

# SCÉNARIO ÉCO

SG Études économiques et sectorielles

## Une reprise freinée par des frictions

---

- **La dynamique de redémarrage rapide s'estompe** : la réouverture des économies après le blocage lié à la Covid19 a suscité des redémarrages rapides, mais cette dynamique est en train de s'estomper. Cela est dû, en partie, au variant Delta et à la lenteur du déploiement des vaccins dans un certain nombre de pays. Cependant, nous constatons également des difficultés liées aux frictions persistantes dans les chaînes de valeur, approvisionnement et prix, sur les marchés du travail, et dans la transition de la politique fiscale avec la levée des mesures de soutien temporaire parallèlement au déploiement du soutien à la reprise, notamment par les investissements publics dans les infrastructures.
  
- **L'inflation, qui dépasse largement les objectifs des banques centrales, devrait être transitoire** : les pressions inflationnistes actuelles résultent des frictions dans la reprise. Le policy-mix des économies avancées (EA) devrait permettre une reprise avec une inflation supérieure à celle observée après la grande crise financière et plus proche des objectifs. Dans les économies de marché émergents (EME), l'inflation pourrait s'auto-entretenir, notamment si elle entraîne une dépréciation du taux de change, des nouvelles pressions sur les prix des biens échangeables, avec un risque accru de stagflation.
  
- **Des contrastes en termes de *policy-mix* entre les EA et les EME** : les États-Unis devraient être le principal moteur de la croissance de la demande mondiale, avec des politiques macro-économiques qui devraient rester expansionnistes. La zone euro devrait réduire son soutien budgétaire, tout en restant accommodante, et la BCE ne réduira que très progressivement les mesures de soutien contre la pandémie. Cependant, les EME seront contraintes par les hausses des prix et les pressions sur le taux de change. Plusieurs banques centrales de ces pays ont déjà resserré leur politique monétaire. Sur le plan budgétaire, le soutien sera également limité.
  
- **L'incertitude politique et géopolitique reste élevée** : l'évolution des relations entre les États-Unis et la Chine, entre l'Europe et la Russie, les négociations avec l'Iran et les tensions au Moyen-Orient et en Afrique restent une source 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. Les élections de mi-mandat aux États-Unis 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>51</b>
<b>ASIE ÉMERGENTE .....</b>	<b>54</b>
<b>EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE .....</b>	<b>59</b>
<b>PREVISIONS MACRO .....</b>	<b>63</b>
<b>CONTACTS.....</b>	<b>68</b>
<b>DISCLAIMER .....</b>	<b>69</b>

## SYNTHESE CONJONCTURELLE

---

### LA DYNAMIQUE DU REDEMARRAGE RAPIDE S'ESTOMPE

Après le démarrage rapide observé ces derniers mois dans plusieurs grandes économies, divers signaux macro-économiques indiquent une reprise plus lente, conformément à notre opinion de longue date. Le déploiement des vaccins offre l'espoir d'endiguer la pandémie, mais des risques subsistent quant à l'évolution de la crise sanitaire. C'est pourquoi nous continuons à travailler avec un scénario central et un scénario prolongé de crise sanitaire.

Notre **scénario central** n'envisage pas de nouvelles fermetures généralisées et suppose que les mesures de distanciation sociale restantes, telles que le port du masque, permettent à la plupart des secteurs de fonctionner de manière quasi normale. La seule exception concerne les restrictions sur les voyages internationaux, dont nous supposons qu'elles ne seront levées que très progressivement au cours de notre horizon de prévision. Notre **scénario de crise prolongé** suppose un nouveau choc sanitaire à partir de la fin de 2021, qui reproduit le schéma de confinement et de durcissement des mesures de distanciation sociale observé à la fin de 2020 et au printemps 2021.

En ce qui concerne les récentes déceptions liées aux données, le variant Delta constitue une explication, mais d'autres facteurs sont également à prendre en compte, notamment les frictions persistantes dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et les marchés du travail, l'allongement des délais de livraison dans le secteur manufacturier et la réduction de la capacité d'offre dans le secteur des services, ces deux derniers effets entraînant une hausse des coûts. Le redémarrage rapide et simultané a également entraîné une hausse des prix des produits de base et des transports. Cela nuira en partie au pouvoir d'achat des consommateurs, car les revenus n'ont pas évolué au même rythme. Les marges des entreprises pourraient en outre être comprimées dans les secteurs les plus concurrentiels où les coûts ne peuvent pas être facilement répercutés sur les prix de vente. Dans l'ensemble, nous voyons les pressions sur les prix peser sur les revenus réels et ralentir la reprise.

### L'INFLATION DEPASSE LES OBJECTIFS DES BANQUES CENTRALES, MAIS DEVRAIT S'AVÉRER TRANSITOIRE ...

Le débat sur le caractère transitoire (prix des matières premières, frictions...) ou permanent (démographie, démondialisation...) de la dynamique actuelle de l'inflation est en cours. Les conditions d'une spirale salaires-prix, conduisant à un régime inflationniste plus élevé, avec une inflation dépassant largement les objectifs des banques centrales, ne se matérialiseront pas dans notre scénario central, bien

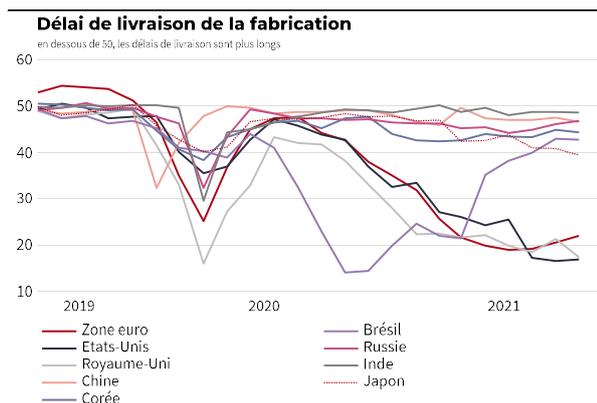
que nous reconnaissons les risques liés aux erreurs potentielles de politique monétaire, notamment en raison des nombreuses transitions en cours.

Si l'on divise notre vision de l'inflation entre les économies avancées (EA) et les économies de marché émergentes (EME), les pressions inflationnistes liées aux perturbations de la capacité de production sont plus intenses dans les premières, tandis que les raisons de l'accélération des prix dans les secondes pourraient être davantage liées aux prix des matières premières, aux salaires et aux changements dans les attentes.

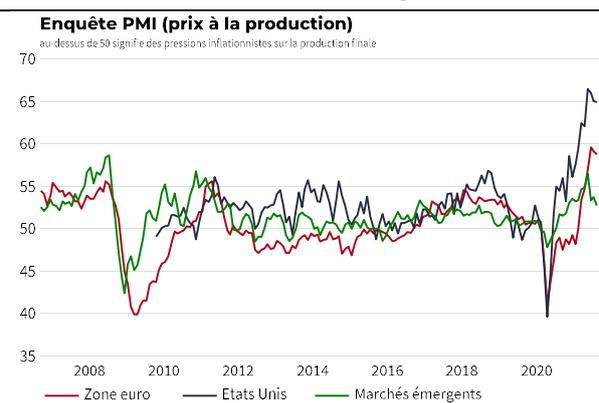
D'un point de vue régional, nous pouvons diviser l'histoire de l'inflation en quatre :

- **Les EA confrontées à des pénuries temporaires de main-d'œuvre et de matériaux.** C'est principalement le cas de la zone euro, des États-Unis et du Royaume-Uni, où les enquêtes PMI confirment à la fois des tensions sur les délais de livraison et des pressions sur les prix.
- **Les EME, où l'inflation est principalement due à la hausse des prix des produits de base et des denrées alimentaires,** la part de ces éléments dans l'IPC étant plus importante que dans les EA.
- **L'Europe centrale et orientale, où les pressions sur les salaires restent fortes** en raison de pénuries structurelles de main-d'œuvre, ce qui entraîne une spirale salaires/prix.
- **Les économies asiatiques où les frictions sont nettement moins intenses** et où l'effet des prix des produits de base a été atténué jusqu'à présent.

### Des tensions sur les délais de livraison...



### ... avec des retombées sur les prix



Sources : Markit, Refinitiv et SG Études économiques et sectorielles

Les risques sont, ici, doubles. Dans les EA, si les pénuries de main-d'œuvre et de matières premières s'avéraient durables, bien au-delà de 2021-2022, le risque d'une accélération de l'augmentation des salaires et d'un passage à un régime d'inflation plus élevé pourrait devenir crédible, surtout si les banques centrales ne parviennent

pas à identifier la nature structurelle des pressions sur les prix dans un contexte de politiques budgétaires encore expansionnistes.

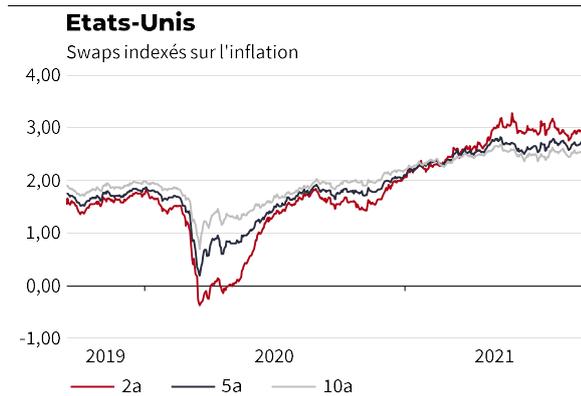
Dans plusieurs EME, les risques d'inflation sont potentiellement plus inquiétants. Dans ces économies, où la stabilité monétaire est souvent loin d'être atteinte, il est plus difficile de freiner les anticipations inflationnistes une fois que les prix augmentent. Un tel scénario serait exacerbé par une dépréciation de la monnaie alimentant davantage les pressions sur les prix. Cette situation, associée à des perspectives de croissance plus faibles et à une marge de manœuvre budgétaire réduite, pourrait conduire à la stagflation, ce qui poserait des problèmes socio-politiques. Cette considération semble être un facteur des fonctions de réaction des banques centrales de ces EME, beaucoup d'entre elles ayant déjà commencé à augmenter leurs taux directeurs et devant probablement continuer au cours des prochains trimestres.

### **... PAS ENCORE D'INQUIETUDE POUR LES MARCHES**

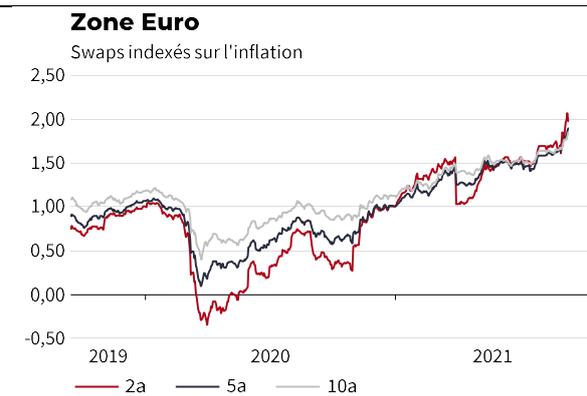
Malgré un débat animé et des chiffres d'inflation réels plus élevés, la tendance à la hausse des taux d'intérêt à long terme observée au cours de la première partie de l'année 2021 s'est quelque peu inversée au cours de l'été dans les EA, avec une baisse des composantes réelles liées à l'inflation. Pour l'instant, les marchés semblent confortés dans l'idée que le pic d'inflation actuel sera transitoire. Les swaps liés à l'inflation aux États-Unis laissent entrevoir des pressions dans les deux années à venir et une certaine modération par la suite. Dans la zone euro, les swaps d'inflation ont également augmenté mais restent inférieurs à l'objectif de 2 % de la BCE.

Pour en venir à la composante du taux réel, le fait que les banques centrales aient considérablement augmenté les détentions de dette publique depuis 2019, sans qu'aucune réduction de bilan ne soit en vue sur notre horizon de prévision, est certainement un élément important derrière la compression des taux. La Fed détient désormais environ 25 % de la dette fédérale totale (contre 15 % au début de 2020), tandis que la BCE détient près de 40 % de la dette publique négociable de la zone euro (contre un peu plus de 20 % en 2019). Cette vision des taux réels apparaît cohérente dans un contexte de marchés d'actions toujours en plein essor et de spreads de crédit compressés.

## Les anticipations d'inflation du marché ont augmenté...



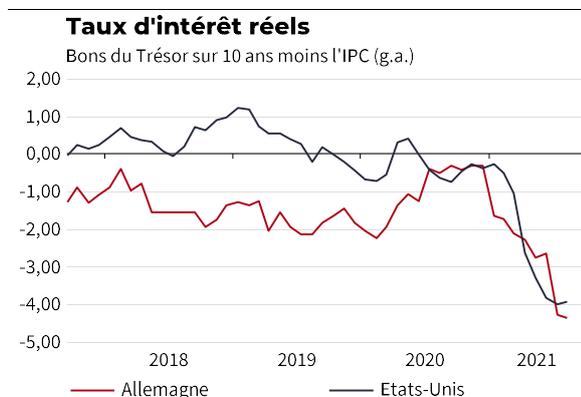
## ... se rapprochant de l'objectif de 2 % dans la zone euro



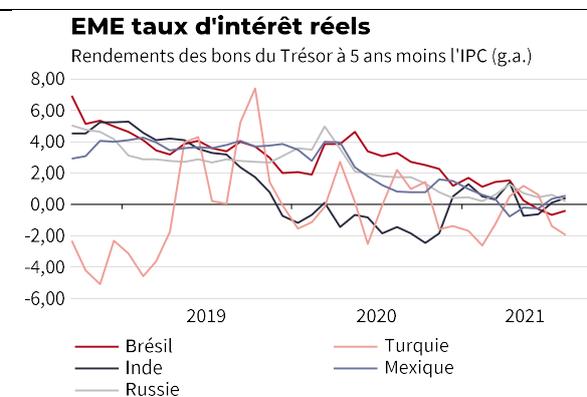
Sources : Markit, Refinitiv et SG Études économiques et sectorielles

Les taux d'intérêt réels ont également baissé dans les EME, malgré l'envolée des taux d'intérêt nominaux au cours des douze derniers mois en raison du resserrement des politiques monétaires. Pour ne citer que quelques exemples, nous observons que la hausse de l'inflation a entraîné une compression générale des taux réels à long terme au Brésil, en Turquie, en Russie, au Mexique et en Inde. Toutefois, les taux d'intérêt réels dans les EME restent supérieurs aux niveaux des EA, ce qui explique en partie la résilience des taux de change des EME par rapport au dollar au cours des derniers mois. Bien que cela soit conforme à la compression générale des taux d'intérêt réels, la baisse reste déroutante car il n'y a pas d'opérations significatives d'assouplissement quantitatif, les marchés de la dette publique ne sont pas aussi liquides que dans EA et les ratios d'endettement ont augmenté. Par conséquent, les chocs de marché dans les EME ne peuvent pas être exclus, car il semble y avoir une certaine marge de manœuvre pour la correction des taux d'intérêt, les banques centrales ayant une très faible marge de manœuvre pour intervenir sur les marchés obligataires locaux.

## Taux d'intérêt réels en baisse ...



## ... même dans les EME



Sources : Markit, Refinitiv et SG Études économiques et sectorielles

## ORIENTATION DU *POLICY-MIX*, DIFFÉRENT ENTRE AE ET ME

Compte tenu des incertitudes qui entourent le rythme de la reprise économique, la solidité des bilans (des ménages, des entreprises et des gouvernements) et, surtout, l'agenda politique, le *policy-mix* devrait rester favorable, malgré le retrait progressif des mesures de soutien temporaires en cours. Dans les EA, la principale impulsion politique positive restera celle des États-Unis, avec une politique monétaire toujours expansionniste et l'impact du nouveau programme fiscal (toujours en discussion au Congrès). La zone euro maintiendra son soutien monétaire sur notre horizon de prévision, ainsi qu'une impulsion budgétaire positive provenant de la combinaison des plans nationaux et du fonds européen *Next Generation*. Un soutien budgétaire limité est également attendu dans les EME en 2022 mais pas au-delà, et dans l'ensemble, nous prévoyons un resserrement des politiques monétaires.

Dans l'ensemble, et contrairement à ce qui s'est passé au lendemain de la crise de 2008-2009, la demande continuera de provenir des EA plutôt que des EME.

# PREVISIONS ECONOMIQUES

## Croissance du PIB, g.a.

Moyenne annuelle, %	Central						Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
États-Unis	2,2	-3,5	6,3	4,0	3,0	2,3	5,3	2,0	4,0	2,6
Japon	0,0	-4,7	2,7	2,3	0,8	0,5	2,2	0,1	1,8	0,6
Royaume-Uni	1,4	-9,8	5,6	4,3	2,0	1,5	4,9	1,4	3,0	1,8
Zone Euro	1,4	-6,5	4,7	3,2	1,6	1,7	3,8	1,3	2,1	2,0
Allemagne	1,1	-4,9	3,0	3,5	1,3	1,8	2,1	1,5	1,8	2,0
France	1,8	-8,0	6,0	3,0	1,5	1,8	5,0	1,0	2,0	2,3
Italie	0,3	-8,9	5,5	3,5	2,0	1,1	4,9	1,0	2,5	1,3
Espagne	2,0	-10,8	6,5	4,0	2,0	1,8	5,5	1,5	2,5	2,0
<b>Pays Émergents</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>
Asie	4,9	-0,6	7,1	5,2	4,7	4,6	5,5	4,3	5,1	4,7
Chine	6,0	2,3	8,0	4,9	4,6	4,5	7,5	3,9	5,1	4,7
Inde	4,0	-6,0	9,5	6,2	5,2	5,0	8,4	4,2	5,7	5,2
Europe Centrale et O.	2,4	-2,0	3,9	2,9	2,7	2,6	2,9	1,0	4,0	3,0
République Tchèque	3,0	-5,8	4,2	4,5	3,0	2,8	3,3	2,7	3,4	3,2
Roumanie	4,1	-3,7	6,3	3,5	3,0	3,0	5,2	1,7	3,4	3,4
Fédération de Russie	1,8	-2,5	3,3	2,5	1,5	1,5	2,4	0,7	1,8	1,8
Amérique Latine	0,1	-7,0	5,1	3,2	2,6	2,4	4,3	1,2	3,5	2,6
Brésil	1,4	-4,1	5,6	2,3	2,0	2,0	4,8	0,2	3,6	2,5
Moyen Orient et Asie C.	0,3	-3,6	2,6	3,6	3,1	2,8	2,2	1,1	3,7	3,3
Afrique	3,4	-1,9	4,1	4,1	4,0	4,0	2,1	2,3	4,5	4,2
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>

## Variables Financières

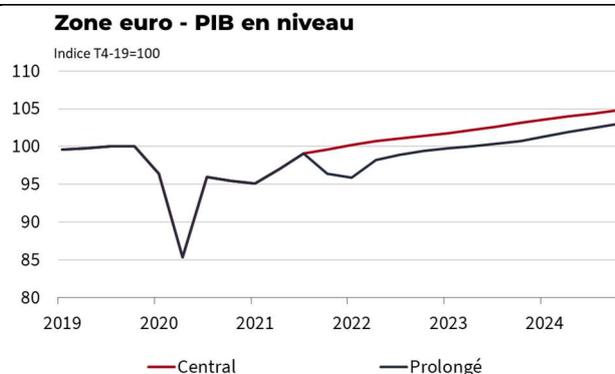
Fin de la période, %	15-Sep	Central				Prolongé			
		2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
Taux Fed Funds (borne haute)	0,25	0,25	0,25	0,75	1,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Taux 10 ans (gouv.), Etats-Unis	1,28	1,60	2,00	2,25	2,50	0,75	0,75	1,00	1,50
BCE, taux refi	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BCE, facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,30	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Taux 10 ans (gouv.), Allemagne	-0,34	-0,20	0,00	0,25	0,75	-0,60	-0,60	-0,30	0,00
Taux 10 ans (gouv.), France	-0,01	0,20	0,50	0,65	1,05	-0,10	0,10	0,30	0,50
Taux 10 ans (gouv.), Italie	0,66	1,00	1,50	1,75	2,00	0,75	1,15	1,45	1,55
Taux 10 ans (gouv.), Espagne	0,31	0,60	1,00	1,25	1,55	0,35	0,65	0,95	1,10
BoE, taux de pol. monétaire	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10
Taux 10 ans (gouv.), Royaume-Uni	0,73	0,80	1,00	1,25	1,75	0,40	0,60	0,80	1,10
BoJ, taux de pol. monétaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Taux 10 ans (gouv.), Japon	0,03	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR / USD	1,18	1,15	1,15	1,20	1,25	1,10	1,10	1,10	1,15
EUR / GBP	0,86	0,85	0,90	0,95	0,95	0,90	0,90	0,95	0,95
USD / JPY	109	110	110	105	105	105	105	105	105
USD / CNY	6,43	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Pétrole, Brent (\$/b)	74	65	65	60	60	50	55	50	50

## ZONE EURO

- **La croissance sera moins dynamique en 2022, ralentie par les frictions dans la reprise et les effets de long terme de la crise sanitaire sur l'emploi et l'investissement.**
- **La BCE normalisera très graduellement sa politique monétaire à partir de 2022, mais celle-ci restera accommodante.**
- **Les risques entourant le scénario sont plus équilibrés, mais les aléas baissiers restent nombreux.**

Le rattrapage de l'activité se poursuivra en 2022, à un rythme plus modéré qu'en 2021. La hausse du chômage et de l'endettement pèsera sur les dépenses des ménages et des entreprises, tandis que la politique budgétaire sera moins expansionniste. L'économie retrouvera malgré tout son niveau d'avant crise en fin d'année 2022, avec des situations divergentes d'un État membre à l'autre. Dans le scénario d'une crise sanitaire prolongée, qui impliquerait un retour au confinement vécu fin 2020/début 2021, la trajectoire de croissance serait bien plus modeste.

