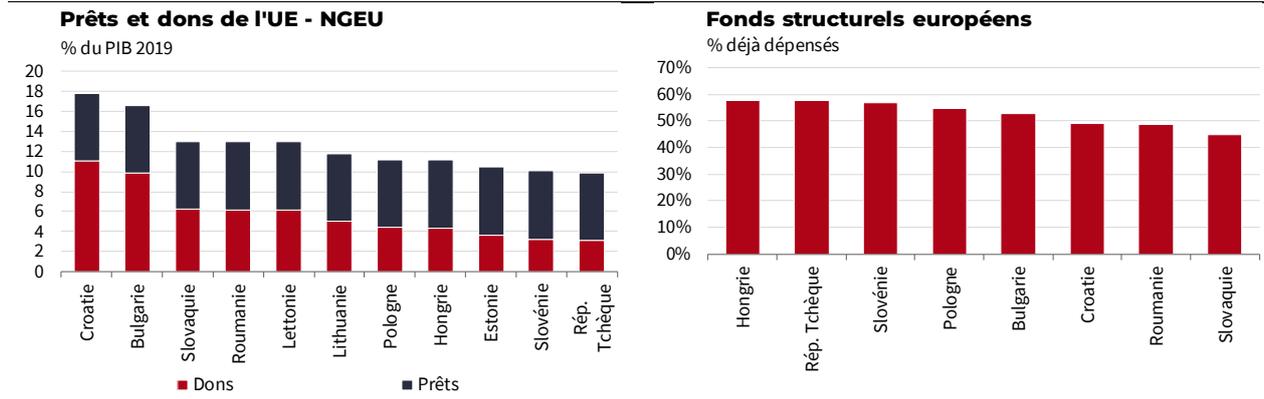


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Enfin, à moyen terme, les pays d'Europe centrale et orientale poursuivront leur processus de rattrapage notamment grâce aux fonds européens. La combinaison du Fonds européen de relance (*Next Generation EU*), du Fonds de soutien à l'emploi (SURE) et des Fonds structurels européens devrait représenter environ 20 à 30 % du PIB d'ici 2025, selon les pays. La première vague de décaissement de ces fonds européens provient du fonds SURE. Le Fonds *Next Generation EU* (NGEU) comporte deux volets : des prêts et des subventions. L'utilisation anticipée des subventions soutiendra les économies des PECO cette année et devrait donner une impulsion plus substantielle en 2022. Ces subventions NGEU devraient être utilisées pour financer des dépenses supplémentaires orientées vers l'investissement et non des programmes d'investissement préexistants. Les pays d'Europe centrale et orientale à faible revenu - qui sont les principaux bénéficiaires par habitant du NGEU - présentent souvent des lacunes en termes d'infrastructures et bénéficieraient considérablement d'investissements publics bien ciblés. Les dépenses des pays d'Europe centrale et orientale à revenu plus élevé, qui disposent de meilleures infrastructures, devraient être davantage axées sur la réalisation des objectifs du NGEU, à savoir la promotion de projets verts et la transition numérique. Selon différentes estimations, le besoin de recourir à l'endettement pour l'année 2021 pourrait baisser de près de 25% grâce à ces fonds.

**Next Generation EU Fund soutiendra la croissance dès 2021**

**Les fonds structurels européens n'ont été que partiellement utilisés fin 2020**



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

## PREVISIONS MACRO

## PIB réel, %

	2019	2020f	2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>
Etats-Unis	2,2	-3,5	6,7	3,5	3,7	3,2	2,3	3,0
Japon	0,0	-4,7	2,7	0,3	2,3	1,6	0,8	1,7
Royaume-Uni	1,4	-9,8	5,6	2,9	3,3	3,5	2,0	2,3
Zone Euro	1,3	-6,7	4,5	1,7	2,5	1,1	1,5	2,2
Allemagne	0,6	-5,1	3,0	0,5	2,5	1,0	1,3	2,0
France	1,8	-8,0	6,0	3,0	2,0	1,0	1,5	2,5
Italie	0,3	-8,9	5,5	2,5	3,0	1,0	1,5	2,0
Espagne	2,0	-10,8	6,5	3,0	4,0	1,5	2,0	2,5
<b>Pays émergents</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Asie	4,9	-0,9	7,2	5,2	4,7	4,5	4,6	5,1
Chine	6,0	2,3	8,0	6,6	4,9	4,5	4,6	5,2
Inde (AF)	4,1	-8,0	9,5	5,5	6,2	6,8	5,2	5,8
Europe Centrale et O.	2,4	-2,1	3,8	1,4	2,0	1,7	2,5	2,5
Russie	1,8	-2,6	2,0	-0,5	1,5	1,2	1,5	1,2
Amérique latine	0,2	-7,2	4,8	2,3	1,8	2,1	2,5	2,6
Brésil	1,4	-4,8	4,1	2,7	2,3	1,8	2,1	2,1
Moyen-Orient et Asie C.	0,3	-3,9	2,7	0,7	1,9	1,7	2,9	3,1
Afrique	3,4	-1,9	3,9	1,9	2,6	2,3	3,7	4,0
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>

Central = Scénario central, Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée ; AF=année fiscale.

