

RISK&OPPORTUNITIES

Société Générale Études économiques et sectorielles

La baisse de l'euroisation en Europe centrale et orientale : un succès européen

Olivier de Boysson

Chef Économiste

Pays Émergents

Lors de la grande crise financière, les pays d'Europe centrale et orientale furent qualifiés de « subprime de l'Europe » en raison de leur endettement excessif en devises, y compris celui des ménages, et du manque de confiance des marchés financiers en leur capacité à maîtriser la crise. Onze ans plus tard, la région enregistre une récession d'une ampleur comparable, le choc de la pandémie étant amplifié par la dépendance de l'industrie régionale envers l'Europe occidentale. Mais elle traverse cette récession sans la stigmatisation de « subprime » car les secteurs financiers nationaux sont solides. Cela a été facilité par la réduction du niveau d'euroisation de ces économies. Signe de cette réussite, il n'y a pour le moment pas de besoin d'aide financière extérieure d'urgence dans la région et plusieurs banques centrales ont pu obtenir des lignes de swaps de devises avec la Banque centrale européenne. Cette étude passe en revue à la fois le processus d'euroisation spontanée lors de la transition économique initiale et le renversement de cette tendance qui a été coordonné sous les auspices de « l'initiative de Vienne ».

Lancée au plus fort de la grande crise financière en janvier 2009, l'Initiative de Vienne¹ visait à empêcher une sortie désordonnée des banques de l'UE opérant en Europe centrale, orientale et du Sud-Est, dans les différents pays gravement touchés par la crise qui avaient besoin d'une assistance financière multilatérale. À cette époque, une stratégie de retrait des banques de l'UE aurait conduit à des sorties massives de capitaux et à des crises ouvertes de balance des paiements.

Alors que la plupart des banques de l'UE à l'époque ont rapidement réaffirmé leur engagement dans la région, les problèmes ont été aggravés par le degré élevé d'euroisation des secteurs bancaires qui étaient ainsi exposés à la dépréciation des monnaies domestiques par rapport à l'euro. Au-delà de la stabilisation des balances

¹ « L'initiative de Vienne est une plate-forme de coordination, réunie par la BERD et de la Banque nationale d'Autriche, incluant les acteurs publics et privés parties prenantes des banques de l'UE actives dans les pays émergents d'Europe. <https://vienna-initiative.com/> »

des paiements, l'un des objectifs non officiels de l'aide financière internationale était d'éviter une forte dépréciation des monnaies nationales et les effets négatifs induits sur les portefeuilles des banques locales. Dans certains pays, comme la Hongrie, l'utilisation du franc suisse avait ajouté une dimension de risque supplémentaire. L'Initiative de Vienne a été décisive pour surmonter ces défis. Son objectif était d'aligner les actions des autorités nationales de la région sur celles des banques locales à capitaux étrangers ainsi que de leurs entités mères et régulateurs afin d'éviter des mouvements financiers désordonnés. Cela s'est avéré un succès. A l'issue d'engagements volontaires de deux ans, les expositions des groupes bancaires sur ces pays dépassaient les engagements initiaux. Au-delà de ce succès, il était crucial de mettre en place des incitations pour inverser le processus d'euroisation. Cette étude passe en revue à la fois le processus d'euroisation spontanée lors de la transition économique initiale et le renversement de cette tendance coordonnée par « l'initiative de Vienne ».