### Une croissance plus modérée en 2022

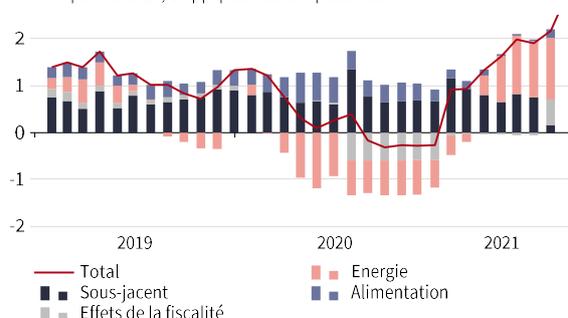


Sources : SG Études économiques et sectorielles

### Un rebond temporaire de l'inflation

#### Décomposition de l'inflation en zone euro

En % pour le total, en pp. pour les composantes



Sources : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

Le vif redémarrage des exportations observé cette année se normalisera à partir de 2022. Le commerce mondial, moins dynamique, reflétera davantage le rythme différencié du reflux de la pandémie à l'échelle mondiale et les effets de long terme de la crise. En outre, certains facteurs ayant tiré la reprise après la grande crise financière ne seront cette fois pas présents. Ainsi, l'absence d'une relance d'ampleur en Chine et la fragilisation par la pandémie de nombreuses économies émergentes écartent le scénario d'un rebond marqué et durable de la demande extérieure.

La reprise de la demande intérieure sera aussi moins vigoureuse à moyen terme. Du côté des entreprises, la dynamique de l'investissement se tassera après le rattrapage

rapide observé en 2021. Dans certains pays, la crise a fortement dégradé les ratios d'endettement, qui étaient par ailleurs déjà élevés avant la crise. Avec la fin des mesures de soutien public temporaires, une augmentation des défauts de paiement serait probable. Par ailleurs, l'incertitude entourant l'issue des élections dans plusieurs États en 2022-23 pourrait conduire les entreprises à reporter une partie de leurs dépenses.

Du côté des ménages, la baisse des taux d'épargne, qui ont fortement augmenté en 2020, sera graduelle. D'une part, la remontée du chômage avec la normalisation de la situation sur le marché du travail (débouclage des mécanismes de chômage partiel et hausse des taux de participation) risque d'encourager les comportements de précaution de la part des consommateurs. D'autre part, l'épargne « forcée » accumulée pendant la période de confinement ne sera certainement pas entièrement dépensée, notamment en raison de sa concentration sur les ménages à hauts revenus. Les pertes de revenus et le resserrement des conditions d'octroi des crédits immobiliers pèseront également sur l'investissement résidentiel.

Enfin, la politique budgétaire sera globalement moins expansionniste à partir de 2022 avec le débouclage des mesures d'urgence et de certaines mesures de relance. Mais, dans certains États membres, la demande publique restera vive, grâce notamment au Programme européen *Next Generation*.

Le rebond de l'inflation observé cette année reflète essentiellement des effets de base favorables, des frictions dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et la hausse des prix des produits de base. Ces effets seront transitoires et l'inflation sera moins forte en 2022 et 2023, freinée en outre par la baisse du prix du pétrole.

Cependant, le reflux de la pandémie conduira la BCE à entamer une normalisation graduelle et prudente de sa politique monétaire. Les achats réalisés dans le cadre du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) seront ainsi diminués de nouveau puis arrêtés en 2022. Les autres mesures exceptionnelles prises en 2020, comme l'assouplissement temporaire des modalités des TLTRO III, ne seront pas reconduites. En 2023, si l'accélération de l'inflation sous-jacente et la perspective d'un affermissement de l'inflation à moyen terme se confirment, la BCE pourra graduellement mettre un terme aux achats réalisés dans le cadre de l'APP (*Asset Purchase Programme*). La banque centrale veillera néanmoins à éviter tout resserrement inapproprié des conditions de financement en maintenant constante la taille de son bilan (en remplaçant par d'autres les actifs arrivant à maturité) et en laissant inchangés ses taux directeurs sur l'horizon de prévision.

Les risques entourant le scénario de croissance sont dorénavant plus équilibrés. D'un côté, une normalisation plus rapide des taux d'épargne pourrait fortement réhausser les taux de croissance. De l'autre, l'abaissement de la notation souveraine des États les plus fragiles ou une consolidation budgétaire trop forte et trop précoce menaçant la reprise ferait réapparaître des tensions sur le marché des dettes souveraines. De même, une nouvelle poussée de l'euroscpticisme et du risque politique n'est pas à exclure dans la perspective des scrutins majeurs de 2022-23.

Zone Euro	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,4	-6,5	4,7	3,8	3,2	1,3	1,6	2,1	1,7	2,0
Inflation, %	1,2	0,3	2,1	2,0	1,6	1,3	1,3	1,0	1,6	1,3
Chômage, %	7,6	7,9	8,0	8,0	8,1	8,6	7,9	8,5	7,7	8,4
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-7,5	-9,1	-9,8	-4,9	-6,6	-3,7	-5,1	-2,8	-3,9
Dettes publiques, % du PIB	84	98	100	103	100	107	101	107	100	107

Central = Scénario central

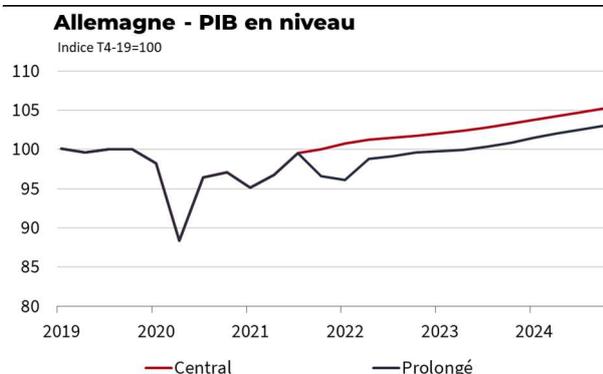
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ALLEMAGNE

- **La convergence de l'économie vers son niveau d'avant crise sera plus rapide qu'ailleurs en zone euro.**
- **L'inflation, après le rebond technique de cette année, sera plus modérée en 2022-23.**
- **La vision prudente de l'Allemagne sur le degré de solidarité budgétaire en Europe ne changera pas après les élections.**

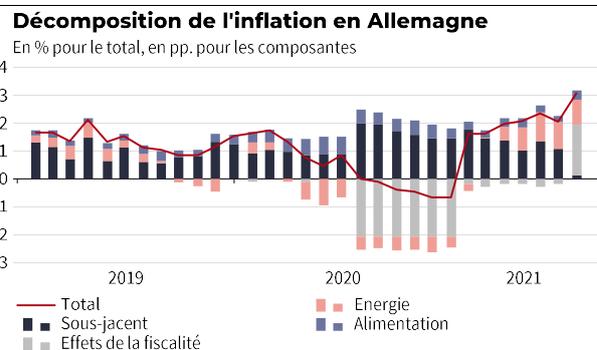
La croissance sera vigoureuse au deuxième semestre, après un début d'année marqué par des mesures sanitaires restrictives et les ruptures dans les chaînes d'approvisionnement qui ont pénalisé l'industrie. L'économie retrouvera ainsi son niveau d'avant crise dès la fin d'année. En 2022, le rattrapage se poursuivra à un rythme proche de celui de cette année, avant que la croissance ne se tasse en 2023, le PIB s'approchant de son niveau potentiel. Cependant, une répétition des mesures de distanciation observées fin 2020 et début 2021 affecterait gravement la trajectoire de croissance sur notre horizon de prévision, comme le prévoit notre scénario de crise prolongé.

### Retour du PIB au niveau d'avant crise en 2021



Source : SG Études économiques et sectorielles

### Un rebond technique de l'inflation



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

Portées par le rebond très vigoureux du commerce mondial et de l'industrie, les exportations se sont rapidement redressées en 2021. En fin d'année, elles auront retrouvé leur niveau de 2019. À plus long terme, la progression des exportations convergerait vers sa moyenne de long terme et l'Allemagne retrouverait des niveaux d'excédent courant proche de ceux d'avant crise. Cependant, la modération de la demande en Europe, l'absence de relance budgétaire d'ampleur en Chine et la fragilisation des économies émergentes par la pandémie font courir le risque d'une croissance plus modeste.

Soutenus par les mesures d'urgence des pouvoirs publics, les revenus d'exploitation des entreprises ont déjà retrouvé leur niveau de 2019, malgré les goulots d'étranglement qui pèsent sur la production. L'endettement n'ayant augmenté que modérément pendant la pandémie et le crédit restant bien orienté, l'investissement aura également convergé à la fin de cette année. À plus long terme, sa croissance sera plus modérée, en ligne avec le tassement de la demande globale.

Du côté des ménages, la consommation est restée grevée par de strictes mesures sanitaires jusqu'au début de l'été. Son rebond gagnera en vigueur sur la deuxième moitié de l'année, mais son rattrapage sera plus lent à moyen terme. La baisse du taux d'épargne, qui a fortement augmenté pendant la pandémie, sera graduelle. Notamment, le retour à la normale du marché du travail, avec le débouclage du chômage partiel et l'augmentation de la participation, risque de s'accompagner d'une hausse modérée du chômage et provoquer des comportements de précaution. L'investissement résidentiel, globalement bien protégé de la pandémie grâce au crédit qui est resté dynamique, devrait également se modérer sur l'horizon de prévision, notamment en lien avec la remontée graduelle des taux d'intérêt et une dégradation de la capacité d'endettement qui accompagnera la montée du chômage.

#### Mesures d'urgence adoptées par les pouvoirs publics en 2020 en 2021

	Taille Mds EUR
Renforcement des administrations de santé	58,5
Fonds de Stabilisation Économique	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%

La demande publique a été vigoureuse en 2020-21, consécutivement tirée par l'investissement et la consommation des administrations. À partir de 2022, l'impulsion budgétaire sera néanmoins fortement réduite par le débouclage des mesures d'urgence et l'essentiel des mesures de relance, ramenant le déficit sous le seuil des 3 % et plaçant le ratio de dette publique sur une trajectoire descendante. Après avoir atteint son pic en 2021 (75 % du PIB, 15 points au-dessus de son niveau de 2019), la dette serait ainsi ramenée à 73 % du PIB en 2023.

La forte remontée de l'inflation observée cette année s'estompera en 2022 avec la disparition des effets de base favorables liés au rebond du prix du pétrole et à la baisse temporaire de TVA en 2020. En 2023, l'inflation restera modérée, l'accélération attendue de l'inflation sous-jacente étant compensée par la décélération de l'inflation énergétique en lien avec la modération du prix du pétrole.

La balance des risques entourant notre scénario de croissance s'est améliorée avec le déploiement de la campagne vaccinale et le reflux des tensions commerciales. La hausse des ratios d'endettement ayant été modérée pendant la pandémie, les risques en matière de stabilité financière semblent aussi limités. Sur le plan domestique, une alternance politique dans le sillage des élections législatives de septembre ne bouleverserait pas selon nous la position prudente de l'Allemagne sur l'intégration budgétaire en zone euro.

Allemagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,1	-4,9	3,0	2,1	3,5	1,5	1,3	1,8	1,8	2,0
Inflation, %	1,4	0,4	2,6	2,5	1,4	1,0	1,3	1,1	1,6	1,4
Chômage, %	5,0	5,9	6,1	6,1	6,4	6,8	6,2	6,6	5,8	6,3
Solde budgétaire, % du PIB	1,5	-4,2	-8,9	-9,4	-2,6	-4,1	-1,0	-2,2	0,4	-0,7
Dette publique, % du PIB	60	70	75	77	74	79	73	79	70	77

Central = Scénario central

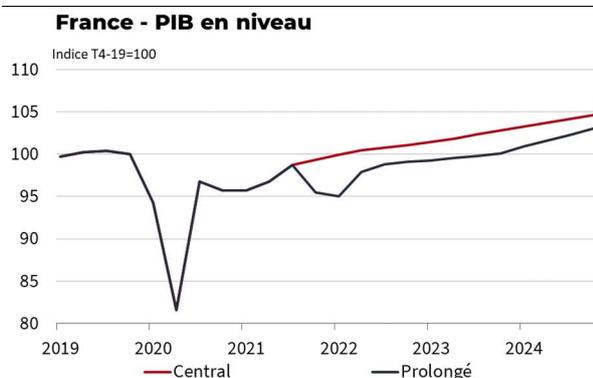
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## FRANCE

- **Le redémarrage de l'activité est vif cette année, le rattrapage sera plus modeste en 2022-23.**
- **L'accélération des prix observée en 2021 sera temporaire, l'inflation sera plus modérée à moyen terme.**
- **La dette publique dépasserait 125 % du PIB en 2023, 25 points au-dessus de son niveau de 2019.**

L'économie française s'est montrée résiliente en 2021, signe de l'adaptation des ménages et des entreprises au contexte sanitaire et de l'impact positif des mesures d'urgence gouvernementales. Mais à plus long terme, il est encore incertain que le redémarrage vif que connaît l'économie cette année se transforme en reprise dynamique. Le retrait des mesures de soutien temporaires du gouvernement, les effets de la crise en termes de pertes d'emplois et l'endettement des entreprises sont susceptibles d'affaiblir la croissance. Ainsi, le rattrapage devrait se poursuivre en 2022 et en 2023, mais à un rythme plus modeste, certainement inférieur aux attentes du consensus. Le niveau d'activité de 2019 serait malgré tout retrouvé en 2022, mais l'écart avec le PIB potentiel restera important à l'horizon de prévision. Dans le scénario de risque d'une crise sanitaire prolongée, avec de nouveaux blocages sévères fin 2021 et début 2022, la convergence du PIB serait beaucoup plus lente.

### Le PIB d'avant crise retrouvé en 2022

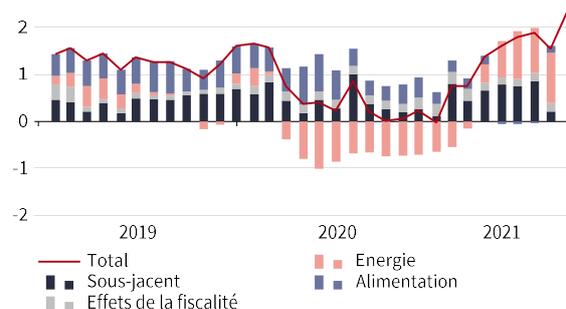


Source : SG Études économiques et sectorielles

### Des effets transitoires tirent l'inflation

#### Décomposition de l'inflation en France

En % pour le total, en pp. pour les composantes



Source : Eurostat, SG Études 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 rattrapage des exportations sera donc graduel et la résorption du déficit courant progressive sur l'horizon de prévision.

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 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 Études économiques et sectorielles

Du côté des entreprises, les revenus d'exploitation auront retrouvé leur niveau de 2019 d'ici à la fin de l'année grâce au rebond de l'activité et aux différentes aides publiques, particulièrement les subventions du Fonds de Solidarité. L'investissement productif a pour l'heure bien résisté à la crise et a déjà retrouvé son niveau de 2019. Mais sa croissance risque d'être plus modeste à moyen terme. Au pic de la crise en 2020, l'impact sur la liquidité des pertes opérationnelles a largement été compensé par un recours conséquent à l'emprunt, et les ratios d'endettement brut, déjà élevés avant la crise, se sont sensiblement dégradés. Avec le débouclage des aides et le début du remboursement des prêts garantis par l'État, une remontée

modérée des défauts de paiement n'est pas un scénario à exclure, notamment dans les secteurs qui ont été les plus affectés par la crise. Auquel cas, le financement des entreprises risque de devenir moins abondant et plus sélectif. En outre, les entreprises les plus endettées seront contraintes de reporter en partie leurs investissements pour accroître leurs capacités de financement et stabiliser les ratios d'endettement, dans un contexte où les taux remonteront modérément. Du côté des ménages, la diminution du taux d'épargne, qui a fortement augmenté en 2020, sera graduelle. La normalisation du marché du travail, avec la fin du régime exceptionnel de chômage partiel et l'augmentation de la participation, s'accompagnera d'une remontée modérée du chômage. Les consommateurs se montreront donc certainement prudents sur l'horizon de prévision. Quant à « l'excès » d'épargne accumulé par les ménages en 2020, il est surtout le fait des ménages les plus aisés, qui disposent d'une propension à consommer plus faible. L'investissement résidentiel, qui a bien résisté à la crise, se tassera légèrement sous l'effet du durcissement modéré des conditions de crédit en lien avec la remontée du chômage.

Les effets de base favorables sur les prix énergétiques et une légère accélération de l'inflation sous-jacente ramèneront cette année l'inflation totale à des niveaux proches de 2 %. À partir de 2022, la disparition de ces effets de base et le recul anticipé des prix du pétrole en 2023 contribueront au ralentissement de l'inflation. L'inflation sous-jacente restera par ailleurs modérée avec la remontée du chômage.

La demande publique aura été vive en 2020 et en 2021, soutenue par les mesures d'urgence et la relance budgétaire. À partir de 2022, le débouclage du « quoi qu'il en coûte » et des principales mesures de relance viendront réduire le déficit public (de 3 points de PIB à 6 %). À moyen terme, le gouvernement anticipe une consolidation progressive des finances publiques. Le ratio d'endettement public dépasserait 125 % du PIB en 2023, soit presque 25 points de PIB au-dessus de son niveau de 2019.

