

SCÉNARIO ÉCO

SG Études économiques et sectorielles

La phase III est plus difficile pour les politiques économiques

- La résurgence de Covid19 a conduit à de nouvelles restrictions sur la mobilité, et le rebond économique est en perte de vitesse dans plusieurs pays, donnant lieu à ce que nous appelons la phase III de la crise Covid19. Les deux premières phases ont été caractérisées par un effondrement de l'activité en raison de confinements stricts suivi d'un rebond lorsque les mesures ont été assouplies. Cette troisième phase se caractérise par un virus toujours actif et des mesures restrictives plus localisées, mais qui pourraient durer longtemps.
- La crise sanitaire se prolonge et des mesures conçues comme temporaires ont été étendues à divers degrés, mais cela n'a pas été sans frictions. Il est néanmoins encourageant de voir émerger un consensus politique dans de nombreuses économies avancées pour mettre en place des programmes d'infrastructure axés sur les transitions numériques et écologiques. Pourtant, cette nouvelle phase de réponse à la crise comporte des risques plus importants de mise en œuvre et d'un risque d'interruption prématurée. Les pays les plus fragiles sur le plan budgétaire sont moins capables de financer des programmes nécessitant une injection importante de fonds publics.
- Pour la plupart des pays, nous prévoyons un rebond du PIB après une forte récession en 2020, mais le niveau du PIB à la fin de 2021 sera généralement inférieur à son niveau de fin 2019. La reprise devrait être plus prononcée dans les pays en développement. Pourtant, nous ne nous attendons pas à un véritable « découplage » en termes de croissance étant donné les faibles perspectives des prix des produits de base et l'absence d'un moteur de croissance dans l'économie mondiale.
- Toutes les grandes banques centrales devraient maintenir une politique très accommodante à l'horizon de nos prévisions.

Table des matières

SYNTHESE CONJONCTURELLE.....	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	8
ZONE EURO	10
ALLEMAGNE	13
FRANCE.....	16
ITALIE	19
ESPAGNE.....	22
ROYAUME-UNI	25
ÉTATS-UNIS.....	29
JAPON.....	32
CHINE.....	35
INDE	38
BRESIL.....	41
RUSSIE	44
AFRIQUE.....	47
AMERIQUE LATINE	49
ASIE ÉMERGENTE	51
PAYS DU GOLFE	53
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	55
CONTACTS.....	57
DISCLAIMER	58

SYNTHESE CONJONCTURELLE

ÉCONOMIE MONDIALE

Le PIB mondial est revenu en territoire positif en juillet et août, les confinements étant progressivement assouplis. Cependant, la résurgence de la Covid19 dans de nombreux endroits a conduit à de nouvelles restrictions sur la mobilité et le rebond économique est en perte de vitesse, laissant place à la phase III de la crise Covid19. Les deux premières phases ont été dominées par un effondrement de l'activité, en raison des confinements rigoureux, suivi d'un vif rebond au fur et à mesure que les confinements ont été assouplis. En revanche, cette troisième phase se caractérise par un virus toujours actif et des mesures restrictives plus localisées mais qui pourraient bien être maintenues beaucoup plus longtemps.

LA POLITIQUE DEVIENT BEAUCOUP PLUS DIFFICILE

La troisième phase apporte de nouveaux défis et impose des exigences beaucoup plus grandes aux politiques économiques, car les gouvernements et les entreprises doivent apprendre à vivre avec le coronavirus. La crise sanitaire se prolonge et des mesures conçues comme temporaires ont été étendues. La France, l'Allemagne et l'Italie ont prolongé leurs programmes respectifs de soutien à l'emploi, l'Italie cherchant à obtenir le soutien du nouveau mécanisme de chômage « SURE » de l'Union européenne.

Pourtant, ces pays redoutent que la mise en œuvre de ces mesures pendant une période très longue n'entraîne une pression importante sur leurs finances publiques. Les États-Unis montrent à quel point la situation est devenue difficile à l'approche des élections. À l'expiration en juillet des USD 600 supplémentaires par semaine d'allocations de chômage, il n'y a pas eu d'accord au Congrès pour la prolongation de cette mesure. Le président Trump a signé un décret offrant une aide partielle aux chômeurs (USD 400 par semaine) provenant du fonds américain de secours en cas de catastrophe. Les ménages fragilisés font ainsi face à une incertitude considérable, car ce fonds pourrait s'épuiser en quelques semaines.