L'euroisation spontanée : un héritage de la transition

LES LEÇONS DE LA DOLLARISATION EN AMÉRIQUE LATINE

L'examen du processus de dollarisation en Amérique latine est utile à notre propos. Si la circulation de plusieurs devises à l'intérieur d'un territoire est un phénomène ancien, illustré par l'histoire du métallisme, la dollarisation en Amérique latine a généralement été la conséquence d'une crise de confiance aiguë dans la monnaie nationale. L'alternative pour les autorités monétaires était alors soit d'imposer des contrôles monétaires et une répression financière, soit de tolérer un degré beaucoup plus élevé de dollarisation. Le résultat fut rarement un choix politique et fut plus souvent imposé par les circonstances politiques du moment. La littérature économique se référant à la dollarisation est plutôt laconique quant à ses conséquences pratiques. Elle permet l'expansion du secteur financier mais ne peut être décrite que comme une solution faute de mieux. Elle implique une perte durable de l'autonomie de la politique monétaire. Un risque de taux de change plus élevé est ancré dans l'économie nationale. Les crises des pays émergents des années 1990 ont attiré l'attention sur le poids excessif de la dette en devises dans ces pays. Ricardo Hausmann a décrit avec Barry Eichengreen et Ugo Panizza « l'hypothèse du péché originel »², une situation dans laquelle la monnaie nationale n'est pas utilisée pour emprunter à long terme. Avec la dollarisation, cette situation peut s'aggraver.

Le processus de dollarisation est le plus souvent mesuré par la part des prêts et dépôts en dollars américains dans le secteur bancaire, en raison de l'absence d'une

² "Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption, Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza November 2002 <http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>

mesure plus précise (par exemple en ce qui concerne son utilisation pour les paiements ou par les différents secteurs de l'économie). Sa dangerosité est difficile à évaluer car elle dépend de tous les facteurs qui peuvent augmenter le risque de change embarqué dans l'économie : l'équilibre global des financements, la position extérieure nette du pays, la position des différents agents, l'environnement extérieur ainsi que le facteur déterminant de la confiance. Les leçons du passé ne sont pas faciles à généraliser : certains pays ont su naviguer en douceur pendant de longues périodes avec un degré de dollarisation supérieur à 50% (comme le Pérou) ou même avec une dollarisation unilatérale complète (comme le Panama, l'Équateur). D'autres (comme le Brésil) ont réussi à maintenir la dollarisation en dessous de 30% malgré des crises de confiance aiguës dans la monnaie nationale. L'expérience argentine des années 1990 - qui a permis aux entreprises et aux particuliers une grande liberté de choix de la monnaie à utiliser - a commencé par un miracle avant de se terminer en catastrophe. Au travers de cette diversité, une leçon générale peut néanmoins être tirée : un degré élevé de dollarisation est plus soutenable pour les petites économies ouvertes dotées d'un système bancaire solide, d'une dette extérieure modérée et de liens économiques étroits avec les États-Unis, les caractéristiques inverses étant chacune des sources de fragilité. Pour les pays qui souhaitaient regagner leur autonomie en matière de politique monétaire, le processus a toujours été très long, les autorités monétaires et de contrôle devant assurer une stabilisation monétaire globale, redonnant confiance dans la valeur de la monnaie locale.

LE DÉFI DE LA RECONSTRUCTION DU CAPITALISME SANS CAPITAL EN EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

Après le choc initial de la transition, la croissance du PIB dans les PECO a été principalement tirée par un processus de rattrapage avec la « vieille » Europe. Ce processus a été stimulé par l'intégration commerciale et financière croissante de ces pays avec l'UE. La situation des nouveaux ou des futurs membres de l'UE était pour cette raison tout à fait spécifique. Leur modèle de développement associait souvent une croissance élevée à des déséquilibres élevés, tels qu'une expansion rapide du crédit et des déficits importants du compte courant. Les déséquilibres découlaient en partie du choix initial d'assurer rapidement la pleine convertibilité des monnaies nationales (une condition d'adhésion à l'UE) afin d'attirer les IDE, déconnectant ainsi les investissements de l'épargne intérieure et conduisant à des déficits de la balance courante. Ces déséquilibres résultaient de la nécessité de reconstruire le capitalisme, avec un stock initial faible de capital national au début de la transition. Cette conjoncture historique, la reconstruction du capitalisme sans capital, allait avoir de nombreuses conséquences.

UNE TENDANCE RÉGIONALE À L'EUROISATION FAVORISÉE PAR LE PROCESSUS DE RATTRAPAGE...