La balance des risques entourant notre scénario de croissance est globalement équilibrée. D'un côté, une diminution plus rapide du taux d'épargne et une politique plus active du gouvernement concernant le renforcement des fonds propres des entreprises soutiendraient davantage la croissance. À l'inverse, une consolidation budgétaire trop agressive, de nouveaux mouvements sociaux et l'incertitude que pourraient générer les échéances électorales de 2022 pourraient affecter la reprise.

France	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,8	-8,0	6,0	5,0	3,0	1,0	1,5	2,0	1,8	2,3
Inflation, %	1,3	0,5	1,8	1,7	1,5	1,3	1,3	1,1	1,5	1,3
Chômage, %	8,2	7,9	8,1	8,1	8,8	9,2	8,7	9,1	8,4	8,8
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-9,2	-9,1	-9,7	-6,1	-7,7	-5,5	-6,9	-4,6	-5,7
Dettes publiques, % du PIB	98	116	123	119	127	125	131	128	130	129

Central = Scénario central

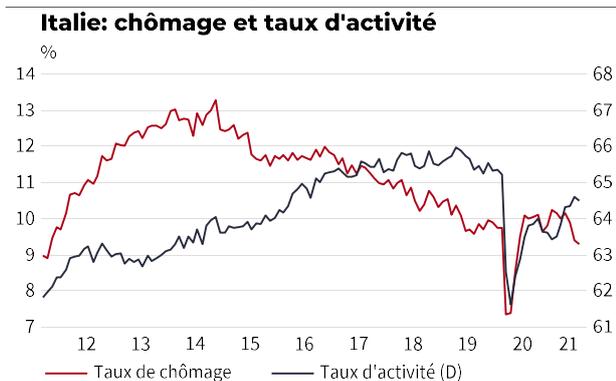
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ITALIE

- **L'économie a amorcé 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 autour de 156% du PIB.**

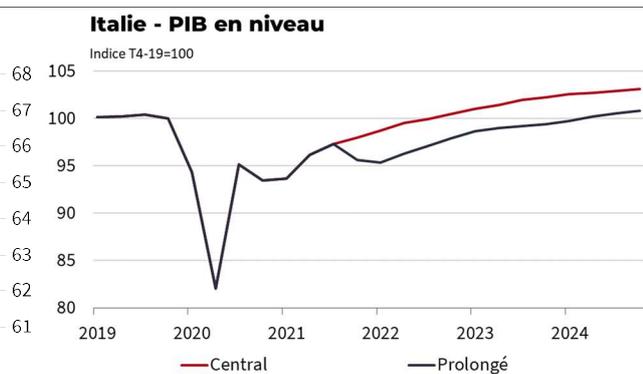
L'économie a enregistré une croissance trimestrielle de 2,7% au T2-21, grâce à un rebond marqué de la consommation des ménages après deux trimestres de restrictions sanitaires. L'introduction du pass sanitaire et la vaccination de 70% de la population permettront de stimuler l'activité au second semestre, et la croissance est attendue à 5,5% en 2021. Toutefois, ce rebond de l'activité ne permettra pas un retour immédiat au niveau de PIB pré-crise. Il faudra attendre le T3-22 pour que l'activité retrouve son niveau de fin 2019.

### Normalisation progressive de l'emploi



Source : Université d'Oxford

### Retour au PIB d'avant-crise au T2-22



Source : SG Études économiques et sectorielles

Malgré la baisse du taux de chômage (9,7% en juin 2021), le nombre de personnes en emploi reste inférieur de 500 000 à celui de fin 2019. Ceci est lié à une forte baisse du taux d'activité : 600 000 personnes sont en effet sorties de la population active depuis le début de la pandémie. Le retour de l'emploi à son niveau pré-crise n'interviendra pas avant fin 2023. 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 3,5%.

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 « <i>Cura Italia</i> »)	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 en 2022, qui s'élèvera à 10,7% dans le scénario central et à 11,2% 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 autour de 156% 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 juin 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 2023.

Italie	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0,3	-8,9	5,5	4,9	3,5	1,0	2,0	2,5	1,1	1,3
Inflation, %	0,6	-0,1	1,3	1,5	1,0	1,3	1,1	1,0	1,3	1,2
Chômage, %	10,0	9,3	10,3	10,5	10,7	11,2	10,3	10,9	10,1	10,7
Solde budgétaire, % du PIB	-1,6	-9,5	-11,8	-12,3	-6,5	-7,9	-4,6	-6,0	-3,7	-5,1
Dettes publiques, % du PIB	135	156	157	160	156	165	156	165	156	166

Central = Scénario central

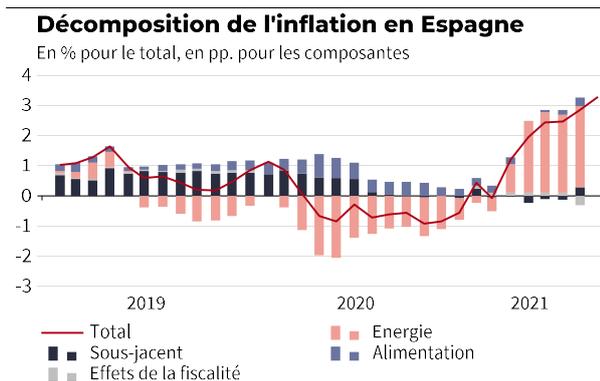
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ESPAGNE

- **La reprise économique sera progressive en 2021.**
- **Entièrement financé par les subventions européennes, le plan de relance soutiendra la croissance en 2022.**
- **L'importance du secteur touristique frappé par la pandémie pèsera sur le rattrapage du PIB.**

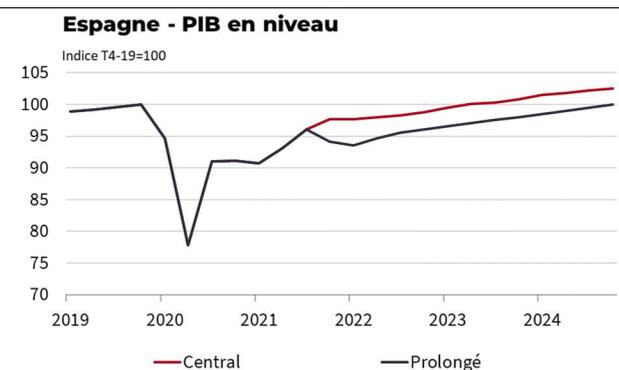
L'économie a renoué avec la croissance au deuxième trimestre (+2,8%), l'assouplissement des restrictions sanitaires et l'accélération de la campagne de vaccination ayant soutenu la demande intérieure. La reprise devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année, tirée par les dépenses de consommation et la relance de la demande extérieure, dans un contexte de levée progressive des restrictions, d'épargne accumulée et d'afflux des fonds européens. Le PIB réel, dont la croissance est estimée à 6,5% en 2021, devrait retrouver son niveau d'avant-crise en 2023.

### Une inflation tirée par les prix de l'énergie



Source : Eurostat, SG Études économiques et sectorielles

### Vers une reprise très progressive



Source : SG Études économiques et sectorielles

La demande des consommateurs devrait rebondir fortement en 2021. Le débouclage des mesures sanitaires renforcera la confiance des ménages et soutiendra ainsi la croissance des dépenses privées. L'évolution positive du marché du travail et la normalisation progressive des comportements d'épargne devraient également stimuler la consommation.

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. Les nouvelles exigences d'entrée pour les touristes en provenance de marchés importants comme le Royaume-Uni depuis juillet pèseront sur la reprise du secteur (15% du PIB). Ainsi, les flux touristiques seront loin de retrouver leurs niveau pré-crise : 45 Mn de touristes étrangers sont attendus cette année, contre 85 Mn en 2019, selon les projections du Ministère du Tourisme.

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 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, entièrement financé par les subventions européennes NGEU, totalise 69,5 Mds EUR (5,6% du PIB) sur trois ans. Un premier paiement de 9 Mds EUR a été versé par la Commission européenne mi-août, alors que le gouvernement a déjà alloué 27 Mds EUR à des projets d'investissement dès cette année par anticipation des fonds budgétés. Ces liquidités donneront une nouvelle impulsion à la reprise économique, notamment en 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

L'inflation devrait nettement s'accroître cette année, en raison de la hausse des prix de l'énergie, de la prévalence d'effets de base et du rebond de la consommation privée. Toutefois, la faiblesse persistante du marché du travail devrait modérer ces

tensions temporaires sur les prix dès l'année prochaine. Après avoir atteint 2,3% en 2021, l'inflation devrait reculer à 1,8% en 2022.

Sur le marché du travail, le rythme des créations d'emplois s'est nettement accéléré depuis la fin de l'état d'urgence le 9 mai, notamment dans les secteurs de services avec la levée des restrictions de déplacement inter-régions. Cela devrait abaisser le taux de chômage dès la fin 2021, attendu à 15,4% dans notre scénario central.

Les risques liés à une hausse de la dette publique seront limités. En effet, le plan de relance de 69,5 Mds EUR s'appuie exclusivement sur des transferts non remboursables de l'instrument NGEU. Ce moindre coût sera accompagné par la suppression des régimes de chômage partiel (octobre 2021) côté dépenses et l'augmentation des rentrées fiscales (lié à la reprise de l'activité) côté recettes. 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.

Au-delà de cette année, la reprise du tourisme devrait graduellement 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.

Espagne	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	2,0	-10,8	6,5	5,5	4,0	1,5	2,0	2,5	1,8	2,0
Inflation, %	0,8	-0,3	2,3	2,2	1,8	1,5	1,0	0,9	1,4	1,3
Chômage, %	14,1	15,6	15,4	15,6	15,4	16,9	15,3	16,7	15,1	16,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,9	-11,9	-8,1	-10,6	-6,5	-10,7	-5,8	-8,8	-5,5	-7,7
Dette publique, % du PIB	96	118	118	121	118	127	120	131	122	133

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ROYAUME-UNI

- La poursuite du rebond de l'économie constaté au T2-21 est contrariée par une recrudescence de la pandémie depuis l'été.
- L'inflation augmentera dans les prochains trimestres du fait d'effets de base mais son caractère transitoire ne devrait pas conduire la Banque centrale à resserrer sa politique monétaire à court terme.
- Les effets d'hystérésis de la crise, notamment sur le marché du travail, et les conséquences du Brexit pèsent sur la croissance potentielle.

Dans un contexte de réouverture progressive de l'économie après une campagne de vaccination réussie, l'économie britannique a fortement rebondi au T2-21 (+4,8 % par rapport au T1), tirée par la consommation des ménages (+9,1 % par rapport au T1). En dépit de ce rebond, le niveau de production au Royaume-Uni demeure très inférieur à son niveau d'avant crise (-4,4 % par rapport au T4-19) et se distingue des principaux autres pays développés qui ont d'ores et déjà recouvré une plus large part de leur production.

### La reprise britannique est plus lente

PIB en volume dans les pays développés

100 au T4-19; dernier point = T2-21

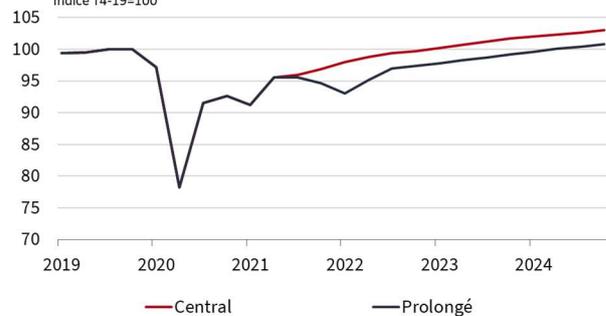


Source : ONS, Fed, Eurostat

### Le rétablissement complet prendra du temps

Royaume-Uni - PIB en niveau

Indice T4-19=100



Source : SG Recherche économique et sectorielle

Les données d'enquête suggèrent une décélération de la reprise de l'économie au T3-21. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) indiquait 55,3 en août, contre 62,9 en mai. Dans le même temps, le volume des ventes de détail au Royaume-Uni a baissé de 2,5 % en juillet par rapport au mois de juin. Les dernières enquêtes PMI et les ventes de détail reflètent la résurgence de la dynamique épidémique depuis le début de l'été. Ce rebond épidémique affecte l'économie du fait du nombre de personnes identifiées par les applications de *tracking* des autorités de santé comme « cas contact » et devant s'isoler ; cette épidémie de notifications – ou *ping* d'où le

néologisme *pingdemic* - pèse sur les heures travaillées et la demande dans le secteur des services depuis juin.

L'inflation devrait continuer d'augmenter au T3-21 du fait d'effets de base avant de se normaliser au cours de 2022. 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 comme les baisses temporaires de TVA dans le secteur des loisirs, de l'hôtellerie et de la restauration. Les derniers indices PMI indiquent que les pressions sur les coûts augmentent à un rythme sans précédent depuis 13 ans, les producteurs 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 cependant 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 ces facteurs temporaires seront atténués par les dynamiques sur le marché du travail résultant de l'effet d'hystérésis de la pandémie et par la politique budgétaire qui commencera à être moins en soutien de l'économie.

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 août, le taux directeur est resté inchangé à 0,1% et le montant cible du programme d'assouplissement quantitatif est resté à 895 Mds GBP. Le MPC avait annoncé une décélération du rythme des achats d'actifs en mai, de 4,4 Mds GBP par semaine à 3,4 Mds GBP, 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 globalement accommodante dans les prochains trimestres, notamment au travers des investissements publics, mais les mesures de soutien vont commencer à s'éteindre dès l'automne 2021 et les impôts augmenteront à partir de 2023. Le dispositif de chômage partiel et l'aide aux indépendants s'interrompent à la fin du mois de septembre 2021, tout comme la majoration des allocations chômage tandis que l'exonération des frais de transaction immobilière a déjà été baissée en juillet et se terminera à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2021, engendrant une baisse du dynamisme des prix de l'immobilier résidentiel en juillet. L'investissement des entreprises sera stimulé par le mécanisme de suramortissement, dit de *super-deduction*, mais en partie au détriment des investissements ultérieurs qui auront été anticipés. Cette mesure sera suivie d'une hausse de 25 Mds GBP par an de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu. L'augmentation de l'impôt sur les sociétés en 2023, qui passera de 19% à 25%, devrait rapporter à elle seule 17 Mds GBP par an.

Mesures « <i>above the line</i> » adoptées entre 2020 et 2021	Mds GBP
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Dépenses publiques :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Services de santé, autorités locales, mesures sociales pour les personnes vulnérables, mesures à destination du rail</li> </ul> </li> </ul>	127
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Dispositif de sauvegarde l'emploi :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ - Chômage partiel</li> <li>▪ - Mesures d'aide pour les indépendants</li> <li>▪ - Bonus de maintien dans l'emploi</li> </ul> </li> </ul>	73
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Paquet de mesures sociales :</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ - Crédit universel - seuil de revenus minimaux</li> <li>▪ - Augmentation du crédit universel de 20£</li> <li>▪ - Suppression du délai de carence</li> <li>▪ - Modification de l'allocation logement</li> </ul> </li> </ul>	8
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Mesure de soutien aux entreprises</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ - Transferts directs aux PME</li> <li>▪ - Annulation de l'impôt foncier des entreprises</li> </ul> </li> </ul>	66
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Prolongation des mesures de soutien en 2021</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ - Soutien à l'emploi, crédit universel, soutien aux entreprises</li> </ul> </li> </ul>	132
<b>Total</b>	<b>406</b>
% du PIB	<b>19,3%</b>

Plan de relance en 2021	Mds GBP
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Build Back Better</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ - Investissement dans le haut débit, les routes, les chemins de fer et les villes.</li> </ul> </li> </ul>	100
<b>Total</b>	<b>100</b>
% du PIB	<b>4,8%</b>

Le recours au dispositif de chômage partiel continue de masquer la situation sur le marché du travail. Avec près de 2 millions d'emplois toujours concernés au début de l'été, le dernier taux de chômage publié (4,8 % en juillet 2021) 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 différents dispositifs ciblant l'emploi, nous prévoyons que le taux de chômage augmentera et culminera à 6,9 % au T4-21 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 dépensera 110 % en 2024 dans notre scénario central. La dette des entreprises a également cru, 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 leur capacité d'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 certaines activités 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 de commerce indiquent une réallocation d'une partie du commerce avec l'UE vers des pays hors UE depuis le début de 2021, notamment en matière d'import. La volatilité de ces données 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 concomitamment enregistré de fortes perturbations liées au 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 en sera négativement affectée dans les prochains trimestres.

Royaume-Uni	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,4	-9,8	5,6	4,9	4,3	1,4	2,0	3,0	1,5	1,8
Inflation, %	1,8	0,9	1,8	1,7	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
Chômage, %	3,8	4,6	5,8	5,9	6,3	7,0	5,4	6,1	4,9	5,4
Solde budgétaire, % du PIB	-2,3	-12,3	-10,3	-11,3	-9,3	-10,1	-6,1	-6,6	-4,5	-4,8
Dette publique, % du PIB	85	102	106	108	109	114	110	115	111	115

Central = Scénario central

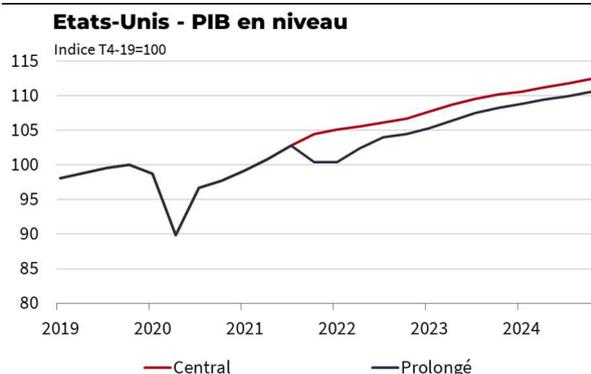
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## ÉTATS-UNIS

- **L'économie américaine reste dynamique dans un environnement de réouverture de l'économie et de *policy-mix* expansif.**
- **L'inflation devrait rester élevée au cours des prochains mois en raison de la dynamique de réouverture et des problèmes d'offre.**
- **Compte tenu de la dynamique de croissance et inflation, la Fed devrait annoncer le *tapering* au T4-21 et normaliser les taux en 2023.**

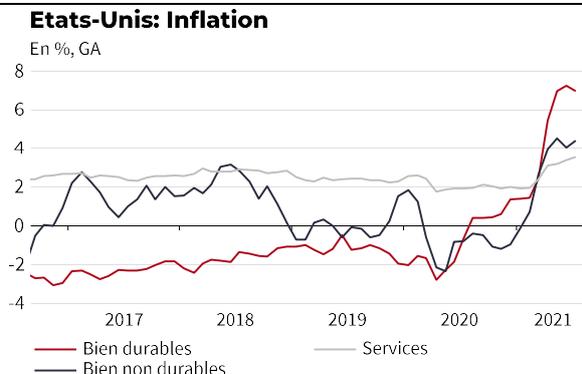
L'économie américaine reste très dynamique, reflétant aussi la poursuite d'un *policy-mix* expansionniste. La croissance du PIB s'est établie à 6.5% au T/T annualisé au T2-21, se retrouvant ainsi au-dessus de son niveau d'avant crise, avec une forte progression de la consommation et de l'investissement des entreprises. En effet, la consommation des ménages a progressé de 11.8% T/T annualisé avec un fort rattrapage de la consommation des services, dans un environnement de réduction des mesures sanitaires et de forte progression des revenus des ménages lié aux plans de soutien et la reprise du marché de l'emploi. L'investissement non résidentiel continue aussi sur une bonne tendance (8% T/T annualisé) dans un contexte de conditions financières favorables et de forte demande anticipée. Les différents goulots d'étranglement liés à la crise sanitaire (pénuries de semi-conducteurs et autres facteurs de production, réarmement des chaînes de production) ont néanmoins contribué négativement à la croissance. En effet, en très forte croissance, l'investissement résidentiel s'est contracté au T2-21 en raison des pénuries de matières premières et d'offre de travail. Dans le même sens, le commerce international continue de contribuer négativement à la croissance séquentielle alors que les stocks affichent un deuxième trimestre consécutif de contraction.