LES PROGRAMMES D'INVESTISSEMENT PUBLIC SONT LA CLÉ

Les politiques économiques de cette troisième phase font face à des défis structurels complexes. Déjà avant la crise actuelle, les niveaux d'endettement dans la plupart des économies étaient élevés, notamment au niveau des entreprises. Elles ont été aidées par les prêts garantis par le gouvernement et l'assouplissement monétaire de la banque centrale. Pourtant, une simple prolongation des prêts garantis par le gouvernement ou des divers moratoires ne fera qu'accroître l'endettement des entreprises, ce qui risque en fin de compte d'affecter leur solvabilité et d'affaiblir la croissance potentielle.

Stimuler les investissements dans les infrastructures publiques, et notamment et notamment celles destinées à faciliter les transitions numériques et vertes, est une solution attrayante pour ces politiques de la troisième phase.

Il est encourageant de voir émerger un consensus politique dans de nombreuses économies avancées pour mettre en œuvre des programmes d'investissement public axés sur les transitions numériques et écologiques, tels que le plan de relance de l'Europe « prochaine génération UE ».

Toutefois, la mise en œuvre de tels programmes dans la pratique comporte de nombreux défis, qu'il s'agisse de la simple logistique d'approbation des projets, de la disponibilité de travailleurs qualifiés et de la garantie que les projets soient sélectionnés de manière adéquate pour produire des effets multiplicateurs positifs dans l'ensemble de l'économie. Les gouvernements doivent en effet s'attaquer aux risques imprévus potentiels associés à de telles transitions, que ce soit pour les travailleurs, les secteurs individuels ou les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Au-delà des risques de mise en œuvre et d'interruption prématurée, les pays dont les finances publiques sont fragiles sont moins bien équipés pour financer ces transitions politiques et la reprise, car les programmes d'investissement à grande échelle nécessitent une injection importante de fonds publics.

CROISSANCE MONDIALE : PERSPECTIVES INCERTAINES

Compte tenu du niveau élevé d'incertitude sur le rythme de la pandémie, nous maintenons un scénario « central » et un scénario de crise prolongé (scénario « prolongé ») reflétant différentes hypothèses sur la crise sanitaire. Dans le scénario central, nous supposons un retour progressif à la normalité d'ici au T1-22, avec des perturbations sporadiques dues à des restrictions localisées de mobilité ou d'activité plutôt qu'à des confinements généralisés. Dans le scénario prolongé, nous supposons que la crise sanitaire dure une année supplémentaire, dans ce scénario la vie quotidienne ne revient à la normale qu'au T1-23.

Dans les deux scénarios, le monde connaîtra en 2020 la pire contraction économique depuis la Seconde Guerre mondiale, avec une contraction du PIB de -3,8% dans le scénario « central » et de -4,9% dans le scénario « prolongé ». L'économie mondiale va rebondir à 5% en 2021 dans le scénario central, mais seulement à 3,1% dans le scénario prolongé.

La reprise prévue en 2021 devrait être plus prononcée dans les pays en développement que dans les économies avancées. Pourtant, nous ne nous attendons pas à un véritable « découplage » en termes de croissance étant donné les faibles perspectives des prix des produits de base et l'absence de moteur de croissance dans l'économie mondiale comme ce fut le cas lorsque la Chine a tiré la croissance mondiale après le choc de Lehman.

Les conséquences de l'épidémie de Covid19 pour l'économie mondiale seront durables. Nous nous attendons à des chiffres sombres de la croissance du PIB en

2022/2023, reflétant la baisse des investissements privés et la baisse des gains de productivité. La question demeure de savoir quels changements de mode de vie et des habitudes de dépenses et d'épargne connexes deviendront permanentes, et comment les entreprises reconsidéreront leurs plans d'investissement, en particulier dans les secteurs directement touchés par la distanciation sociale et/ou impliquant un risque plus élevé de transmission du virus.