Amorcée dans les années 90 par la restructuration et la privatisation des secteurs bancaires nationaux, l'expansion du crédit a débuté à partir d'une base faible, les prêts aux ménages (prêts à la consommation et prêts hypothécaires) augmentant souvent plus rapidement que les prêts aux entreprises. Les prêts en devises ont augmenté, y compris pour les ménages. La logique de contracter des dettes en devises était forte, les agents anticipant l'appréciation de leur monnaie locale en termes réels par rapport à l'euro, ainsi que la hausse des revenus en monnaie locale. Une anecdote reflète cet état d'esprit : les hauts responsables de la région ont souvent souligné en privé qu'ils étaient personnellement endettés en euros, confiants qu'ils seraient gagnants sur le long terme. Le processus d'euroisation a été favorisé par le désir d'épargner en euros et également par des taux d'intérêt plus faibles pour les emprunteurs en euros. La perception selon laquelle les taux de change devraient en moyenne continuer à s'apprécier en termes réels sur le long terme était justifiée en théorie par « l'effet Balassa-Samuelson » lié au processus de rattrapage : des gains de productivité élevés liés aux IDE étaient en effet attendus dans le secteur des biens échangeables.

Tableau 1

Crédits en devises (% du total des crédits)

	1998	2000	2002	2004	2006	2008
Slovenie		77	84	90	90	
Estonie	76	79	83	80	78	86
Lettonie		51	53	66	70	85
Lituanie	56	58	49	59	53	65
<hr/>						
Hongrie	55	49	37	40	43	61
Pologne	21	21	27	25	27	34
Tchéquie	20	16	15	11	10	9
<hr/>						
Roumanie		45	50	58	49	58
Bulgarie	39	36	42	48	0	57
Croatie*			91	86	88	77
Serbie*					85	71

*Crédits en devises et indexés en devises

Source : Banques centrales nationales, SG Études économiques et sectorielles

En 2008, la croissance du crédit dans la région était forte depuis plusieurs années. Depuis 2003, le crédit au secteur privé avait augmenté chaque année en termes réels d'environ 5% en Pologne et en Slovaquie, 10% en République tchèque, 15% en Hongrie et en Slovénie et entre 30 et 50% dans les pays baltes et les Balkans. Dans

certaines pays, l'essentiel du crédit intérieur était libellé ou indexé sur des devises étrangères (voir tableau 1, provenant des banques centrales). La part des prêts en devises a augmenté dans toute la région, sauf en République tchèque qui a réussi à éviter la tendance, grâce à une stabilisation monétaire précoce et à un programme de subventions bien calibré pour stimuler l'épargne intérieure en monnaie locale. À l'autre bout du spectre, les pays de l'ex-Yougoslavie étaient déjà profondément euroisés après les crises et les guerres des années 90, avec peu de références en monnaie locale. Ces prêts en devises étaient principalement libellés en euros, mais le franc suisse et le yen japonais étaient également populaires en Hongrie et en Pologne.

...ET PAR DES FORCES MICRO-ÉCONOMIQUES PUISSANTES

Des secteurs entiers des économies nationales étaient fortement euroisés. C'était notamment le cas du secteur immobilier, tant commercial que résidentiel, où les contrats, les prix de transaction, les loyers et les valeurs des sûretés étaient le plus souvent calculés et réglés en euros. L'activité des grands investisseurs étrangers dont les modèles économiques étaient liés aux marchés plus matures de la zone euro a souvent eu pour effet de pousser plus loin la tendance. C'est en particulier le cas du secteur automobile, avec des coûts d'intrants intégrant les pièces de rechange importées, et du secteur de la distribution, avec des contrats de marques importées et des loyers de centres commerciaux libellés en euros. Les grands acteurs européens remodelaient à l'époque ces secteurs et avaient la capacité d'imposer des objectifs de prix en euros à leurs sous-traitants locaux, avec un objectif de maîtrise des coûts et de réduction du risque de change. De nombreux tarifs des services publics étaient également liés de facto à des coûts en euros. Seules les activités plus locales et le secteur public ont échappé à cette tendance.