### L'activité a retrouvé rapidement son niveau d'avant crise



Source : SG Études économiques et sectorielles

### Des effets transitoires tirent l'inflation



Source : BLS, SG Études économiques et sectorielles

La croissance économique devrait rester très dynamique et le PIB devrait rattraper son niveau tendanciel pré-pandémie en 2022 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. Pour les ménages, l'amélioration progressive du marché du travail et le surplus significatif d'épargne (estimé à 8% du PIB) résultant des différents plans de relance, devraient se traduire par la poursuite du dynamisme de la consommation au cours des prochains trimestres.

Du côté des entreprises, leur taux de marge s'est rapidement redressé grâce aux subventions du gouvernement (900 mds USD de prêts non remboursables), alors que les 450 mds USD prévus par le plan de relance du T1-21 pour les collectivités locales à des fins d'investissement ainsi que les perspectives d'adoption du plan d'infrastructure d'ici l'automne devraient aider les dépenses en capital à rester soutenues. Au total, le PIB devrait progresser 6.3% en 2021 et 4% en 2022. En cas de forte dégradation de la situation sanitaire, la reprise serait plus modeste en 2021 avec 5.3% de croissance et 2% en 2022.

L'inflation est significativement partie à la hausse. Elle 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 5.2% au mois de juillet et l'inflation sous-jacente a atteint 4,2%, son niveau le plus élevé depuis 2006. Cette forte poussée inflationniste reflète d'une part le redressement des prix de l'énergie. D'autre part, elle est la conséquence de la forte reprise de la consommation après la levée des restrictions sanitaires alors que l'offre reste perturbée par les effets de la pandémie. Par exemple, le prix de la location des voitures a augmenté de 75% au mois de juillet, et le prix de vente des voitures d'occasion a augmenté de 41% (GA). De même, le prix des locations des résidences secondaires de 24%. 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, d'après la cour des comptes américaine la reprise ne devrait pas s'accompagner de signes de surchauffe persistante, la plupart des mesures de soutien étant de nature temporaire. 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. Néanmoins, compte tenu de la vitesse de la reprise américaine, de la hausse des prix immobiliers et du risque inflationniste en cas de

prolongation des goulots d'étranglement, la Fed devrait annoncer son plan de réduction du programme d'achats d'actifs au T4-21. La première hausse de la fourchette de politique monétaire interviendrait en 2023.

J. Biden a annoncé en mars/avril dernier un plan d'investissement sur les infrastructures et la transition énergétique de 2 250 mds USD et un autre plan de 1 800 mds USD pour augmenter diverses prestations sociales. Les deux plans s'étaleraient sur 8 ans et seraient financés en partie par des hausses de la fiscalité sur les entreprises et sur les ménages à fort revenus.

Le Congrès débat actuellement le plan d'infrastructure où un compromis préliminaire a été trouvé entre le parti Démocrate et Républicain pour 550 mds USD sur les 5 prochaines années et qui ne concernerait que les infrastructures classiques (autoroutes, ponts, aéroports, utilities), laissant ainsi de côté les principaux éléments du plan Biden pour la transition énergétique (comme les subventions pour les voitures électriques). Si un accord de principe a été trouvé, il n'est pas garanti que cet accord soit effectivement voté. Pour être voté, une majorité de 2/3 est nécessaire au Sénat et de nombreux sénateurs Républicains et Démocrates ont exprimé beaucoup de réserves. Parallèlement, un groupe de sénateurs Démocrates a annoncé un accord de principe pour un plan de 3 600 mds USD, qui comprend les principaux points des deux plans Biden (infrastructure et prestations sociales). L'ensemble des sénateurs Républicains se sont déjà opposés à ce plan, ce qui obligerait les Démocrates à passer par la procédure de « conciliation » qui est elle aussi loin d'être assurée.

En effet, même si la procédure de « conciliation » permet l'adoption de mesures budgétaire avec une simple majorité (50%+1), le camp démocrate compte 50 sénateurs sur 100 et certains ont exprimé des réserves quant à ce plan de 3 600 mds USD. Globalement, l'adoption des plans de dépenses de Biden reste assez incertaine. S'il n'y a pas de deadline officielle, J. Biden compte sur un débat au cours des prochaines semaines et avant la pause estivale. Enfin, compte tenu de la courte majorité des Démocrates, quel que soit le plan finalement adopté, il a de fortes chances d'être inférieur à celui qui sera initialement proposé.

Les principaux risques pour l'économie américaine sont une prolongation de la crise sanitaire et une forte correction des marchés financiers. Le début rapide de la campagne de vaccination a permis à l'économie américaine de réduire rapidement le nombre de cas et hospitalisations et ainsi réduire également les mesures restrictives. Cependant, le ralentissement de la campagne de vaccination et l'augmentation rapide du nombre des cas/hospitalisations dans certains États liée au variant Delta risquent de retarder la normalisation de l'économie. Le deuxième risque est celui d'une correction forte des marchés financiers. Dès l'annonce initiale de la taille du plan de soutien de Biden et la forte reprise des prix de l'énergie, les taux obligataires à long terme avaient augmenté, les marchés pariant alors 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 des actions. Ainsi, une inflation qui resterait bien au-dessus de 2% au delà de l'automne pourrait resserrer les conditions financières au moment où la reprise de l'emploi n'est pas encore amorcée.

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

	CARES act (2020)	CRRSA act (2021)	ARP act (2021)
<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>1 000</b>
Hausse et extension des allocation chômage	500	120	400
Chèques et rabais fiscaux	290	166	600
Autres	42	51	
<b>Éducation</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>
<b>En % du PIB</b>	<b>13,2</b>	<b>4,0</b>	<b>8,2</b>

États-Unis	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	2,2	-3,5	6,3	5,3	4,0	2,0	3,0	4,0	2,3	2,6
Inflation, %	1,8	1,3	4,0	3,9	2,7	2,0	2,2	2,0	2,1	2,3
Chômage, %	3,7	8,1	5,7	8,5	4,4	5,0	4,1	4,0	3,7	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-15,4	-16,1	-16,1	-7,5	-9,4	-5,1	-6,1	-4,5	-5,0
Dette publique, % du PIB	80	104	109	107	111	113	111	114	110	115

Central = Scénario central

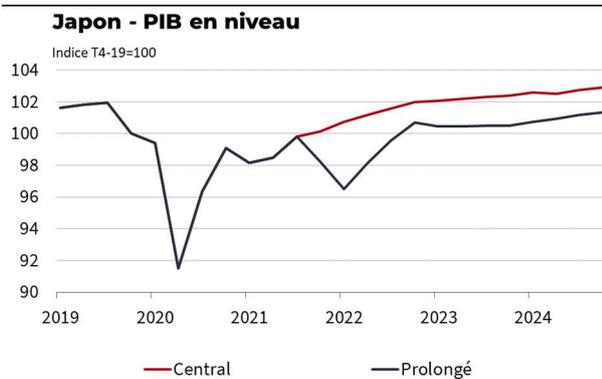
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

# JAPON

- **La reprise reste perturbée par différentes vagues de Covid19.**
- **L'inflation demeure négative.**
- **La relance fiscale considérable de 2020-2021 verra son impact échelonné dans le temps, la dette publique augmente.**

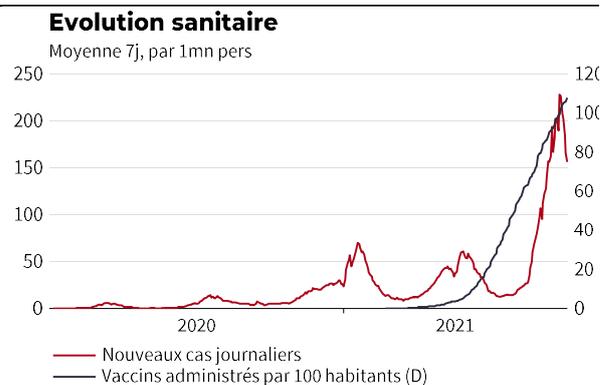
Le pays connaît un taux d'infection sans précédent en août 2021 après être affecté par une vague de Covid19 chaque trimestre depuis le début 2021. Les incertitudes inhérentes à la pandémie ainsi qu'une campagne de vaccination tardive empêchent une reprise franche de la machine économique. Le rebond modéré serait ainsi étalé sur 2021 et 2022.

## Une reprise retardée du PIB



Source : SG Études économiques et sectorielles

## Une élévation d'infections sans précédent



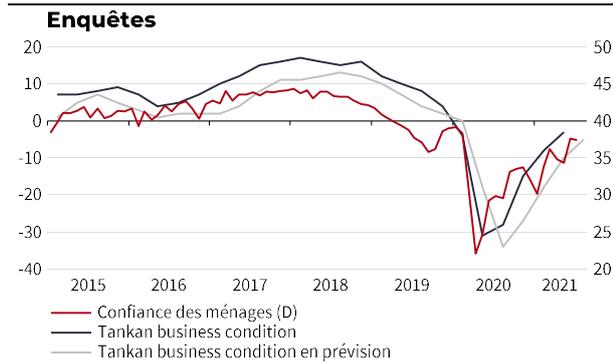
Source : Our World in Data, SG Études économiques et sectorielles

Un état d'urgence est étendu à 19 préfectures sur 40 jusqu'au 30 septembre. En outre, la campagne de vaccination ayant débuté tardivement, le taux de vaccination (à 40%) est le plus faible parmi les pays du G7. Les incertitudes sanitaires continuent ainsi de laisser leur empreinte sur la vigueur de reprise.

La confiance des ménages se rétablit progressivement par palier, mais elle reste encore assez faible. Tant qu'un seuil critique d'immunité collective n'est 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.

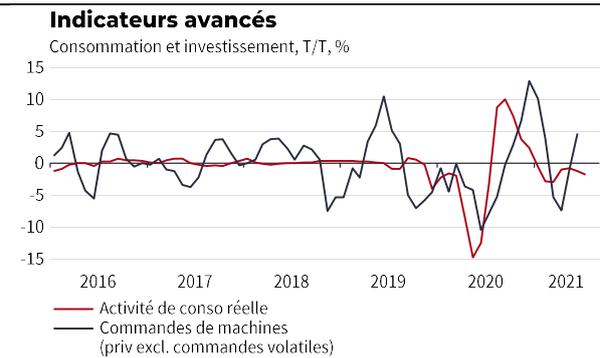
Du côté des entreprises, le pessimisme prédomine encore le moral selon les dernières enquêtes Tankan. Même si la perception de la conjoncture s'améliore au T2, les indices restent en-deçà de zéro – indiquant que l'environnement économique est jugé davantage défavorable. Les commandes domestiques d'équipements par les entreprises ont certes progressé, mais la dynamique ne semble pas présager un rebond franc d'investissement.

## La faible confiance des agents économiques...



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

## ... impacte l'activité économique

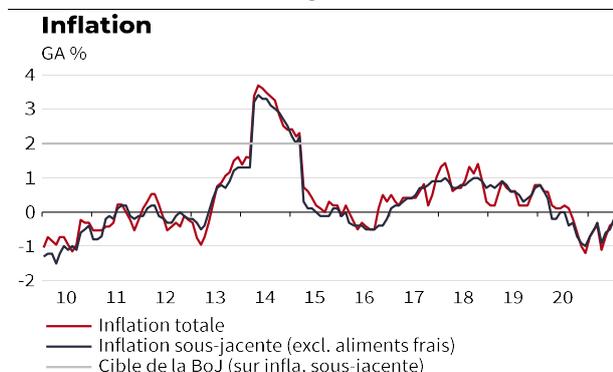


Source : Datastream Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

La difficulté à 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 sera alors impacté, et l'objectif de reflation devient encore plus difficile à atteindre. L'inflation était bien négative pendant les sept premiers mois de l'année. Même si elle devrait enfin augmenter durant le reste de l'année en raison d'une (très) partielle transmission de la hausse des prix internationaux des matières premières, elle demeurerait faible.

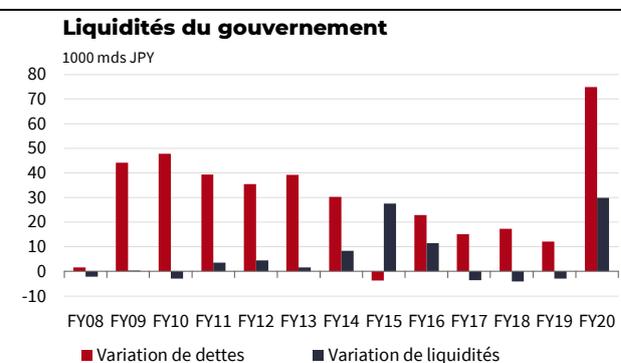
Devant un tel risque, un budget supplémentaire est en discussion. L'effort de relance fiscale était déjà considérable en année fiscale 2020-2021. Cependant, un montant exceptionnel de fonds levés via l'émission de dettes n'a pas été entièrement dépensé, les liquidités que le gouvernement a accumulées étant également exceptionnelles. Ces liquidités vont alors aider à assurer l'implémentation des mesures de relance qu'elles soient nouvellement annoncées ou une reprise de celles non réalisées. La politique fiscale reste accommodante.

## L'inflation demeure négative



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

## Le stimulus bénéficiera l'année 2021-2022



Source : Datastream Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Du côté monétaire, l'objectif de maintenir les conditions de financement extrêmement favorables n'a pas changé malgré quelques modifications mineures 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 en explicitant une bande de fluctuation des taux longs assez large à +/- 0.25%.

Mesures budgétaires	Taille jpy/1000mds
Subvention aux PME, indépendants et travailleurs en chômage partiel	7,1
Distribution de revenu aux ménages (JPY 100 000 par pers)	12,8
Subventions de loyer pour les entreprises	2,0
Dépenses dans le système médical	7,3
Dépenses dans les installations publiques	4,7
Autres dépenses pour amélioration structurelle de l'économie	10,7
Facilités de prêt aux entreprises	11,6
Subvention de dépenses de voyage et d'événement de loisir ( <i>Go-to campaign</i> )	2,7
Réserves de prévention contre futures épidémies	10,0
Programme de digitalisation et de neutralité carbone	2,8
Mesures visant à améliorer la productivité (aide aux PME, à la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, etc.)	2,4
Aide à l'emploi et au bien-être de la population	5,4
Dépenses sur la prévention des désastres et la sécurité	3,1
<b>Total</b>	<b>82,5</b>
% PIB	14,8%

Enfin, le ratio de dette sur PIB s'approchant de 250% du PIB pose la question de la 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 avec la très grande majorité (90%) de dette détenue par les investisseurs domestiques, dont la BoJ, le décalage répété du calendrier de consolidation fiscale pourrait ultimement affecter la perception du risque des investisseurs.

Japon	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	0,0	-4,7	2,7	2,2	2,3	0,1	0,8	1,8	0,5	0,6
Inflation, %	0,5	0,0	-0,2	-0,3	0,9	0,4	0,6	0,8	0,5	0,6
Chômage, %	2,3	2,8	2,9	2,9	2,7	3,0	2,7	2,8	2,6	2,7
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-12,6	-9,4	-9,4	-3,8	-3,8	-2,5	-2,5	-2,3	-2,3
Dette publique, % du PIB	235	256	256	256	254	254	253	253	253	253

Central = Scénario central

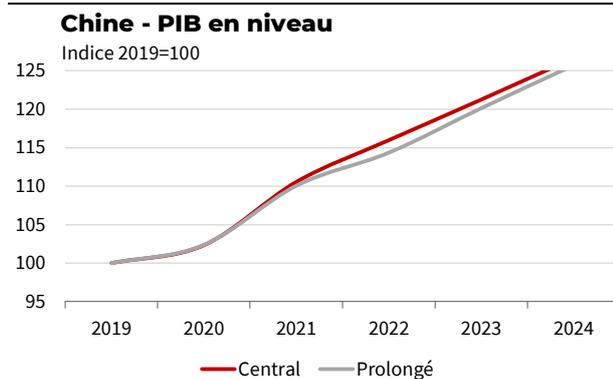
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

# CHINE

- **La vigueur de la reprise est en train de s'atténuer...**
- **... suscitant le retour prudent du soutien en *policy-mix*.**
- **Le risque de crédit est gérable, mais sera un sujet de préoccupation pour le marché.**

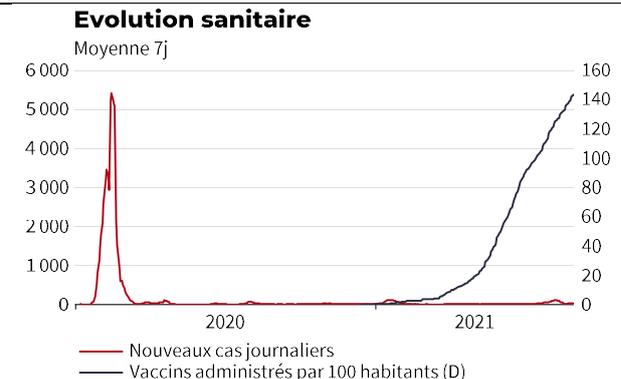
La vigueur de la reprise économique est en train de s'atténuer. Un retour prudent des mesures de soutien à la croissance viendra compenser la perturbation liée au resurgissement des infections Covid19 et le frein dû à la normalisation du stimulus précédent. La croissance reviendra progressivement sur sa tendance de long terme dans les années suivantes, c'est-à-dire à un niveau inférieur à la période pré-Covid19.

## Une crise prolongée nécessiterait la réactivation du soutien



Source : SG Études économiques et sectorielles

## La crise sanitaire est maîtrisée sous la stratégie de « zéro Covid19 »



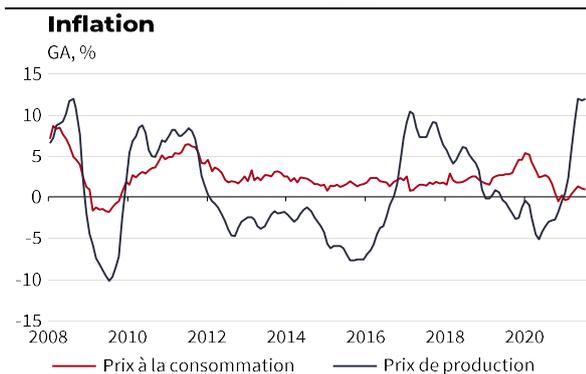
Source : Our World on Data, SG Études économiques et sectorielles

Malgré une campagne de vaccination avancée (1,4 doses injectées par habitant), la Chine continue d'appliquer la stratégie dite « zéro Covid19 ». Ainsi, de stricts contrôles sont maintenus en place à la frontière et dès l'apparition des premiers cas domestiques. L'ampleur des contaminations est vite circonscrite mais des perturbations de la vie économique sont inévitables même si elles sont de courte durée.

De plus, l'impact du désendettement (entamé dès le T4 20) commence à se matérialiser. À cela s'ajoute une marge compressée des entreprises de petite et moyenne taille due à la montée des prix de production accompagnée d'une absence d'inflation des biens à la consommation.