Les surprises négatives sont possibles, notamment en raison d'éventuelles discontinuités découlant de faillites d'entreprises. Le monde post-pandémie restera probablement caractérisé par des rivalités géopolitiques, notamment par des tensions entre les États-Unis et la Chine sur le commerce et la technologie. La croissance déprimée pourrait alimenter le mécontentement social et s'avérer un terreau fertile pour les politiques populistes. Cela, parallèlement à la baisse de la coopération en matière de politique mondiale, nuira aux investissements commerciaux et transfrontaliers, et pourrait également retarder les efforts visant à parvenir à accélérer la décarbonisation et à lutter contre le réchauffement climatique.

ÉCONOMIES AVANCEES

Dans la plupart des pays avancés, le niveau du PIB à la fin de 2021 sera encore inférieur à son niveau de 2019 et considérablement inférieur à ce qui était prévu avant la pandémie.

L'activité dans la zone euro en 2021 devrait rebondir de 5,8% après la contraction de 7,1% en 2020 (scénario central). Parmi les membres de la zone euro, l'Allemagne devrait se redresser plus rapidement grâce à d'importantes mesures de relance budgétaire et revenir aux niveaux de revenus d'avant la pandémie d'ici le T1-23 dans le scénario central. Les perspectives pour l'Espagne et l'Italie sont plus sombres avec des niveaux élevés d'endettement qui limitent la possibilité d'une relance budgétaire. En termes de perspectives de croissance, la France se trouve au milieu du peloton, avec une économie stimulée par le plan de relance de 100 milliards d'euros (4% du PIB 2019).

Aux États-Unis, le rythme de rebond de l'emploi a été élevé après le choc initial de l'épidémie de Covid19. Toutefois, le Programme de protection des salaires a expiré fin de juillet et il y a un risque que la reprise s'estompe avec peu de nouvelles mesures de soutien en vue, notamment compte tenu de l'incertitude entourant les élections du 3 novembre. Dans notre scénario central, le PIB chute de -6% en 2020, suivi d'une modeste reprise de 3,7% en 2021.

Au Japon, l'activité a diminué pendant trois trimestres consécutifs et la contraction enregistrée au T2-20 est la plus forte depuis le début des statistiques en 1955. Le nouveau Premier ministre Yoshihide Suga devra faire face à des défis économiques difficiles, avec une reprise qui sera aux prises avec les problèmes structurels du Japon avant Covid19, y compris le niveau élevé de la dette publique et le spectre de

la déflation. Dans notre scénario central, nous prévoyons une contraction du PIB de -5,3% en 2020 et un rebond de 2,2% en 2021.

Enfin, le Royaume-Uni est confronté à une reprise difficile, compliquée par les pressions liées au Brexit et la fin de la période de transition fin 2020. Nous supposons qu'un accord commercial étroit avec l'UE entrera en vigueur en 2021, mais un Brexit sans accord est un risque sérieux. Nous prévoyons une croissance de -8,5% en 2020 et un rebond à 5% en 2021.

MARCHES EMERGENTS

Une reprise est en cours après l'assouplissement des mesures de distanciation sociale, mais l'incertitude demeure élevée. Des pays comme l'Inde, le Mexique et l'Afrique du Sud ont connu au T2-20 un recul de l'activité proche de 20 % en glissement annuel, et finiront l'année avec contraction du PIB inédite. La Chine sera la seule économie du G20 à afficher une croissance positive cette année, bien que l'expansion du PIB sera la plus lente depuis 1976. Les signes persistants de déséquilibres structurels en Chine, les bilans bancaires dégradés et les tensions commerciales avec les États-Unis seront des obstacles à la reprise. Dans l'ère post-pandémie, l'Asie devrait cependant rester la région à plus forte croissance, suivie de l'Afrique. L'Amérique latine et le Moyen-Orient obtiendront de moins bons résultats en raison de la faiblesse des prix des matières premières et des effets économiques négatifs de la pandémie de Covid19.

Les pays dont les fondamentaux sont solides bénéficient désormais d'une abondante liquidité sur les marchés internationaux et reconstituent leurs réserves de change. Cette situation contraste avec celle de mars/avril, où les marchés émergents avaient dû faire face à des sorties de capitaux record. Les pays exportateurs de pétrole qui n'ont pas un matelas de sécurité financière (par exemple avec des actifs extérieurs gérés par leurs fonds souverains) resteront dans une situation de faiblesse.