Cela tendait à créer l'illusion d'une euroisation « de facto » plus profonde de l'économie qui répondait également aux désirs psychologiques de thésaurisation. Mais les revenus réels en euros provenaient bien sûr uniquement des exportations et des transferts qui représentaient une part nettement inférieure de l'économie. Cette illusion était sans aucun doute un facteur de risque en cas de crise profonde. D'autres types de revenus, y compris les salaires, bien que parfois libellés en euros, n'avaient pas la même qualité. En cas de crise de la balance des paiements, ils pourraient baisser fortement en euros. Si les revenus informels étaient souvent cités comme facteur de résilience de ces économies, ce type de revenus n'était manifestement pas toujours disponible pour rembourser les dettes en euros.

LE DILEMME DES BANQUES COMMERCIALES

Comme nous l'avons vu précédemment, le processus d'euroisation dans la région a été façonné par de puissantes forces micro et macro-économiques. Les banques locales ont bien entendu joué un rôle clé dans ce processus. La demande de crédit

en devises dépassant l'accumulation des dépôts, elles ont commencé à s'appuyer de plus en plus sur des financements extérieurs en euros, parfois fournis par les banques mères de l'UE, créant ainsi des positions extérieures négatives. Les banques mères de l'UE pourraient également porter des portefeuilles de prêts depuis leur siège social, poussant encore plus loin la tendance. C'était une manière de répondre rapidement aux nouvelles opportunités du marché. Alors que le processus d'approfondissement financier se poursuivait à grande vitesse, il nourrissait cependant dans certains pays une combinaison inquiétante de caractéristiques comme un creusement du déficit du compte courant, une position extérieure nette négative du secteur bancaire national et une part croissante des prêts libellés en devises. Certains pays affichaient toutes ces caractéristiques (les pays baltes, les pays du sud-est de l'Europe), d'autres seulement certaines d'entre elles. Différentes études ont alors commencé à souligner ces préoccupations, soulevant la question de la résilience des secteurs bancaires face au risque d'un choc de change ou d'une récession économique prolongée. Les banques centrales de la région avaient déjà commencé à mettre en place un ensemble de mesures pour tenter de ralentir le rythme des prêts en devises, principalement en augmentant les réserves obligatoires, en resserrant la classification des prêts et en augmentant la pondération des risques pour ces types de prêts, mais avec des résultats très limités. C'était une lutte inégale contre un vent dominant. Elles se sont également efforcées de ne pas pénaliser les banques locales par rapport aux acteurs financiers non-résidents qui n'étaient pas soumis aux mêmes restrictions. Pour les banques commerciales surfant sur une vague d'optimisme, l'approfondissement financier était rationnel. La base de leurs clients augmentait à partir d'un niveau bas et comprenait de manière sélective les emprunteurs les plus solvables des pays. Un certain degré de confort était également donné par des facteurs régionaux spécifiques considérés comme atténuant les risques.

DES FACTEURS RÉGIONAUX SPÉCIFIQUES SEMBLAIENT ATTÉNUER LES RISQUES

Pour la plupart des pays, la perspective de rejoindre tôt ou tard la zone euro a atténué la perception des risques de change, en offrant une stratégie crédible de sortie de la zone de danger. L'adoption de l'euro n'était pas une option, elle était obligatoire pour les nouveaux et les futurs membres de l'UE. En Slovénie, une fois que le pays est entré dans le mécanisme du MCE II, les prêts en devises ont augmenté rapidement à mesure que le secteur des entreprises saisissait l'opportunité de financer des acquisitions à l'étranger. L'entrée dans la zone euro à partir de janvier 2007 a conduit à la conversion de la monnaie locale en euros, ce qui a éliminé les risques liés aux asymétries de devises. En 2008, la perspective d'une adoption de l'euro d'ici 2010 était estimée comme assez probable pour les pays baltes et au début de la décennie suivante pour de nombreux autres pays.

Des caractéristiques micro-économiques spécifiques pouvaient également atténuer les risques. Les banques de la région étaient majoritairement détenues par des groupes bancaires étrangers, et elles bénéficiaient ainsi du soutien financier de leurs institutions mères occidentales. Des ratios de capital élevés fournissaient un coussin de sécurité qui semblait rendre improbable une crise systémique locale. Les canaux traditionnels de contagion (bulles d'actifs, engagements à court terme, besoins élevés d'emprunts publics extérieurs) n'ont pas été repérés dans la région et des banques mères fortes devraient jouer un rôle stabilisateur en cas de crise de confiance.