## Inflation, %

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>								
Etats-Unis	1,8	1,3	3,5	2,9	2,4	1,6	2,2	2,4
Japon	0,5	0,0	0,5	0,3	0,8	0,1	0,6	0,7
Royaume-Uni	1,8	0,9	1,7	1,3	2,1	1,7	2,0	1,9
Zone Euro	1,2	0,3	1,7	1,6	0,9	0,9	1,2	1,3
Allemagne	1,4	0,4	2,3	2,0	1,1	0,7	1,4	1,4
France	1,3	0,5	1,5	1,4	1,0	0,8	1,2	1,1
Italie	0,6	-0,1	1,2	1,1	0,8	0,8	1,1	1,1
Espagne	0,8	-0,3	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
<b>Pays émergents</b>								
Chine	2,9	2,5	1,4	1,2	2,3	1,5	2,3	2,4
Inde	3,7	6,2	4,9	4,7	4,1	4,2	4,0	4,0
Russie	4,5	3,5	4,5	5,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Brésil	3,7	3,2	6,7	3,4	4,0	3,4	3,3	3,3

Central = Scénario central, Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée.

## Taux de chômage, %

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>								
Etats-Unis	3,6	6,8	5,0	5,7	4,2	4,0	3,5	3,9
Japon	2,3	2,8	2,8	2,9	2,7	2,9	2,7	2,9
Royaume-Uni	3,8	4,5	6,0	6,3	6,5	7,4	5,5	6,4
Zone Euro	7,6	8,0	8,4	8,7	8,9	9,8	8,4	9,3
Allemagne	5,0	5,9	6,6	6,8	6,7	7,2	6,5	7,0
France	8,1	7,8	9,2	9,8	9,5	10,8	9,2	10,6
Italie	10,0	9,3	11,8	12,7	11,6	12,5	10,7	12,1
Espagne	14,1	15,6	17,0	18,6	17,3	18,9	16,4	18,2
<b>Pays émergents</b>								
Chine	5,1	5,6	5,1	5,9	4,9	5,1	4,9	5,0

Central = Scénario central, Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée.

## Solde budgétaire, % PIB

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>								
Etats-Unis	-6,7	-15,7	-16,6	-21,0	-8,2	-8,6	-5,8	-6,4
Japon	-3,1	-12,6	-8,0	-11,0	-3,3	-5,5	-3,0	-2,5
Royaume-Uni	-2,3	-12,4	-11,4	-13,1	-9,1	-9,8	-6,0	-6,5
Zone Euro	-0,9	-7,5	-9,1	-10,9	-5,2	-7,6	-4,1	-5,8
Allemagne	1,5	-4,2	-8,9	-10,2	-3,2	-5,2	-1,5	-3,1
France	-3,1	-9,2	-9,2	-10,7	-6,7	-8,8	-6,2	-7,8
Italie	-1,6	-8,9	-11,6	-13,5	-6,6	-9,2	-5,1	-6,5
Espagne	-2,9	-11,9	-8,1	-11,9	-6,6	-11,3	-5,9	-8,9
<b>Pays émergents</b>								
Chine	-3,1	-4,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Inde	-7,4	-12,3	-10,0	-12,0	-9,1	-8,5	-8,4	-8,0
Russie	0,8	-0,3	1,7	-3,5	1,4	-3,0	1,2	-1,0
Brésil	-5,9	-13,7	-7,5	-11,9	-7,0	-11,3	-6,5	-8,9

Central = Scénario central, Prol, = Scénario de crise sanitaire prolongée.

## Dette publique, % PIB

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>								
Etats-Unis	80	103	109	112	111	116	114	120
Japon	235	256	263	267	264	272	266	272
Royaume-Uni	85	102	105	110	109	114	110	115
Zone Euro	89	104	108	113	110	119	111	121
Allemagne	60	70	75	78	76	82	75	83
France	98	116	123	128	127	135	130	138
Italie	135	155	157	163	158	170	159	172
Espagne	96	118	118	126	118	134	120	137
<b>Pays émergents</b>								
Chine	39	46	44	45	44	45	44	45
Inde	74	90	87	90	86	90	86	90
Russie	14	19	19	22	19	23	18	23
Brésil	74	89	89	93	91	96	94	98

Central = Scénario central, Prol, = Scénario de crise sanitaire prolongée.

## Solde courant, % PIB

	2019	2020f	2021f		2022f		2023f	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
<b>Pays Développés</b>								
Etats-Unis	-2,2	-3,1	-3,5	-2,6	-3,5	-3,2	-3,3	-3,2
Japon	3,4	3,2	3,4	3,0	3,5	3,2	3,7	3,4
Royaume-Uni	-3,1	-3,5	-4,8	-4,5	-4,3	-4,0	-3,8	-3,7
Zone Euro	2,4	2,1	2,7	2,6	2,7	2,6	2,8	2,6
Allemagne	7,8	6,6	7,2	7,1	7,0	7,1	7,1	7,1
France	-0,7	-1,9	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-0,8	-1,2
Italie	3,2	3,5	3,8	3,8	3,7	3,8	3,9	3,8
Espagne	2,1	0,7	1,7	0,6	2,2	0,9	2,2	1,4
<b>Pays émergents</b>								
Chine	0,7	1,9	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Inde	-0,9	1,0	-1,2	-0,5	-1,6	-1,8	-1,7	-1,8
Russie	3,8	2,0	3,0	1,5	2,5	2,0	2,5	3,1
Brésil	-3,5	-1,7	-0,3	0,5	-0,8	-0,2	-1,5	-1,0

Central = Scénario central, Prol, = Scénario de crise sanitaire prolongée.

# 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,*

© 2021