BANQUES CENTRALES

En maintenant des politiques très accommodantes, les grandes banques centrales continueront de contribuer à l'environnement de taux d'intérêt durablement bas. Nous nous attendons à une fourchette cible de taux des fonds de la Fed de 0-0,25% au moins jusqu'en 2023. La Fed a annoncé une nouvelle stratégie de politique monétaire, qui signale que la banque centrale sera beaucoup moins proactive dans la politique de resserrement une fois la reprise amorcée. La BCE soutiendra également la liquidité. Lors du Conseil de politique monétaire du 10/9, la présidente Lagarde a souligné la double fonction du PEPP (qui remplace aujourd'hui les OMT), à savoir, stabiliser les marchés et garantir la convergence de l'inflation à l'objectif de la BCE. Même en ce qui concerne le taux de change, il est clair que la BCE a tenu à faire savoir aux marchés qu'il lui reste de nombreux outils pour soutenir l'économie

si nécessaire, notamment le cas d'une appréciation de l'euro se traduisant par des pressions déflationnistes.

La nouvelle série d'assouplissement monétaire a favorisé un rebond des actions, des obligations à haut rendement et des actifs des marchés émergents après l'effondrement du marché en mars/avril. Pourtant, l'aversion au risque s'est accrue depuis le début du mois de septembre, avec des inquiétudes croissantes au sujet d'une deuxième vague d'infections à Covid19 et des doutes quant à la vigueur sous-jacente de la reprise économique, probablement surestimée sur les valorisations actuelles des actifs.

PREVISIONS ECONOMIQUES

PIB réel (annuel, %)

	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
	Réalisé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé	Central	Prolongé
Marchés développés	1.7	-6.3	-7.3	4.1	1.7	1.9	3.5	1.9	1.9
Etats-Unis	2.3	-6.0	-7.1	3.7	1.0	2.8	4.7	2.4	2.2
Japon	0.7	-5.3	-6.7	2.2	-0.5	0.5	2.0	0.5	1.2
Royaume-Uni	1.5	-8.5	-10.0	5.0	2.0	2.0	4.7	1.8	2.0
Zone Euro	1.3	-7.1	-8.1	5.8	3.4	1.2	2.8	1.4	1.5
Allemagne	0.6	-5.5	-6.5	4.0	2.5	1.1	1.9	1.3	1.3
France	1.5	-8.5	-10.0	6.5	4.0	1.0	3.2	1.5	1.5
Italie	0.3	-9.9	-10.9	6.8	3.2	1.3	3.9	1.0	1.6
Espagne	2.0	-11.2	-12.5	8.2	3.9	1.9	4.6	1.9	2.8
Marchés émergents	3.6	-2.5	-3.6	5.5	3.9	3.3	3.7	3.5	3.4
Asie	5.1	-0.8	-2.3	6.6	4.8	4.4	4.9	4.4	4.4
Chine	6.1	2.5	1.1	6.6	4.4	4.8	5.0	4.6	4.7
Inde	4.2	-7.2	-10.6	8.4	7.6	5.3	6.6	4.5	5.1
Europe Centrale et Orientale	2.1	-4.6	-5.5	3.8	2.7	2.0	1.8	2.4	1.8
Rép. Tchèque	2.5	-6.0	-7.5	5.8	4.0	1.5	0.5	2.0	1.4
Roumanie	3.6	-6.5	-8.0	5.7	5.0	1.6	1.8	2.0	2.0
Russie	1.4	-3.5	-5.0	2.0	1.5	1.5	0.5	1.5	0.5
Amérique Latine	0.1	-6.8	-7.5	3.6	2.1	1.4	1.9	1.5	1.4
Brésil	1.1	-5.8	-7.2	3.5	2.1	2.3	3.5	2.0	2.0
Moyen-Orient & Asie Centrale	-0.2	-5.0	-5.4	3.7	2.2	1.2	1.4	1.5	1.4
Afrique	3.2	-2.8	-3.2	4.6	3.1	2.3	2.6	2.9	2.6
Monde (pondéré par PPA)	2.9	-3.8	-4.9	5.0	3.1	2.8	3.7	2.9	2.8