Cependant, il était également connu que les crises bancaires sur les marchés émergents avaient souvent été précédées par une croissance rapide du crédit dans le contexte de régimes de change semi-fixes. Des déséquilibres excessifs pouvaient-ils faire dérailler le processus d'adhésion à la zone euro ? ou bien nuire gravement aux secteurs bancaires des pays où cette perspective était plus lointaine ? L'opinion à l'époque était que ces risques pouvaient être évalués au moyen de test de résistance. Les scénarios de ces tests prévoyaient une croissance nettement plus faible et une dépréciation des monnaies de 20% à 30% en termes réels pendant une période pouvant aller jusqu'à deux ans, un peu comme ce que la Pologne avait traversé au début de la décennie. Cette trajectoire de la Pologne avait entamé les bénéfices des banques pendant deux ans mais n'avait pas duré. Des stress plus sévères étaient par ailleurs considérés comme extrême, nécessitant un mécanisme de contagion, des doutes profonds sur le processus de rattrapage à long terme ou un euroscepticisme très profond.

En effet, l'impression prévalait que les nouveaux et les futurs membres de l'UE traversaient une période historique exceptionnelle. Même les observateurs sceptiques n'étaient pas prêts à remettre en question la perspective de rattrapage à long terme. Seule la rapidité du rattrapage paraissait discutable, mais pas sa direction, ni sa durée susceptible de se prolonger encore au moins 10 à 15 ans, ni la poursuite de la transformation micro-économique stimulée par le processus d'adhésion à l'UE. Toutes ces hypothèses ont été mises à l'épreuve de la grande crise financière.

LE TEST DE LA GRANDE CRISE FINANCIÈRE

Avec le recul, nous avons appris que certaines de ces hypothèses étaient beaucoup moins solides qu'on ne le croyait. Certaines ont été invalidées par la grande crise financière.

- Les banques mères de l'UE ont été considérablement affaiblies par la grande crise financière et la crise de la zone euro qui a suivi. Certaines d'entre elles, pas seulement les banques grecques et irlandaises, ne pouvaient plus être considérées comme des « paires de mains fortes ». Pendant un certain temps,

l'exposition des banques mères de l'UE à la région a été davantage considérée comme un passif que comme un actif.

- Le processus de rattrapage s'est interrompu brutalement pendant plusieurs années, sauf pour la Pologne qui a été moins affectée. Il n'a redémarré régionalement à une vitesse beaucoup plus faible qu'après 2013. Parallèlement, la crise de la zone euro montrait que pour ses membres périphériques méridionaux, le rattrapage de la productivité n'avait pas été régulier mais s'était arrêté à une fraction de la productivité du noyau dur de la zone euro.
- Alors que la Slovaquie a rejoint la zone euro en 2009 et que la stratégie d'entrée a fonctionné pour les États baltes dans les années suivantes, l'agenda de l'adoption de l'euro a été reporté pour d'autres pays, parfois sans nouvelle date, avec un esprit d'euroscpticisme croissant. Le processus d'élargissement de l'UE a par ailleurs été plus ou moins stoppé après l'adhésion de la Croatie.

Dans les années précédant la crise, l'appréciation en terme réel des devises par rapport à l'euro, poussée par les entrées de capitaux étrangers, avait été plus rapide que ne le suggérait l'effet Balassa-Samuelson lié au processus de rattrapage. En effet, les gains de productivité réalisés par les entreprises dans la vie réelle ont été plus lents que ce que les marchés financiers du crédit et des devises avaient anticipé. Lorsque les entrées de capitaux ont brutalement cessé à partir de 2009, un rééquilibrage s'est avéré nécessaire. Certaines devises semblaient surévaluées tandis que les perspectives d'adhésion à la zone euro étaient retardées. Dans ce nouveau contexte, la nécessité de réduire le risque de change ancré dans les économies est apparue au premier plan.