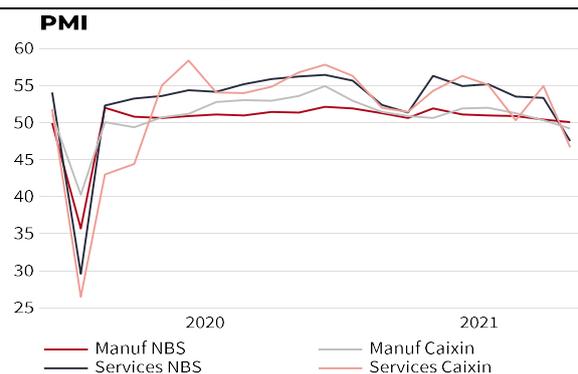
Dans ce contexte de risque de ralentissement croissant, un retour des mesures de soutien se dessine.

## Une compression de marge pour les PME



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

## La baisse de la vigueur de reprise



Source : NBS, Caixin, SG Études économiques et sectorielles

## Mesures budgétaires

	Taille CNY/mds
<b>2020</b>	
Obligations spéciales des gouvernements locaux	3 500
Obligations spéciales du gouvernement central	1 000
Hausse des dépenses générales du gouvernement et de la sécurité sociale*	600
Reduction des charges de sécurité sociale et des impôts*	1 500
<b>Total</b>	6 600
% PIB	6,5%
<b>2021</b>	
Obligations spéciales des gouvernements locaux	3 650
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>	4 750
	4,3%

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

La banque centrale a abaissé le taux de réserves obligatoires de 50pb en juillet sans changer de tonalité sur la conduite de la politique monétaire. Il s'agit pourtant d'un premier signe mettant en avant une politique pro-croissance versus une politique visant à réduire le risque lié à l'endettement.

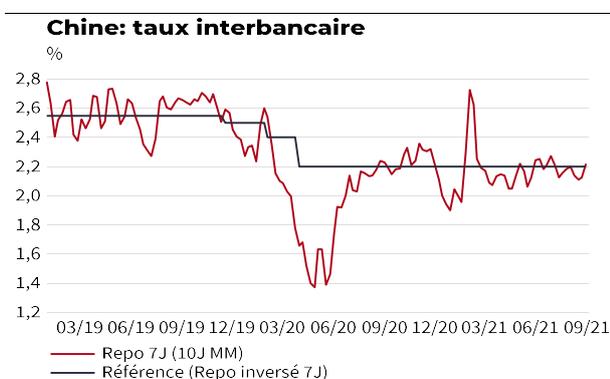
Les décideurs du *policy-mix* ne souhaitent pas envoyer de signal fort sur une éventuelle relance. Dans les faits, peu d'annonces de mesures seraient attendues alors que le soutien peut s'intensifier.

Du côté monétaire, le taux de financement interbancaire étant déjà faible, la croissance du crédit est contrainte par les directives sectorielles. Ces dernières auront un impact plus significatif sur la croissance du crédit et elles peuvent être manœuvrées avec ou sans communication publique. Un relâchement relatif des restrictions de prêt concernant par exemple les plateformes de financement des gouvernements locaux serait une possibilité.

Du côté fiscal, la frugalité du S1 va permettre une plus grande marge de manœuvre au S2. Les collectivités locales sont dotées d'un quota de 3650 milliards de yuans pour émettre des obligations spéciales finançant principalement l'investissement en infrastructure. Durant le S1, seul un tiers du quota a été utilisé. Ce qui laisse des possibilités de relance sans mesures supplémentaires.

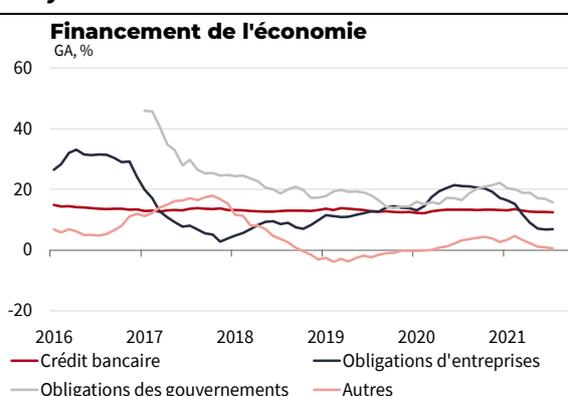
Cependant, passer à des mesures plus expansionnistes implique un endettement plus lourd aux collectivités locales au sens large alors que réduire leur risque lié à leurs dettes est aussi une priorité. Prise dans un dilemme, la politique de soutien devrait être prudente. Ce qui permettrait d'éviter un ralentissement trop fort et un surcroît de dettes. Le fait qu'aucune mesure de relance n'ait été annoncée à ce stade corrobore notre hypothèse de travail.

### Le taux interbancaire normalisé



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

### Le cycle du crédit retombe



Source : PBoC, SG Études économiques et sectorielles

Le robinet de crédit n'étant pas entièrement ouvert, le risque de crédit reste d'actualité. La banque centrale et d'autres régulateurs veilleront afin de contrôler le risque de liquidité ainsi que le risque systémique.

Chine	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	6,0	2,3	8,0	7,5	4,9	3,9	4,6	5,1	4,5	4,7
Inflation, %	2,9	2,5	1,1	1,0	2,1	1,4	2,3	2,4	2,3	2,3
Solde courant, % du PIB	0,7	1,8	1,9	1,9	1,8	2,0	1,8	1,8	1,6	1,6
Solde budgétaire, % du PIB	-3,1	-4,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Dettes publiques, % du PIB	39	46	44	44	44	45	44	45	44	45

Central = Scénario central

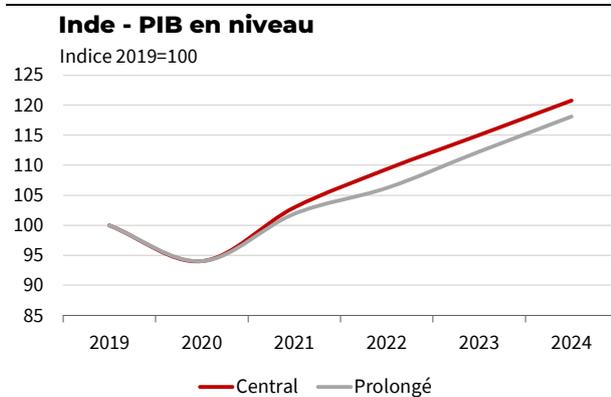
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

# INDE

- **Les incertitudes sanitaires pèsent sur la vigueur de reprise.**
- **La marge de manœuvre fiscale est limitée, la transmission de la politique monétaire partielle.**
- **Le système financier reste vulnérable.**

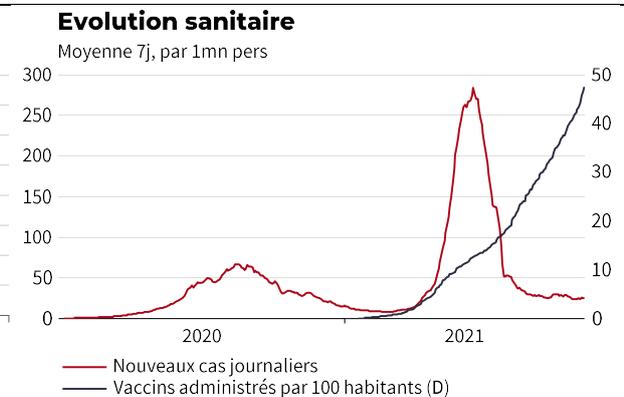
L'incertitude d'une troisième vague de la pandémie pèse sur la reprise, cette dernière étant déjà entravée par une vague sévère au T2 2021. L'activité se normalisera une fois l'impact de la Covid19 atténué, et sa dynamique convergera vers une tendance de long terme fragilisée par des problèmes structurels.

## Une croissance plus faible après la reprise



Source : SG Études économiques et sectorielles

## Une vaccination qui progresse lentement

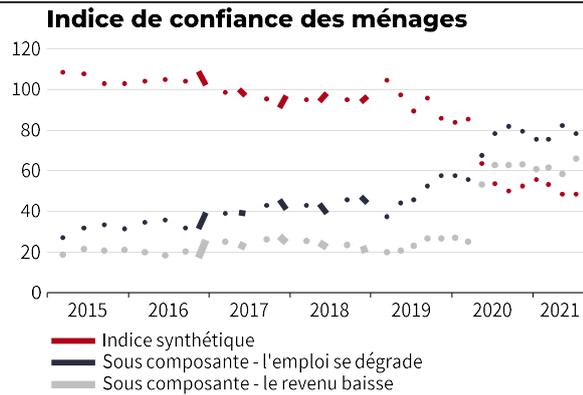


Source : Our World in Data, SG Études économiques et sectorielles

Le taux de vaccination s'approche de 50 pour 100 habitants. La progression de la campagne dépend de la disponibilité des vaccins et du degré d'hésitation qui semble être plus élevé en zone rurale. Les restrictions sanitaires étant levées dans le pays, une possible troisième vague constitue une menace à la trajectoire de la reprise déjà perturbée. Les vulnérabilités pourraient alors s'aggraver, ce qui nuirait au potentiel de croissance.

La confiance des ménages demeure faible. Cela reflète probablement un marché d'emploi peu dynamique. Même pendant l'accalmie qui a suivi la fin de la deuxième vague, 78% de répondants à l'enquête de confiance de la RBI pour le mois de juillet 2021 pensaient que leur situation d'emploi se dégradait et 66% disent que leur revenu est plus faible. L'indice de confiance des consommateurs, déjà à un niveau historiquement faible, continue de se détériorer. Cette faiblesse de moral sur la durée est un frein au retour à la normale de la consommation lorsque la situation sanitaire s'améliorera.

## La confiance des ménages se dégrade



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

## L'inflation contraint l'espace monétaire

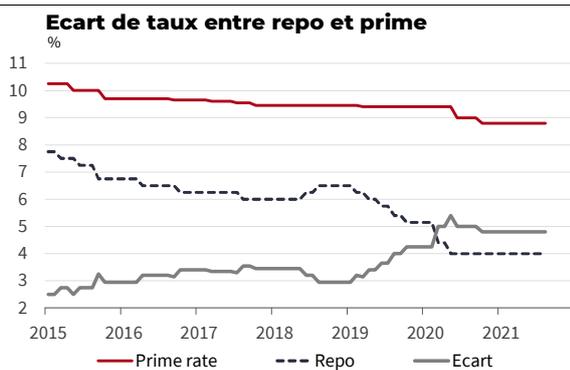


Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

De plus, les problèmes structurels continuent de restreindre la capacité des politiques économiques de soutenir la croissance.

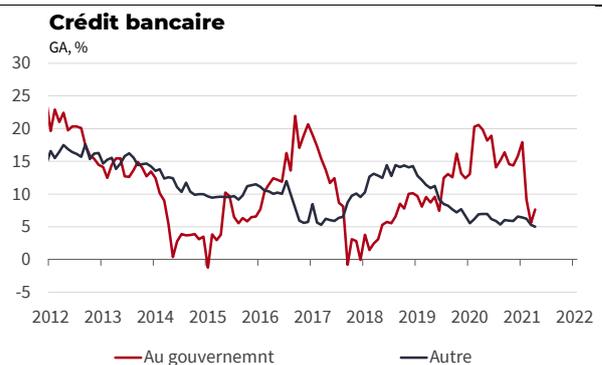
D'abord, la marge de manœuvre du gouvernement à stimuler l'économie est érodée avec un ratio de dette publique devenu proche de 90% du PIB. Le plan de relance de 2020 n'est en réalité que peu ambitieux (moins de 3% du PIB en dépenses réelles). Le budget de l'année fiscale 2021-2022 prévoit 1% de progression pour les dépenses mais une hausse de 15% pour les revenus. Malgré cette frugalité prévue dans le budget de l'Union, le déficit fiscal devrait rester conséquent, montrant à quel point une politique de relance est contrainte.

## 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 7,5% au T1 2021. Mais ce ratio, selon la RBI, est appelé à augmenter à 9,8% en mars 2022 selon un scénario de croissance du PIB à 9,5% sur l'année fiscale 2021-2022. Les banques publiques, représentant 60% des

actifs bancaires du pays, auraient un ratio de NPL allant de 9,5% à 12,5%. Les actifs non performants pèsent sur la capacité des banques à prêter, non seulement en termes de prix avec une inertie de taux d'intérêt alors que le taux directeur a abaissé de 2019 à la crise de la Covid19 ; c'est aussi en termes de quantité avec une croissance de crédit au secteur non gouvernemental qui décélère depuis 2019. De plus, en 2021, l'inflation est proche de la borne haute de la cible de politique monétaire (2-6%), contraignant l'espace monétaire de la RBI.

Mesures	Taille* inr/mds
Stimulus annoncé en mars basé sur <i>Pradhan Mantri Garib Kalyan Package</i> (programme visant à soutenir les ménages à faible revenu, par ex, versement de liquide ou en nature)	910
Paiement de contribution à l'EPF ( <i>Employment Provident Fund</i> ) par le gouvernement pendant 6 mois. Baisse du taux de contribution obligatoire.	93
Réduction de 25% des taux d'imposition sur TDS ( <i>Tax Deducted at Source</i> ) & TCS ( <i>Tax Collection at Sources</i> )	500
Distribution des aliments aux travailleurs migrants (80 mn concernés)	35
Proposition dans le cadre du CAMPA ( <i>Compensatory Afforestation Fund Management and Planning Authority</i> ) pour créer des postes de travail aux tribus	60
Investissement en agriculture	150
Investissement dans 8 secteurs critiques (charbon, minerais, défense, espace aérien, infrastructure sociale, distribution d'électricité, aéronautique et énergie nucléaire)	481
Investissement public supplémentaire	370
Programme d'incitation à la production dans 13 secteurs prioritaires (dépenses sur 5 ans)	1 479
Hausse de subventions de fertilisants	555
Aide à la construction du logement urbain	185
<b>Total</b>	<b>4 818</b>
% PIB	2,6%

\*estimation de dépenses fiscales

Inde	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	4,0	-6,0	9,5	8,4	6,2	4,2	5,2	5,7	5,0	5,2
Inflation, %	4,8	6,2	5,6	5,4	4,6	4,1	4,2	4,5	4,1	4,3
Solde courant, % du PIB	-0,9	1,0	-1,2	-1,2	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-2,0	-2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-12,3	-10,0	-10,0	-9,1	-10,3	-8,4	-8,0	-8,0	-7,8
Dette publique, % du PIB	74	90	87	87	86	86	86	86	85	85

Central = Scénario central

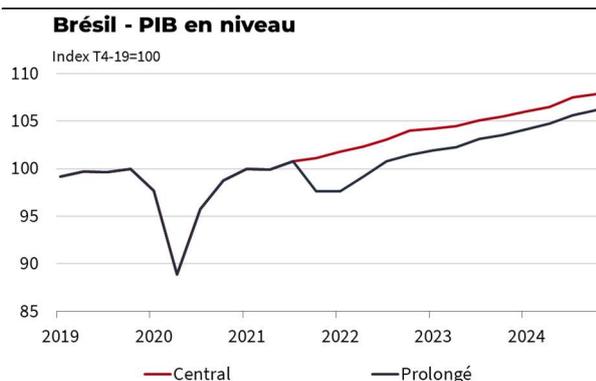
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## BRESIL

- **L'activité a retrouvé rapidement son niveau d'avant crise mais elle devrait ralentir en raison d'une consommation privée morose.**
- **La BCB a poursuivi son resserrement les conditions monétaires face à la forte accélération de l'inflation.**
- **Le principal risque est un ajustement budgétaire désordonné car les paramètres de la dette publique se sont détériorés.**

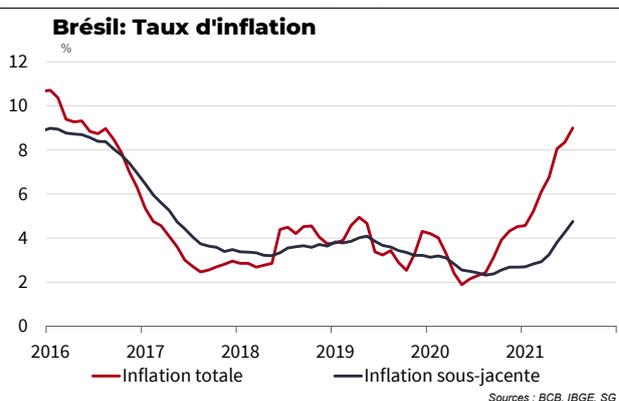
L'économie rebondit après le choc grâce à un soutien budgétaire important et à une demande extérieure résistante. Le PIB réel a stagné au T2-21 (12,4% en GA mais 0% en T/T), reflétant l'atonie de la demande domestique. En effet, après un fort redressement en début d'année, l'investissement s'est contracté au T2-21 (-3.6% T/T, +32% en GA) du fait du resserrement des conditions financières. La consommation privée reste stagnante au cours de l'année dans un environnement 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. Le secteur externe reste ainsi le principal facteur de soutien à l'économie. Les exportations ont progressé de 9% T/T (14% en GA) principalement sur fond de hausses des prix des produits agricoles et miniers.

### Le PIB a retrouvé son niveau d'avant crise soutenu par les prix des matières premières



Source : SG Études économiques et sectorielles

### Une forte remontée de l'inflation tiré par les prix alimentaires et énergétiques



Source : BLS, SG Études économiques et sectorielles

Après une contraction de 4,1% en 2020, l'économie devrait croître de 5.6 % 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 que 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 de la Covid-19, le gouvernement fédéral n'a pas mis en œuvre de mesures majeures de distanciation sociale et a annoncé que sa principale politique de santé est la vaccination. Dans le cas d'une crise sanitaire prolongée, la croissance du PIB n'atteindrait que 4,8 % en 2021 et 0,2 % en 2022 pénalisée par un contexte mondial moins porteur et une incertitude plus élevée.

Mesures annoncées	Montant Mds BRL
Hausse des dépenses de santé	2
<b>Transferts vers les chômeurs ou travailleurs du secteur informel de 600 BRL</b>	
	45
13ème salaire pour les retraités	46
Complément de salaires	12,8
Retrait du fond d'épargne (FGTS)	41,5
<b>Hausse des allocations vers la Bolsa Familia</b>	
	2
Hausse des bénéfiques pour le chômage	10
Autres bénéfiques	5
Baisse d'impôts aux entreprises	36
Transferts envers les États	80
Garanties de crédit	319
<b>Total</b>	<b>599,3</b>
<b>En % du PIB</b>	<b>9,0</b>

La dynamique d'inflation a continué à se détériorer de façon marquée au cours des 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 9 % en juillet, se situant ainsi bien au-dessus de la cible de 3,75% de la banque centrale. Une grande partie de ces pressions inflationnistes reflète la forte poussée des prix des produits alimentaires (+13.5% au mois de juillet) mais aussi le fort redressement des prix des transports (+16%) et de l'habitation (+11%). Compte tenu de cette forte accélération, la BCB a décidé de relever son taux directeur de 350 pbs depuis février pour le situer à 5,25% 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 (3% en juillet), l'inflation des biens non échangeables est à 4% et les anticipations d'inflations pour 2022 restent ancrées à 3,5%. Ainsi, compte tenu des 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), de

la faible répercussion du taux de change sur les prix et du fort 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.

Le principal risque pour les perspectives est un ajustement budgétaire désordonné. Compte tenu de la profondeur de la récession en 2020 et de l'ampleur des mesures de relance budgétaire mises en œuvre, la dette publique a augmenté de 74% du PIB en 2019 à 84% en juillet 2021. Les taux d'intérêt sur la dette publique en monnaie locale 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 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 dans les trimestres à venir. Néanmoins, la poussée de l'inflation et le resserrement monétaire commencent déjà à avoir un effet sur les taux en monnaie locale et devraient augmenter la charge de la dette étant donné que celle-ci est à 2/3 indexée sur ces éléments. 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 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 publics. Enfin, la persistance du climat de crise politique, avec des tensions entre M. Bolsonaro et la Cour Suprême ainsi que le Congrès et l'approche de la campagne présidentielle de 2022, pourrait aussi détériorer l'environnement économique.