Variables financières

Fin d'année	Central				Prolongé			
	2020p	2021p	2022p	2023p	2020p	2021p	2022p	2023p
Etats-Unis								
Taux Fed Funds (borne haute)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.80	0.90	1.00	1.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Zone Euro								
Taux de refinancement	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Emprunts d'Etat à 10 ans								
Allemagne	-0.40	-0.40	-0.30	0.00	-0.60	-0.60	-0.60	-0.50
France	-0.10	-0.10	0.20	0.40	-0.30	-0.20	0.10	0.10
Italie	1.10	1.10	1.70	2.00	0.90	1.15	1.90	1.75
Espagne	0.40	0.40	0.80	1.00	0.20	0.35	0.80	0.75
Royaume-Uni								
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.50	0.60	0.70	1.00	0.30	0.40	0.60	0.60
Japon								
Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Emprunts d'Etat à 10 ans	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

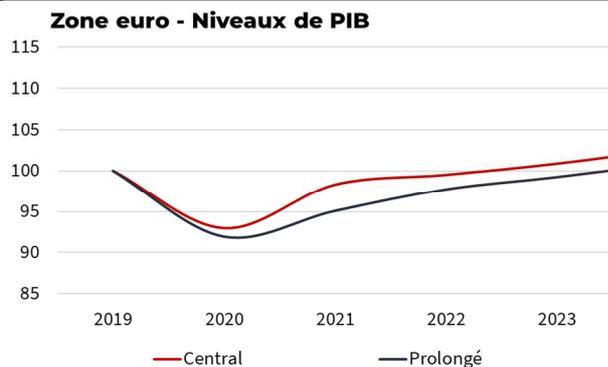
Fin d'année	Central				Prolongé			
	2020p	2021p	2022p	2023p	2020p	2021p	2022p	2023p
EUR / USD	1.15	1.15	1.15	1.20	1.15	1.10	1.10	1.10
EUR / GBP	0.90	0.95	0.95	0.95	0.90	1.00	1.00	1.00
GBP / USD	1.28	1.21	1.21	1.26	1.28	1.10	1.10	1.10
USD / JPY	110	110	110	105	105	105	105	105
USD / CNY	6.95	7.05	7.10	7.05	7.20	7.20	7.20	7.25
Brent (\$/baril)	43	45	55	55	39	38	50	50

ZONE EURO

- **La reprise de l'activité sera très progressive en 2021-2022 et il faudra plusieurs années pour que le PIB retrouve sa tendance.**
- **L'orientation de la politique monétaire restera très accommodante et les taux d'intérêt bas sur l'horizon de prévision.**
- **Les aléas baissiers sont nombreux, notamment le possible regain de tensions financières et un retour de l'euroscpticisme.**

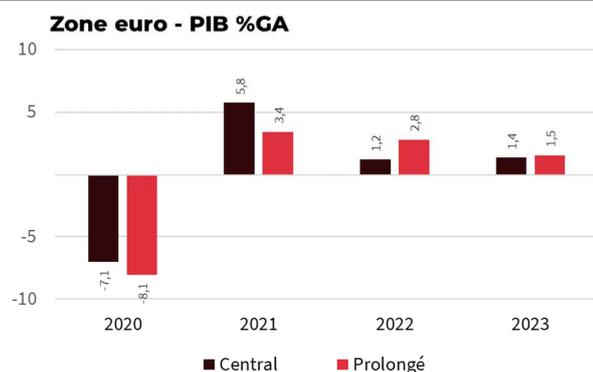
La croissance rebondira fortement en 2021, essentiellement en raison d'effets de base favorable. La croissance séquentielle restera en revanche modérée en 2021-2022. En effet, les mesures d'urgence prises par les gouvernements en réponse à la crise sanitaire auront reporté dans le temps l'impact de l'arrêt forcé de l'activité sur l'emploi et l'investissement. La relance prévue à l'échelle européenne soutiendra la croissance et contribuera à écarter le scénario d'une trop forte (bien que présente) divergence des trajectoires de croissance des différentes économies. Toutefois, le maintien d'une épargne de précaution par les ménages et les entreprises atténuera l'impact des plans de relance. Dans ce contexte, le PIB ne retrouverait pas son niveau d'avant crise avant 2023. Dans le scénario où une deuxième vague épidémique conduirait à la réintroduction de mesures restreignant l'activité, la convergence serait repoussée d'un an.

Le PIB retrouvera son niveau d'avant-crise au début de 2023



Source : SG Études économiques et sectorielles

La croissance restera modérée jusqu'en 2023



Source : SG Études économiques et sectorielles

Le commerce mondial pâtira d'une reprise très progressive de l'activité globale en 2021-2022. Notamment, l'absence d'une relance d'ampleur en Chine (contrairement à ce qui avait été observé après la crise de 2008-2009) écarte le scénario d'un rebond marqué de la demande extérieure. Les exportations afficheraient dès lors une croissance modérée sur l'horizon de prévision.