Le reflux de l'euroisation

LA RÉPONSE DE L'INITIATIVE DE VIENNE

La nécessité de réduire le risque de change intégré dans les économies est devenue un objectif de l'ensemble des institutions, bien au-delà du cercle initial formé par quelques banques centrales de la région. Le forum de Vienne a joué un rôle décisif à cet égard. Avec la récession et la crise financière, les entreprises et les banques commerciales ne poussaient plus les feux de l'euroisation. L'action des banques centrales régionales a alors commencé à mordre beaucoup plus fortement. Il fallait du temps pour un rééquilibrage ordonné et l'Initiative de Vienne s'est avérée cruciale pour donner ce temps. Le processus de dé-euroisation nécessitait d'attirer l'épargne en monnaie locale. Au-delà de l'action des banques centrales régionales, cela a été progressivement rendu possible grâce au rééquilibrage extérieur réussi des économies et à la stabilisation macro-économique et monétaire qui a suivi. Les écarts entre les instruments libellés en monnaie locale et l'euro ont commencé à baisser, diminuant considérablement toute incitation antérieure à supporter un

risque de change. L'euroisation dans la région a progressivement diminué comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau 2

Crédits en devises (% du total des crédits)

	2008	2010	2012	2014	2016	2018
Slovenie						
Estonie	86	89				
Lettonie	85	89	87			
Lituanie	65	75	73	73		
Hongrie	61	62	55	51	22	21
Pologne	34	33	32	29	27	21
Tchéquie	9	8	8	10	11	13
Roumanie	58	63	62	56	43	34
Bulgarie	61	64	64	57	45	40
Croatie*	77	73	75	74	66	60
Serbie*	71	69	72	69	69	67

*Crédits en devises et crédits indexés en devises

Source : Banques centrales nationales, SG Études économiques et sectorielles

Certains problèmes étaient plus aigus et conflictuels. Les prêts en francs suisses ont été à juste titre considérés comme très risqués, comme cela a été illustré en 2015 lorsque la Suisse a laissé le franc s'apprécier brutalement contre l'euro. La Hongrie a choisi de mettre en œuvre une conversion forcée de ces prêts en monnaie locale et a ensuite été suivie par la Croatie, tandis que la Pologne et la Roumanie ont envisagé des programmes qui n'ont finalement pas été pleinement appliqués. La Hongrie suivie plus tard par la Pologne et d'autres pays ont commencé à taxer davantage le capital étranger et à remettre en question son rôle dans leurs économies. Si ces débats ont laissé des cicatrices, il est cependant clair qu'aucun acteur majeur n'a choisi de quitter la région pour cette raison.

L'Initiative de Vienne est un cas exemplaire de comportement coopératif réussi, construit sur une base solide. Le fait que les mêmes banques commerciales étaient à la fois de grands acteurs nationaux et les principaux créanciers extérieurs a grandement aidé à cet égard. Les financements de marché n'étaient pas dominants par rapport aux financements bancaires dans la plupart des pays. Le niveau relativement bas des ratios d'endettement public dans la région fut également un atout. Une crise bancaire systémique dans la région a ainsi été évitée au profit de tous les acteurs. Le rééquilibrage ordonné des modèles commerciaux des banques a réduit les niveaux de risque et facilité le processus de dés euroisation là où cela était nécessaire. Après plusieurs années de croissance terne, le processus de rattrapage

avec le cœur de la zone euro a été relancé dans la région, à partir du milieu de la dernière décennie.

La région est dans une position beaucoup plus solide pour traverser la récession actuelle. Le débat économique ne porte plus sur des questions de stabilité financière mais sur les perspectives du rattrapage post Covid. Au-delà des fonds structurels européens déjà existants, parfois sous utilisés, la capacité administrative des pays à absorber les fonds du plan de relance européen, va être mise à l'épreuve. La trajectoire de plusieurs pays pourrait aussi être freinée par le ralentissement notable, parfois l'inversion, de leur progrès en termes de gouvernance. Dans cette nouvelle phase, le rattrapage régional devrait se poursuivre mais il promet d'être moins mécanique et plus qualitatif.

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

Analyse macrosectorielle
+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

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

Abonnez-vous aux publications des économistes :

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2020