Brésil	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1.4	-4.1	5.6	4.8	2.3	0.2	2.0	3.6	2.0	2.5
Inflation, %	3.7	3.2	6.8	6.8	4.0	2.6	3.5	3.3	3.3	3.3
Chômage, %	-3.5	-1.8	-0.3	0.5	-0.8	-0.2	-1.5	-1.0	-2.2	-2.2
Solde budgétaire, % du PIB	-5.9	-13.7	-7.5	-10.0	-7.0	-8.0	-6.0	-5.5	-5.0	-5.0
Dette publique, % du PIB	74	89	89	93	91	96	110	98	96	100

Central = Scénario central

Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## RUSSIE

---

- **Le rebond de la croissance est tiré par le secteur des services malgré la recrudescence de la crise sanitaire depuis juin 2021.**
- **L'inflation continue de s'accélérer et a enregistré son plus haut niveau depuis 2016, impliquant un durcissement de la politique monétaire engagé en mars 2021.**
- **Malgré les dépenses accrues en soutien des ménages à l'approche des élections parlementaires de septembre, la politique budgétaire reste conservatrice. Néanmoins, des pressions pour engager une réelle relance notamment à travers les grands projets nationaux augmentent au sein même de l'administration.**

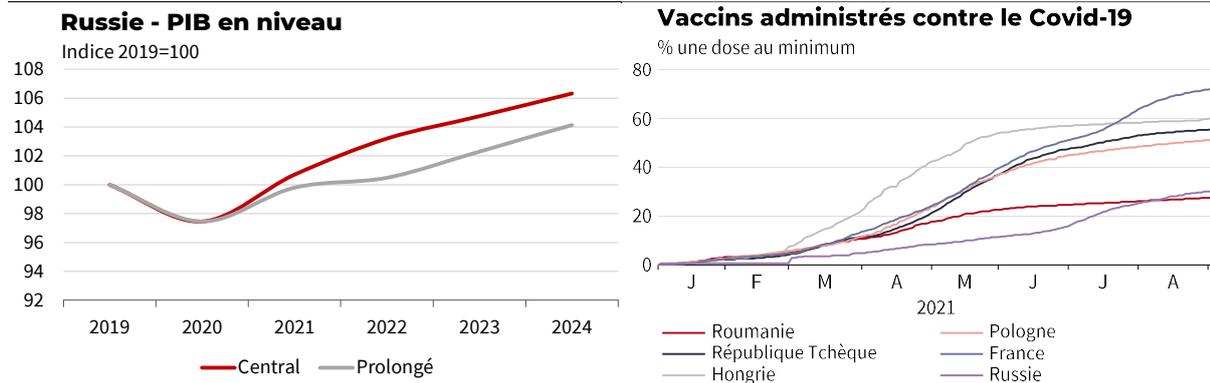
Le rebond économique russe sera limité en 2021-2022 dans un contexte de *policy-mix* restrictif et de sous-investissement persistant.

Grâce à un fort rebond au T2-21 (10,3% en GA) lié à l'effet de base et à la reprise du secteur des services et de la construction, le PIB russe a dépassé son niveau de 2019 en juin 2021. Néanmoins, la croissance pourrait légèrement ralentir sur le reste de l'année du fait d'une recrudescence de la crise sanitaire (troisième vague de Covid19 en juin-juillet 2021) et d'une demande interne toujours contrainte. Le principal moteur de la croissance en 2021 restera la consommation privée. En août-septembre 2021, la hausse des prestations sociales d'environ 1% du revenu annuel des ménages (soutien aux familles avec enfants et aux retraités) soutiendra encore la consommation à l'approche des élections parlementaires de septembre. Ces mesures favorables aux ménages soutiendront la croissance du PIB entre 0,2 et 0,3 pp cette année.

Néanmoins, si l'investissement a été soutenu par un prix du pétrole plus élevé, les restrictions de production dans le cadre de l'accord OPEP+ devraient rester en place au moins jusqu'en 2022. En effet, la réunion de septembre 2021 de l'OPEP+ a confirmé la position prudente dans l'ajustement à la hausse de la production globale mensuelle. Par ailleurs, la lenteur de mise en œuvre du programme des projets nationaux pèsera également sur la dynamique d'investissement.

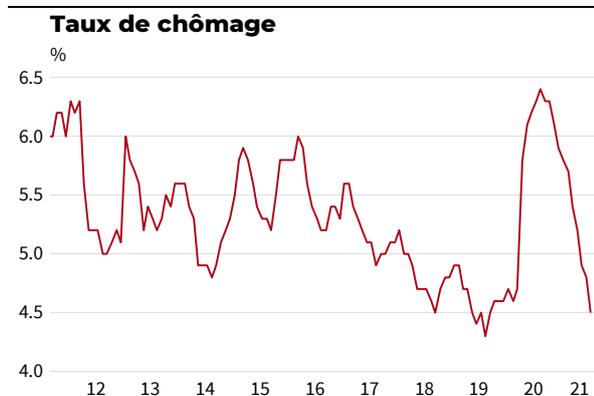
En 2022, la croissance économique ralentira à 2,5%, freinée par un *policy-mix* restrictif et par un sous-investissement persistant. En outre, la reprise en Europe sera longue et les prix du pétrole resteront contraints (65 USD en 2022) en raison de l'augmentation attendue de l'offre mondiale. À moyen terme, la croissance restera atone, autour de 1,5% du fait d'un manque d'investissement et notamment de la lenteur d'implémentation du programme des projets nationaux.

## Le rebond sera limité en raison d'un *policy-mix* ... et d'une reprise de la crise sanitaire dans restrictif, d'un sous-investissement... un contexte de faible couverture vaccinale

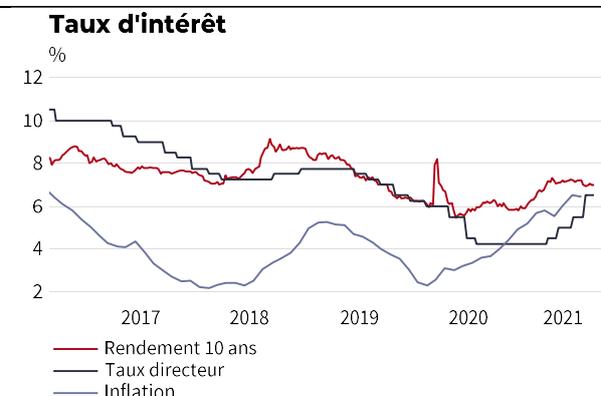


L'inflation s'est accélérée en 2021 et pourrait atteindre 5,8% en moyenne sur l'année en raison de facteurs externes et domestiques. Concernant les facteurs externes, les prix élevés des matières premières, la hausse des coûts de transport et des tensions sur l'offre (pénurie de certains intrants comme les semi-conducteurs) ont poussé les prix globaux à la hausse. Côté domestique, les salaires réels progressent rapidement (+4,9% en GA en juin 2021) dans un contexte de tensions sur le marché du travail avec en particulier un taux de chômage en baisse (4,5% en juillet) et des pénuries de main d'œuvre dans plusieurs secteurs. L'inflation pourrait légèrement décélérer au second semestre, car l'impact de la reprise initiale des dépenses de consommation devrait s'atténuer après la réouverture de l'économie. Sur la période 2022-2025, l'inflation restera proche de l'objectif de 4% de la CBR, compte tenu de la faiblesse de la demande interne et de faible volatilité attendue du rouble dans un contexte de stabilité des prix du pétrole.

### L'inflation a augmenté en raison de facteurs externes et de tensions sur le marché du travail



### Dans ce contexte, le durcissement de la politique monétaire a commencé en mars 2021



À moyen terme, des pressions pour augmenter les dépenses budgétaires et relancer les grands projets nationaux augmentent au sein même de l'administration. Le ministère de l'Économie a ainsi fait des propositions au Ministère des Finances pour augmenter les dépenses pour 2022-2024 d'un montant cumulé de 1,8 trn RUB. Il s'agit d'un développement inhabituel puisque par le passé, le ministère de l'Économie ne faisait que préparer les scénarios macro-économiques utilisés par la suite par le ministère des Finances pour présenter son plan budgétaire. Plusieurs arguments plaident pour une relance. Outre l'agenda électoral (élections parlementaires du 19 septembre 2021), une relance budgétaire serait justifiée par la lenteur de la reprise économique russe, le rebond en 2021-2022 étant bien en deçà de la moyenne mondiale : selon les chiffres publiés par le FMI au printemps 2021, le PIB russe dépassera son niveau de 2019 de 4% en 2022 tandis que l'économie mondiale et les États-Unis se situent à 8 % au-dessus de leur niveau de 2019 et les pays émergents en moyenne à 9 % par rapport au niveau de 2019. Second argument, les recettes budgétaires affichent de très bonnes performances en 2021 (+24 % en GA au S1-21). Le breakeven budgétaire atteindra 60 USD/ baril en 2021 contre 80 en 2020. Par ailleurs, la hausse de l'inflation observée cette année justifierait une indexation plus rapide des salaires et des retraites. Malgré ces arguments plaçant pour un stimulus budgétaire, le scénario le plus probable est celui d'un soutien modéré à travers des dépenses accrues du *National Wealth Fund*. Cette relance à travers le *National Wealth Fund* sera limitée car l'accumulation de réserves reste une priorité et ce d'autant plus que les inquiétudes sont croissantes sur les coûts qu'impliquerait une transition russe vers une économie bas carbone. En effet, une récente étude d'Anatoly Chubais estime qu'elle pourrait coûter jusqu'à 10 points de PIB.

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.

Russie	2019	2020	2021p		2022p		2023p		2024p	
	Réalisé	Réalisé	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1,8	-2,5	3,3	2,4	2,5	0,7	1,5	1,8	1,5	1,8
Inflation, %	4,5	3,4	5,8	5,4	4,0	3,2	4,0	4,3	4,0	4,3
Chômage, %	3,8	2,2	2,5	1,0	2,3	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	1,9	-4,1	-0,7	-3,5	-0,5	-3,0	-0,5	-1,0	-0,5	-1,0
Dette publique, % du PIB	14	19	20	22	21	23	21	23	20	23

Central = Scénario central

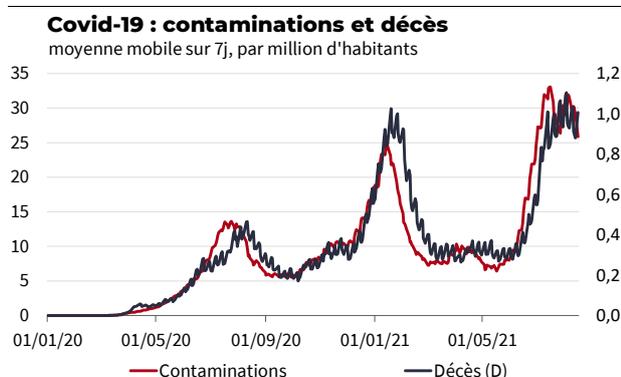
Prol. = Scénario de crise sanitaire prolongée

## AFRIQUE

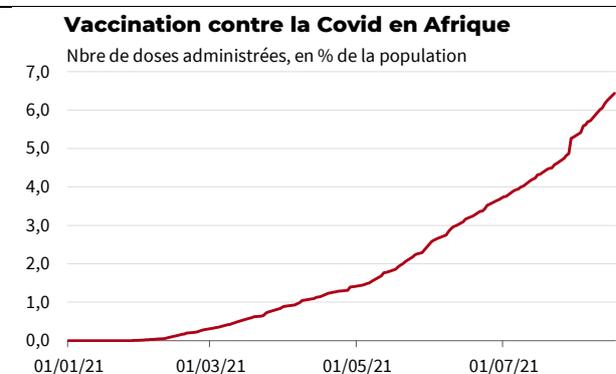
- **Une nouvelle vague de Covid19 frappe durement la région, et les campagnes de vaccination progressent lentement.**
- **Le rebond de la croissance reste insuffisant : le PIB réel par habitant de l'Afrique ne retrouverait son niveau de fin 2019 qu'en 2024.**
- **Des programmes de consolidation budgétaire sont désormais indispensables, mais pourraient ralentir la croissance et accroître les tensions sociales.**

Une nouvelle vague de Covid19 (commencée mi-mai et a priori sur le déclin depuis fin août) frappe durement l'Afrique, avec un nombre de contaminations et de décès supérieur à ceux des 1<sup>ère</sup> et 2<sup>ème</sup> vagues. À l'instar des précédentes, cette vague semble pour l'instant concentrée sur quelques pays en **Afrique Australe** et en **Afrique du Nord**. Les autres pays (i.e. la majorité des pays d'Afrique sub-saharienne) semblent, comme depuis le début de la pandémie, plus épargnés. Le problème de la vaccination reste entier. La disponibilité des vaccins s'améliore peu à peu, avec aujourd'hui plus de 750 millions de doses disponibles – à rapporter à une population régionale de 1,3 milliard d'habitants – chiffres toutefois significativement inférieurs à ceux des autres régions. Mais l'utilisation de ces vaccins reste difficile, principalement en raison i) de taux d'urbanisation plus faibles et d'infrastructures logistiques moins développées, et ii) de réticences persistantes au sein des populations locales. Moins de 10 % de la population Africaine a ainsi reçu une 1<sup>ère</sup> dose de vaccin, et le **Maroc** demeure le seul pays à avoir vacciné plus de 50% de sa population. Au rythme actuel – qui sera difficile à accélérer au cours des prochains trimestres – il est probable que la plupart des pays ne pourront pas atteindre l'immunité collective avant fin 2022.

### Une 3<sup>ème</sup> vague plus forte que les 2 premières



### Une vaccination qui progresse lentement



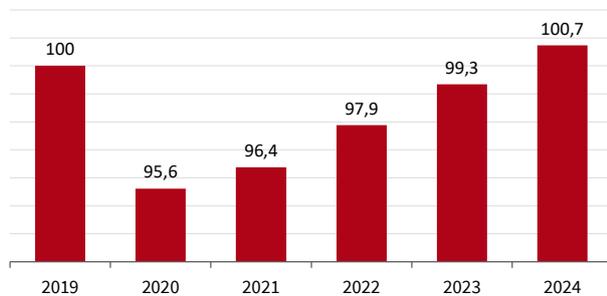
Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv Datastream

Outre de potentielles répercussions sanitaires 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 économiques régionales déjà relativement faibles / fragiles. Plusieurs indicateurs récents illustrent déjà une matérialisation au moins partielle de ce risque : un ralentissement de la croissance au T2-21 en **Tunisie** et en **Afrique du Sud** (pays les plus touchés par la 3<sup>ème</sup> vague, ainsi que par d'importants mouvements sociaux en partie liés) ; des PMIs décevants dans des économies pourtant plus épargnées – quant à la pandémie – et habituellement plus solides car plus diversifiées (**Égypte, Ghana, Kenya**) ; une expansion du crédit au secteur privé atone (parfois négative en termes réels) dans la plupart des pays (hormis quelques exceptions notables comme la **Côte d'Ivoire**). Au total, la croissance régionale moyenne devrait s'établir à 3,3 % en 2021 (si l'on exclut la croissance « technique » de la Libye, attendue à +131 % cette année) puis environ 4 % en 2022/23/24. Ce rebond reste largement insuffisant : si l'on prend en compte une croissance démographique régionale de ca. 2,5 %, le PIB réel par habitant de l'Afrique ne retrouverait ainsi son niveau de fin 2019 qu'en 2024. Cette moyenne régionale continue en outre de masquer d'importantes disparités, avec près de 15 pays dont la croissance pour 2021 est attendue sous les 2,5 %.

### Une croissance régionale insuffisante

#### Estimation du PIB réel par habitant

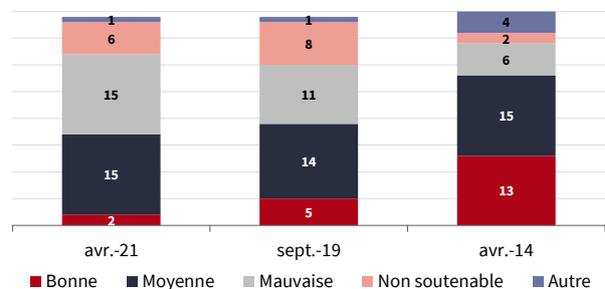
100=2019 ; en tenant compte d'une croissance démographique annuelle à 2,5 %



### Des dynamiques de dette préoccupantes

#### Soutenabilité de la dette

Nombre de pays



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv Datastream

Dans ce contexte, l'évolution à venir des finances publiques sera à surveiller. Les États auront à trouver un équilibre entre i) la nécessité d'engager des programmes de consolidation budgétaire à même de réduire rapidement des ratios d'endettement devenus insoutenables (avec plus d'une vingtaine de pays de la région en situation de surendettement ou présentant un risque élevé de surendettement), et ii) leur volonté de soutenir la demande publique, l'un des principaux moteurs de la croissance pré-Covid19 et dont une réduction trop brusque alimenterait des tensions sociales et un « risque politique » déjà croissant dans la région (**Algérie, Tunisie, Sahel, Guinée, Éthiopie, Afrique Centrale, Afrique du Sud**). La plupart des pays peuvent pour l'instant compter sur de larges financements

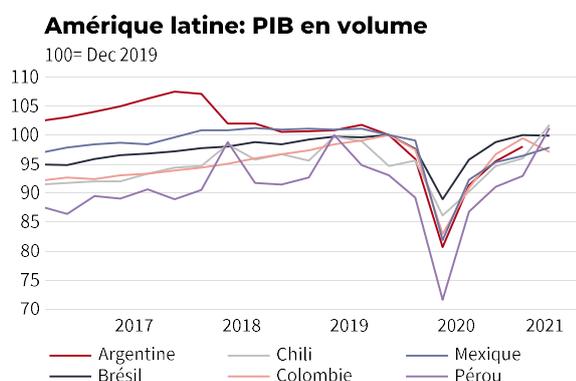
en devises, comme l'illustrent un soutien financier record de la part du FMI ou la confirmation de l'appétit croissant des investisseurs internationaux pour les émissions souveraines Africaines (y compris les nouvelles « obligations vertes » émises par le **Bénin** en juillet ou le **Ghana** en août). Cette 2<sup>nd</sup>e source reste toutefois globalement onéreuse, et aide rarement à améliorer la soutenabilité de la dette.

## AMÉRIQUE LATINE

- **La croissance régionale s'est redressée plus rapidement qu'attendu, bénéficiant de la remontée des prix des matières premières et des transferts des migrants.**
- **Les pressions inflationnistes devraient conduire les banques centrales à poursuivre le resserrement monétaire.**
- **Les risques sur la croissance restent élevés en raison des risques politico-sociaux important et la vulnérabilité des prix des matières premières à l'évolution des conditions sanitaires.**

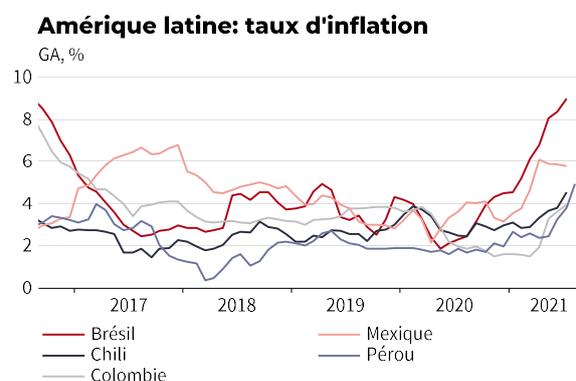
Après avoir été touchée significativement par la crise économique et sanitaire du Covid19, l'activité est repartie rapidement dans la plupart des grandes économies de la région. En effet, hormis l'Argentine et le Mexique, l'activité économique a retrouvé son niveau d'avant crise au T2-21 soutenue principalement par le fort redressement des matières et des plans de soutien budgétaire et monétaire importants. Par ailleurs, l'inflation est repartie elle aussi rapidement à la hausse et se situe au dessus de la cible de tolérance dans la plupart des économies de la région dans un contexte de forte inflation des prix de l'énergie et des prix de l'alimentation. Ceci a conduit les banques centrales des principaux pays à amorcer un cycle de resserrement monétaire.

### Une reprise modérée



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

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



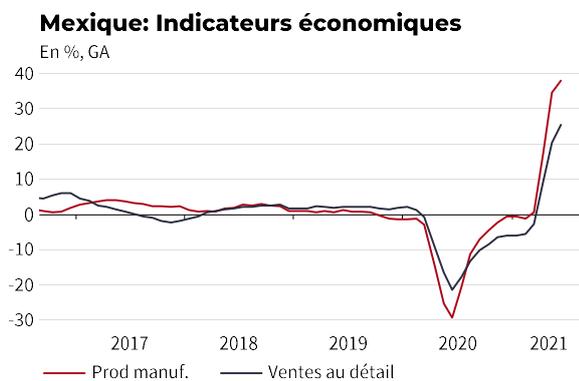
Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

Globalement, la croissance régionale devrait rester modérée au cours des prochaines années dans un contexte externe favorable mais de *policy-mix* restrictif dans la plupart des pays de la région. 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. De l'autre côté, la fin des

politiques budgétaires de soutien (notamment au Brésil, Chili et Pérou) ainsi que le resserrement des conditions monétaires devraient ralentir la croissance de la demande interne. Finalement, la hausse des tensions politico-sociales, suite à des années de stagnation des revenus des ménages et la hausse récente des prix alimentaires, et les cycles électoraux (Argentine et Chili en 2021, Colombie et Brésil en 2022) devraient peser aussi sur les perspectives d'investissement.

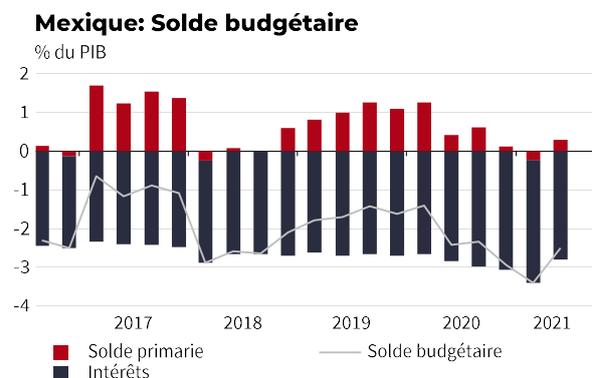
Au Brésil, l'économie a rapidement retrouvé son niveau d'avant crise, soutenue principalement par le large plan de soutien fiscal et la bonne tenue des prix des matières premières, les termes de l'échange du pays se trouvant à leur plus haut historique. L'inflation elle aussi est repartie significativement à la hausse (9% en juillet) sous la pression des prix de l'alimentaire et de l'énergie. Compte tenu de cette dynamique inflationniste, la BCB mène un cycle de resserrement monétaire, augmentant son taux directeur de 2% en février à 5,25% en août, et il est attendu qu'elle le poursuive au cours des prochains mois. Ainsi, la croissance économique devrait rester très modérée au cours des trimestre prochains dans la mesure où la fin des mesures budgétaires et le resserrement des conditions monétaires ralentiront la reprise de la demande interne.

### Reprise modérée de l'activité au Mexique



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

### Faible soutien budgétaire au Mexique



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv

Au Mexique, l'activité économique a repris aussi plus rapidement qu'attendu, se situant 3% en dessous de son niveau de 2019 au T2-21, tirée notamment par la reprise de l'économie américaine. En effet, les exportations de produits manufacturiers ont augmenté de 15% en GA au mois de juillet et leur niveau est déjà supérieur au niveau d'avant crise. Par ailleurs, les *remittances* ont aussi atteint leur plus haut niveau au T2-21 (3.8% du PIB), reflétant la forte progression du revenu des ménages aux Etats-Unis, ce qui a permis à la consommation des ménages de se redresser partiellement. L'inflation s'est modérée au cours des derniers mois, se stabilisant à 5.8% au mois de juillet (4,6% pour l'inflation sous-jacente), mais elle reste au dessus de la fourchette haute de la banque centrale de 4%. Cette hausse

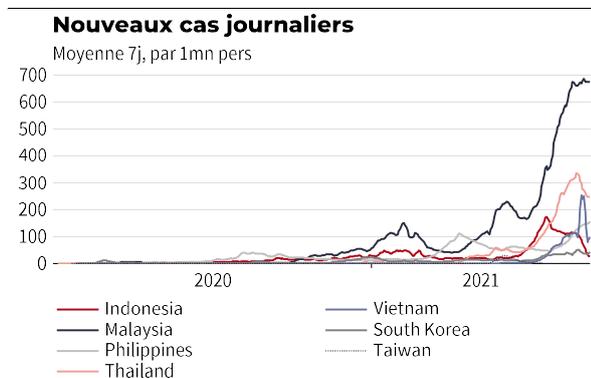
reflète essentiellement la hausse des prix de l'alimentation (7,3%) et de l'énergie (10%). De ce fait, la banque centrale a décidé d'augmenter son taux de référence de 4 à 4,5%. Le Mexique n'a mis en place aucun plan de relance budgétaire et a réussi à conserver un solde budgétaire primaire équilibré (0,3%% au T2-21). En 2022, 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. D'autre part, le Mexique bénéficie également des transferts de migrants qui devraient rester dynamiques en 2022. Ainsi, l'économie devrait croître de 6.3% en 2021 et retrouver son niveau d'avant crise en 2022.

## ASIE ÉMERGENTE

- **La reprise est perturbée par l'aggravation de la situation sanitaire.**
- **L'inflation reste en ligne avec la cible des banques centrales.**
- **L'amélioration des fondamentaux externes aide à renforcer la résilience face à la volatilité des flux de capitaux.**

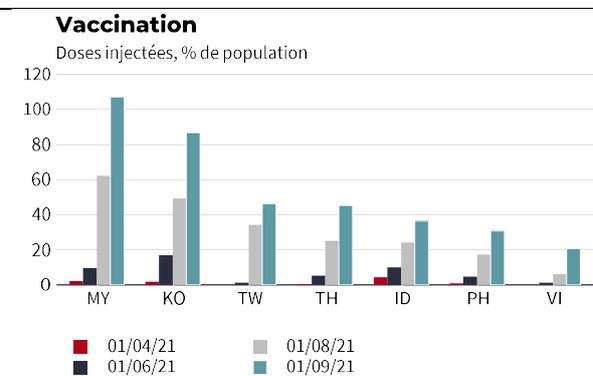
La reprise est perturbée dans la région par une nouvelle vague de propagation plus étendue de la Covid19. L'hétérogénéité de la dynamique économique demeure cependant, principalement causée par la situation sanitaire. La région maintient sa performance relative par rapport au reste du monde.

### La pandémie non maîtrisée



Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

### Taux de vaccination encore faible



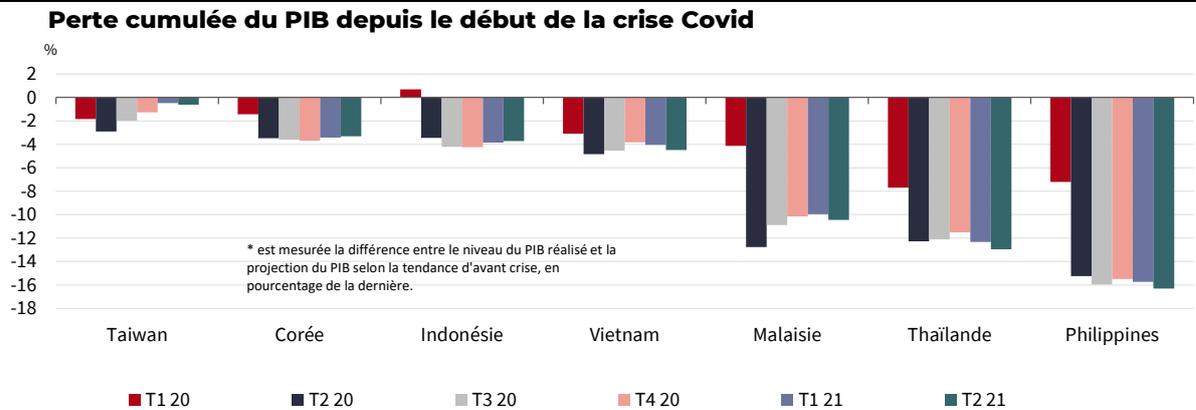
Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La pandémie commence même à affecter des économies, qui jusqu'au début 2021, étaient relativement épargnées. C'est le cas de la Thaïlande, du Vietnam et plus épisodiquement de Taiwan. Le reste de la région ne voit pas la crise sanitaire s'atténuer. De plus, la progression de vaccination est relativement lente. Seules la Malaisie et la Corée du Sud atteignent un niveau supérieur à 80 doses injectées par 100 habitants. Les autres économies enregistrent un retard plus important. Face aux incertitudes dues à l'apparition des variants plus contagieux, la mobilité demeure contrainte et la chaîne des valeurs est désormais plus perturbée. Les perspectives économiques sont donc revues à la baisse.

L'impact de l'absence d'amélioration de la crise sanitaire se traduit par un rattrapage quasi-absent du PIB par rapport à sa tendance d'avant-crise. Les économies sont réparties en deux groupes. Le premier (la Corée, l'Indonésie et le Vietnam) a enregistré une perte inférieure ou proche de 4 points de PIB alors que le deuxième (la Malaisie, la Thaïlande et les Philippines) plus de 10 points. Seule l'économie taiwanaise a presque récupéré la perte du PIB (qui est également plus

modérée), mais cette dernière s'est de nouveau creusée au T2 2021, l'île étant frappée par sa première vague Covid19.

## La perte du PIB due à la Covid19 est difficile à récupérer



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.

Contrairement à d'autres régions émergentes, le risque inflationniste n'est pas suffisamment élevé ou permanent pour un prochain resserrement monétaire.

## Inflation en Asie émergente

%	ID	MY	PH	TH	VI	KO	TW
<b>Inflation au T1-21</b>	1,4	0,5	4,5	-0,5	0,1	1,1	0,8
<b>Inflation au T2-21</b>	1,5	4,2	4,4	2,4	2,4	2,5	2,1
<b>Inflation en juillet 21</b>	1,5	2,2	4,1	0,5	2,4	2,6	2,0
<b>Sous-jacente au T1-21</b>	1,4	0,7	3,5	0,1	0,7	0,4	0,9
<b>Sous-jacente au T2-21</b>	1,3	0,7	3,2	0,4	1,1	1,1	1,5
<b>Sous-jacente en juillet 21</b>	1,4	0,7	3,0	0,5	1,1	1,2	1,3
<b>Cible d'inflation des banques centrales</b>	2-4	3-4	2-4	1-3	4	2	--

Source : Refinitiv Datastream, SG Etudes économiques et sectorielles

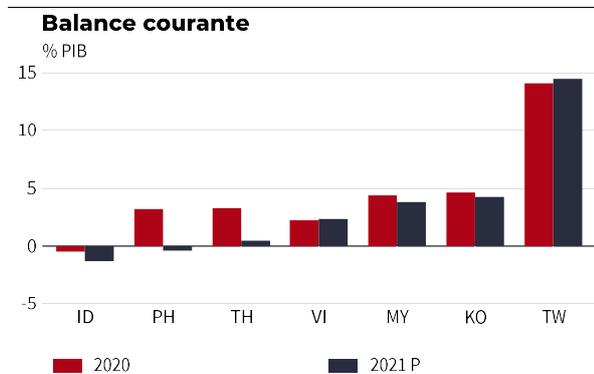
D'abord, le niveau d'inflation est plutôt en ligne avec les cibles des banques centrales et surtout l'inflation sous-jacente reste assez faible. Deuxièmement, l'effet de base devrait s'amenuiser à partir du T3 2021, ce qui est déjà le cas en Malaisie et en Thaïlande. Enfin, les prix alimentaires internationaux et des matières premières ont un impact limité sur l'inflation en Asie émergente contrairement aux autres pays ayant augmenté les taux d'intérêt tels que le Brésil, le Mexique, la Russie, l'Angola ou encore le Mozambique. En effet, un point de pourcentage de hausse des prix

internationaux est souvent associé à seulement entre 0.01 et 0.03 points de pourcentage de hausse du prix à la consommation dans les économies émergentes d'Asie.

Seule la Corée du Sud a procédé à une hausse de taux, mais plutôt justifiée par une croissance trop rapide des prix immobiliers. Dans le reste de la région, la politique monétaire ne devrait pas constituer une contrainte à la reprise.

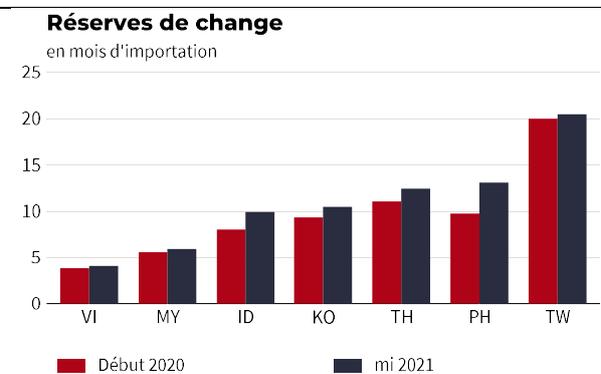
En matière de finances publiques, tous les pays ont vu leur ratio de dette publique sur PIB augmenter en 2021. La marge pour une relance supplémentaire s'est érodée, mais n'a pas complètement disparu, surtout pour des outils fiscaux à multiplicateur suffisamment élevé. Seule la Malaisie affiche un ratio proche de 70% du PIB en fin 2020, ceux des autres pays ne devraient pas franchir ou peu 50%.

### Un besoin de financement externe assez faible



Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

### Un coussin de sécurité externe assez large



Source : IMF, SG Etudes économiques et sectorielles

Concernant l'équilibre externe, les pays sont plutôt bien armés contre les fluctuations des flux de capitaux. Les pays ont d'abord largement bénéficié de la reprise du commerce international et ont vu leur solde commercial croître sur 2020 et une partie de 2021, à l'exception des Philippines et de la Thaïlande. Leurs réserves de change ont aussi augmenté substantiellement. Si Taiwan et la Corée du Sud sont traditionnellement dotés d'abondantes réserves de change, celles de l'Indonésie – souvent considérées comme étant sensibles aux fluctuations des capitaux étrangers – ont grimpé de 14% depuis mars 2020, couvrant 10 mois d'importations.

Ces fondamentaux externes assez solides devraient permettre une certaine résilience de la région face à un risque de retournement des capitaux étrangers, tel que le risque de *tapering*.

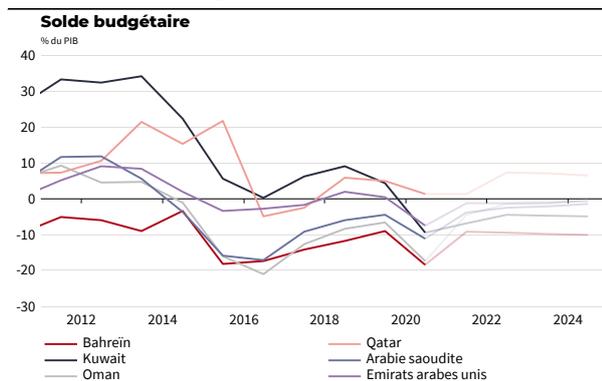
## PAYS DU GOLFE

- **La hausse du prix du pétrole améliore les fondamentaux macro-économiques.**
- **Les émissions de dette souveraine ont ralenti en 2021.**
- **Les défis structurels liés à la diversification productive restent de toute actualité.**

La crise du Covid19 et la chute des prix du pétrole qui a suivi en 2020 ont mis en évidence la vulnérabilité des pays du Golfe en raison de leur forte dépendance à l'égard des revenus pétroliers. Avant même la pandémie, la baisse des prix du pétrole depuis 2014 a généré d'importants déséquilibres budgétaires et extérieurs et entraîné d'importants besoins de financement. Certains pays, comme Oman et Bahreïn, où la situation s'est le plus détériorée, ont dû faire face à des coûts de financement plus élevés.

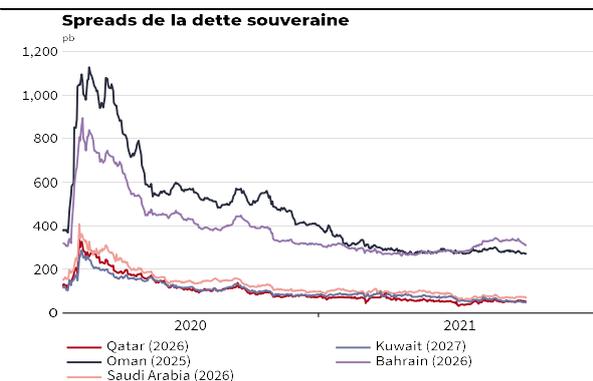
Le rebond du prix du brut en 2021 (qui cote mi-septembre autour de \$73/b, soit 70% au dessus de la moyenne de 2020) atténue le coup porté aux pays du Golfe, mais les retombées économiques de la crise du Covid19 restent très présentes. Les conditions financières s'améliorent et les déficits budgétaires se réduisent mais les plaques tournantes d'affaires et de voyages (telles que les Émirats arabes unis) ressentent toujours les répercussions de la pandémie dans les secteurs de l'aviation et de l'hôtellerie. Dans toute la région l'emploi baisse, entraînant l'exode des travailleurs migrants, ce qui nuit au secteur de la vente au détail et au marché immobilier. Les économies du Golfe devraient rebondir en même temps que la reprise de l'économie mondiale et alors que les campagnes de vaccinations locales progressent à un rythme soutenu, néanmoins, la croissance économique devrait rester plus faible qu'avant la pandémie.

### Les déficits budgétaires se réduisent



Source : Eikon Thompson Reuters

### Les conditions financières s'améliorent



Source : FMI, World Economic Outlook

Le prix « breakeven » du pétrole (i.e. le prix du baril qui permet des finances publiques équilibrées) a généralement baissé (\$69/b en moyenne en 2021 selon le FMI contre \$74/b en 2018), les gouvernements essayant d'accroître les recettes (introduction progressive de la TVA y compris à Oman, qui avait pris du retard) et de

redéfinir les priorités en matière de dépenses comme la réduction des projets d'investissement non essentiels. L'Arabie Saoudite, le Qatar et les Émirats arabes unis, qui disposent d'une dotation d'avoirs externes dans leurs fonds souverains sont mieux placés que Bahreïn et Oman pour modérer les ajustements sur les subventions et les salaires des fonctionnaires et donc limiter les coûts sociaux. Oman devrait réaliser de nouveaux progrès en matière d'ajustement budgétaire, mais le service croissant de la dette maintiendra un besoin de financement important.

Les budgets des pays du Golfe risquent de rester majoritairement déséquilibrés à moyen terme. Les gouvernements devront donc continuer à se tourner vers les marchés de la dette, à une moindre échelle en 2021 qu'en 2020 où les émissions internationales d'obligations souveraines ont atteint un niveau record de USD 66.3 Mds. Dû à une moindre capacité d'autofinancement des projets d'infrastructure, les entreprises d'Etat ont, en revanche, nettement augmenté leur endettement au premier semestre de 2021 (USD 12,5 Mds émis par Qatar Petroleum, USD 6 Mds par Saudi Aramco entre autres), essayant de profiter des taux bon marché et de l'abondance des liquidités mondiales.

Le principal facteur d'incertitude pour la région est encore lié à la volatilité des prix du pétrole. Aux alentours de \$70/b, le Brent se situe aujourd'hui à des prix supérieurs à la moyenne des 20 dernières années (\$66/b), mais les contrats à terme sur le pétrole (et nos prévisions) laissent entrevoir une baisse des prix à l'avenir avec un rythme de reprise lente de la demande mondiale et un risque de non-conformité aux accords de production de l'OPEP.

La région essaye de se préparer depuis longtemps à relever des défis à moyen terme et à réduire sa dépendance vis-à-vis de la très fluctuante rente pétrolière. Au delà de la consolidation budgétaire, 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 obstacle, 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'État), considérés comme des obstacles au développement du secteur privé.

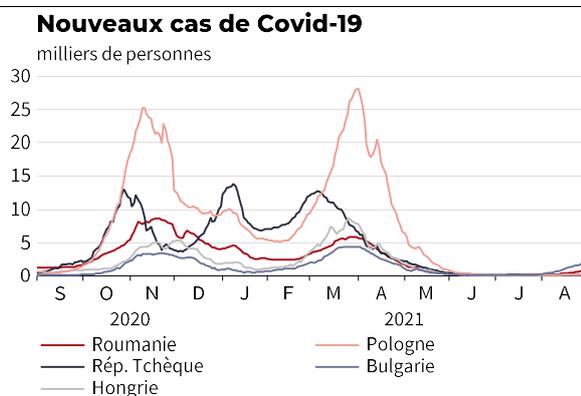
## EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Le rebond de l'activité sera limité cette année du fait de la hausse de l'inflation qui pèse sur la demande intérieure.**
- **Les pressions inflationnistes résultent de la hausse de facteurs externes et de tensions sur le marché du travail. Elles expliquent le durcissement des politiques monétaires dans la région.**
- **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.**

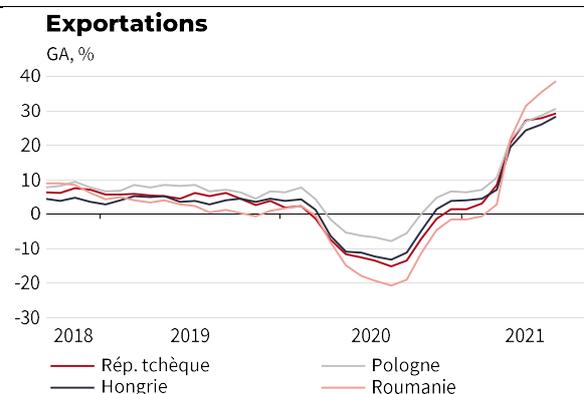
Après les performances décevantes du T1-21 liées à une recrudescence de l'épidémie de Covid19, la croissance régionale a rebondi au T2-21 avec la levée des mesures de confinement. Du côté de la demande, la région a bénéficié de la vigueur du commerce international, grâce à un secteur exportateur bien intégré dans les chaînes de valeur mondiales. L'investissement a également rebondi tandis que la consommation des ménages a été freinée par une reprise de l'inflation et la suppression progressive des mesures de soutien. 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 Pologne, où la troisième vague de Covid19 a été plus aiguë.

Par ailleurs, les progrès en matière de vaccination ont été inégaux avec des pays comme la Roumanie en queue de peloton et des pays comme la Pologne ou la République Tchèque qui affichent 50 à 60% de leur population vaccinée.

### Après une forte hausse des cas en mars-avril 2021, l'épidémie a ralenti



### L'Europe Centrale et Orientale bénéficie d'exportations dynamiques



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

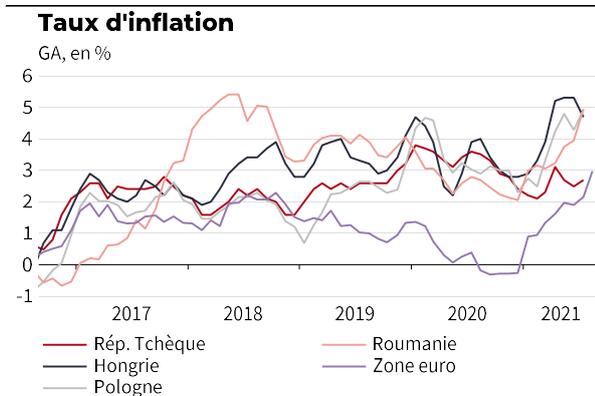
Les pressions inflationnistes ont augmenté depuis le début de l'année et ont généré un durcissement des politiques monétaires dans la région. En effet, l'inflation s'est

accélérée dans la région pour plusieurs raisons. La hausse des prix des matières premières, conjuguée à la faiblesse des stocks et à l'augmentation des coûts 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.

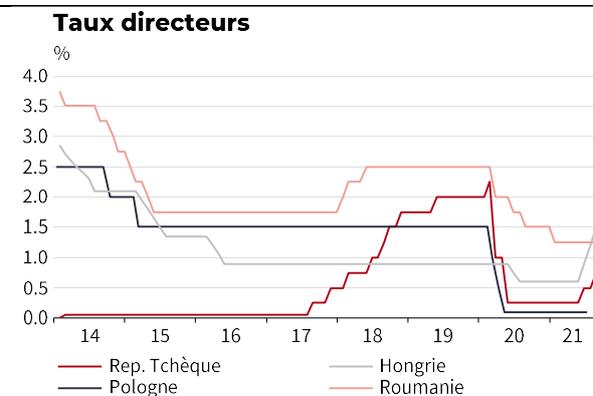
Dans ce contexte, les banques centrales ont augmenté leur taux directeurs dans plusieurs pays. Les banques centrales tchèque et hongroise ont été les premières à augmenter leur taux directeur. La Banque centrale hongroise a en plus annoncé une baisse de son programme d'achat d'actifs. Les banques centrales de Roumanie et de Pologne pourraient également être amenées à mettre fin plus tôt à leur assouplissement quantitatif et à augmenter les taux.

Néanmoins, ces hausses de taux sont à surveiller car elles pèsent sur le revenu disponible des ménages. En outre, la légère hausse des rendements obligataires à long terme dans la plupart des pays pourrait également peser sur les coûts et donc sur la capacité de financement des entreprises et des ménages.

### Des pressions inflationnistes croissantes



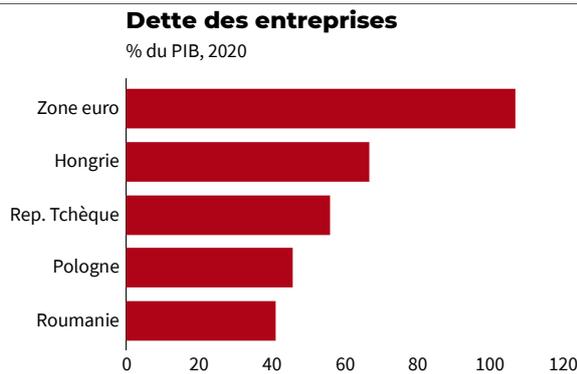
### Un durcissement des politiques monétaires



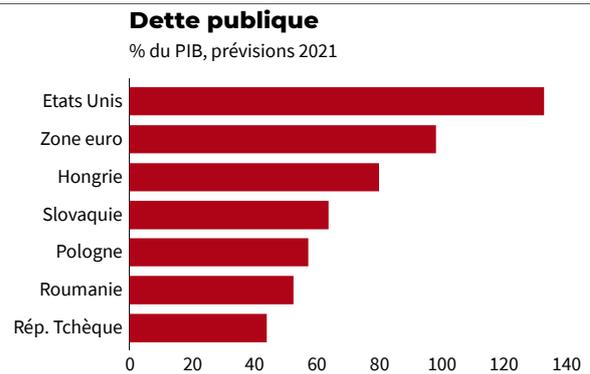
Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

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

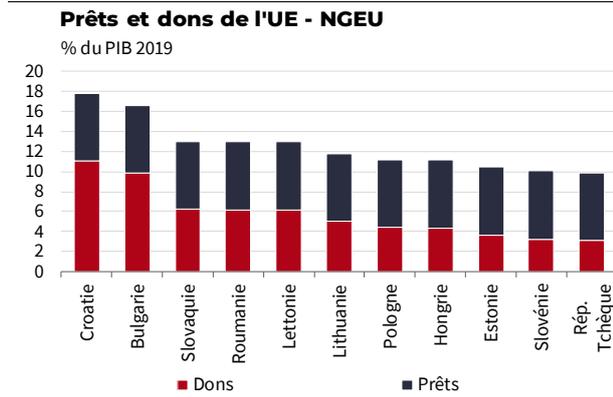


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

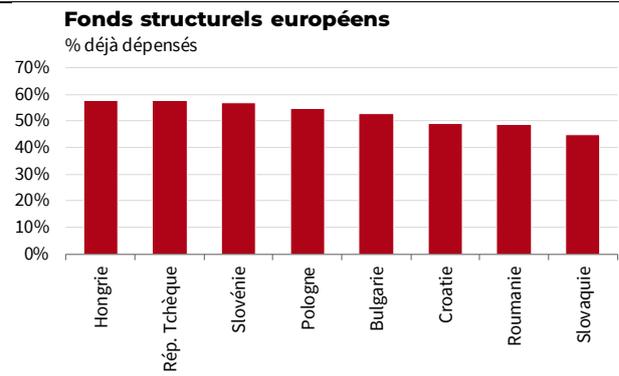
Enfin, à moyen terme, les pays d'Europe centrale et orientale poursuivront leur processus de rattrapage notamment grâce aux fonds européens. La combinaison du Fonds européen de relance (*Next Generation EU*), du Fonds de soutien à l'emploi (SURE) et des Fonds structurels européens devrait représenter 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.

Les Fonds *Next Generation EU* (NGEU) seront clés pour la région d'ici à 2026. Ces fonds NGEU comportent deux volets, des dons et des prêts. Début septembre 2021, la plupart des pays de l'UE ont soumis leurs plans nationaux de relance et de résilience et ces derniers ont été validés par la Commission Européenne et le Conseil. Cette validation ouvre la voie à des premiers décaissements (représentant 13% des fonds alloués à chaque pays) qui devraient intervenir en septembre-octobre pour les pays d'Europe centrale et orientale. Il est à noter que la majorité des pays de la zone euro ont d'ores et déjà eu accès à ces décaissements (par exemple, l'Allemagne, le Portugal, l'Italie, la Grèce, la France etc.). L'utilisation de ces fonds devrait d'ores et déjà soutenir les économies des PECO cette année et devrait donner une impulsion plus substantielle en 2022. Ces fonds NGEU devraient être utilisés pour financer des dépenses supplémentaires orientées vers l'investissement et non des programmes d'investissement préexistants. 37% des fonds devront être alloués à des projets « verts ». 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.

### Le 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

## Croissance du PIB, g.a.

Moyenne annuelle, %	Central						Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>	<b>1,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>
États-Unis	2,2	-3,5	6,3	4,0	3,0	2,3	5,3	2,0	4,0	2,6
Japon	0,0	-4,7	2,7	2,3	0,8	0,5	2,2	0,1	1,8	0,6
Royaume-Uni	1,4	-9,8	5,6	4,3	2,0	1,5	4,9	1,4	3,0	1,8
Zone Euro	1,4	-6,5	4,7	3,2	1,6	1,7	3,8	1,3	2,1	2,0
Allemagne	1,1	-4,9	3,0	3,5	1,3	1,8	2,1	1,5	1,8	2,0
France	1,8	-8,0	6,0	3,0	1,5	1,8	5,0	1,0	2,0	2,3
Italie	0,3	-8,9	5,5	3,5	2,0	1,1	4,9	1,0	2,5	1,3
Espagne	2,0	-10,8	6,5	4,0	2,0	1,8	5,5	1,5	2,5	2,0
<b>Pays Émergents</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>
Asie	4,9	-0,6	7,1	5,2	4,7	4,6	5,5	4,3	5,1	4,7
Chine	6,0	2,3	8,0	4,9	4,6	4,5	7,5	3,9	5,1	4,7
Inde	4,0	-6,0	9,5	6,2	5,2	5,0	8,4	4,2	5,7	5,2
PECO	2,4	-2,0	3,9	2,9	2,7	2,6	2,9	1,0	4,0	3,0
République Tchèque	3,0	-5,8	4,2	4,5	3,0	2,8	3,3	2,7	3,4	3,2
Roumanie	4,1	-3,7	6,3	3,5	3,0	3,0	5,2	1,7	3,4	3,4
Fédération de Russie	1,8	-2,5	3,3	2,5	1,5	1,5	2,4	0,7	1,8	1,8
Amérique Latine	0,1	-7,0	5,1	3,2	2,6	2,4	4,3	1,2	3,5	2,6
Brésil	1,4	-4,1	5,6	2,3	2,0	2,0	4,8	0,2	3,6	2,5
Moyen Orient et Asie C.	0,3	-3,6	2,6	3,6	3,1	2,8	2,2	1,1	3,7	3,3
Afrique	3,4	-1,9	4,1	4,1	4,0	4,0	2,1	2,3	4,5	4,2
<b>Monde (pondéré par PPA)</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>

## Inflation, %

Moyenne annuelle, %	Central						Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>										
États-Unis	1,8	1,3	4,0	2,7	2,2	2,1	3,9	2,0	2,0	2,3
Japon	0,5	0,0	-0,2	0,9	0,6	0,5	-0,3	0,4	0,8	0,6
Royaume-Uni	1,8	0,9	1,8	2,2	1,9	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0
Zone Euro	1,2	0,3	2,1	1,6	1,3	1,6	2,0	1,3	1,0	1,3
Allemagne	1,4	0,4	2,6	1,4	1,3	1,6	2,5	1,0	1,1	1,4
France	1,3	0,5	1,8	1,5	1,3	1,5	1,7	1,3	1,1	1,3
Italie	0,6	-0,1	1,3	1,0	1,1	1,3	1,5	1,3	1,0	1,2
Espagne	0,8	-0,3	2,3	1,8	1,0	1,4	2,2	1,5	0,9	1,3
<b>Pays Émergents</b>										
Chine	2,9	2,5	1,1	2,1	2,3	2,3	1,0	1,4	2,4	2,3
Inde	3,7	6,2	5,6	4,6	4,2	4,1	5,4	4,1	4,5	4,3
Fédération de Russie	4,5	3,4	5,8	4,0	4,0	4,0	5,4	3,2	4,3	4,3
Brésil	3,7	3,2	6,8	4,0	3,5	3,3	6,8	2,6	3,3	3,3

## Taux de chômage, %

Moyenne annuelle, %	Central						Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
États-Unis	3,7	8,1	5,7	4,4	4,1	3,7	6,7	6,0	4,2	4,0
Japon	2,3	2,8	2,9	2,7	2,7	2,6	2,9	3,0	2,8	2,7
Royaume-Uni	3,8	4,6	5,8	6,3	5,4	4,9	5,9	7,0	6,1	5,4
Zone Euro	7,6	7,9	8,0	8,1	7,9	7,7	8,0	8,6	8,5	8,4
Allemagne	5,0	5,9	6,1	6,4	6,2	5,8	6,1	6,8	6,6	6,3
France	8,2	7,9	8,1	8,8	8,7	8,4	8,1	9,2	9,1	8,8
Italie	10,0	9,3	10,3	10,7	10,3	10,1	10,5	11,2	10,9	10,7
Espagne	14,1	15,6	15,4	15,4	15,3	15,1	15,6	16,9	16,7	16,3

## Déficit budgétaire, % du PIB

			Central				Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>										
États-Unis	-6,4	-15,4	-16,1	-7,5	-5,1	-4,5	-16,1	-9,4	-6,1	-5,0
Japon	-3,1	-12,6	-8,0	-3,8	-3,0	-3,0	-8,2	-8,0	-3,8	-3,0
Royaume-Uni	-2,3	-12,3	-10,3	-9,3	-6,1	-4,5	-11,3	-10,1	-6,6	-4,8
Zone Euro	-0,9	-7,5	-9,1	-4,9	-3,7	-2,8	-9,8	-6,6	-5,1	-3,9
Allemagne	1,5	-4,2	-8,9	-2,6	-1,0	0,4	-9,4	-4,1	-2,2	-0,7
France	-3,1	-9,2	-9,1	-6,1	-5,5	-4,6	-9,7	-7,7	-6,9	-5,7
Italie	-1,6	-9,5	-11,8	-6,5	-4,6	-3,7	-12,3	-7,9	-6,0	-5,1
Espagne	-2,9	-11,9	-8,1	-6,5	-5,8	-5,5	-10,6	-10,7	-8,8	-7,7
<b>Pays Émergents</b>										
Chine	-3,1	-4,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Inde	-7,4	-12,3	-10,0	-9,1	-8,4	-8,0	-10,0	-10,3	-8,0	-7,8
Fédération de Russie	0,8	-0,3	2,3	1,8	1,0	1,4	-3,5	-3,0	-1,0	-1,0
Brésil	-5,9	-13,7	-7,5	-7,0	-6,5	-5,0	-10,6	-10,7	-8,8	-7,7

## Dette publique, % du PIB

			Central				Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>										
États-Unis	80	104	109	111	111	110	107	113	114	115
Japon	235	256	265	266	267	269	265	272	274	275
Royaume-Uni	85	102	106	109	110	111	108	114	115	115
Zone Euro	89	105	107	107	108	107	110	114	116	116
Allemagne	60	70	75	74	73	70	77	79	79	77
France	98	116	123	123	127	130	119	125	128	129
Italie	135	156	157	156	156	156	160	165	165	166
Espagne	96	118	118	118	120	122	121	127	131	133
<b>Pays Émergents</b>										
Chine	39	46	44	44	44	44	44	45	45	45
Inde	74	90	87	86	86	85	87	86	86	85
Fédération de Russie	14	19	20	21	21	20	22	23	23	23
Brésil	74	89	89	91	94	96	93	96	98	100

## Solde courant, % du PIB

			Central				Prolongé			
	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Pays Développés</b>										
États-Unis	-2,2	-3,1	-3,8	-3,8	-4,0	-3,9	-3,5	-3,5	-3,8	-3,7
Japon	3,4	3,2	3,4	3,5	3,7	3,6	3,4	3,6	3,7	3,7
Royaume-Uni	-3,1	-3,5	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9	-3,0	-3,6	-3,5	-3,3
Zone Euro	2,4	2,1	2,4	2,2	2,4	2,5	2,4	2,0	2,2	2,5
Allemagne	7,8	6,6	7,0	7,1	7,4	7,9	6,8	6,6	7,0	7,5
France	-0,3	-1,9	-1,2	-1,1	-0,7	-0,6	-1,2	-1,4	-1,5	-1,2
Italie	3,2	3,5	3,0	3,4	4,0	4,0	3,2	3,2	3,6	3,6
Espagne	2,1	0,7	0,1	1,4	2,0	2,1	0,0	0,4	0,8	1,5
<b>Pays Émergents</b>										
Chine	0,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,6	1,9	2,0	1,8	1,6
Inde	-0,9	1,0	-1,2	-1,6	-1,7	-2,0	-1,2	-1,6	-1,7	-2,0
Fédération de Russie	3,8	2,2	2,5	2,3	2,0	2,0	1,0	1,5	2,0	2,0
Brésil	-3,5	-1,8	-0,3	-0,8	-1,5	-2,2	0,5	-0,2	-1,0	-2,2

## 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