Dans le sillage du choc enregistré en 2020, le rebond de la demande intérieure sera modeste. Avec l'appui des différents mécanismes de garantie publique nationaux, les entreprises auront fortement augmenté leur endettement pour compenser les

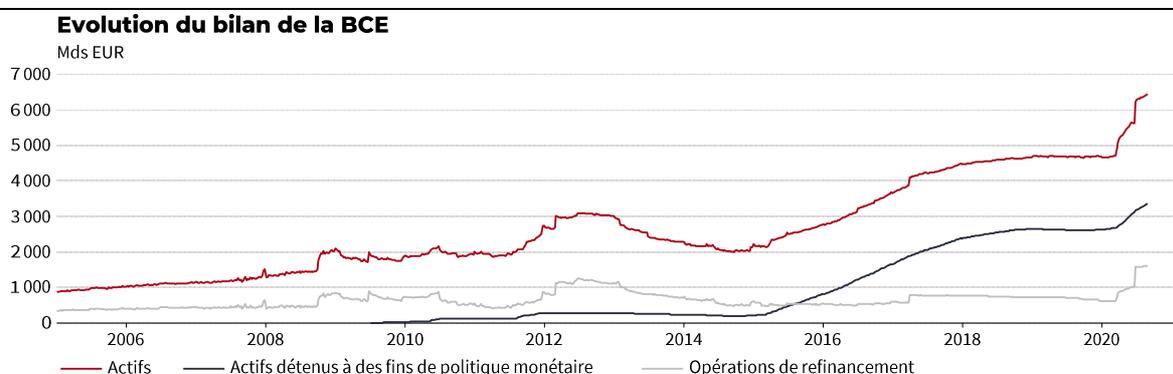
pertes liées à l'arrêt forcé de l'économie. Dans ce contexte, la dégradation des ratios d'endettement, déjà élevés dans certains pays avant la crise, pèsera sur la reprise de l'investissement.

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

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

A court terme, la stratégie de la BCE continuera d'être dictée par la gestion des répercussions directes de la crise (ample fourniture de liquidité aux banques et achats massifs d'actifs). Son bilan gonflerait ainsi jusqu'à 60 % du PIB en 2020-2021, soit une hausse de 20 points de PIB par rapport au début d'année 2020. A plus long terme, toute normalisation de la politique monétaire apparaît difficile et le biais semble davantage orienté vers de nouvelles mesures de stimulus. En effet, l'inflation sera faible en 2021-2022. La modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande dissuaderont les entreprises d'augmenter leurs prix, tandis qu'en parallèle la hausse du prix du pétrole restera modérée sur l'horizon de prévision. Ainsi, même si une nouvelle baisse du taux de dépôt semble pour l'heure écartée, la mobilisation des TLTRO et les achats d'actifs (via le prolongement de la durée et l'accroissement de la taille du PEPP) resteront au cœur de la stratégie de la BCE.

Une politique monétaire accommodante



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Une résorption plus rapide qu'anticipé de la crise sanitaire constitue le principal risque haussier à notre scénario. En parallèle, la liste des aléas baissiers est longue.

Une dégradation de la qualité des bilans bancaires, en lien la hausse des ratios d'endettement des entreprises notamment, sera à surveiller. De même, l'abaissement de la notation souveraine des Etats les plus fragiles ferait réapparaître des tensions sur le marché des dettes souveraines. Enfin, une nouvelle poussée de l'euroscpticisme et du risque politique n'est pas à exclure.

Zone Euro	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	1,3	-7,1	-8,1	5,8	3,4	1,2	2,8	1,4	1,5
Inflation, %	1,2	0,5	0,4	1,2	0,8	1,3	1,6	1,3	1,4
Chômage, %	7,6	8,0	8,0	10,2	11,0	10,8	11,4	10,6	11,1
Solde budgétaire, % du PIB	-0,9	-9,3	-9,8	-6,1	-8,1	-6,0	-7,2	-5,5	-6,6
Dettes publiques, % du PIB	89	107	109	109	115	112	117	115	120

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

ALLEMAGNE

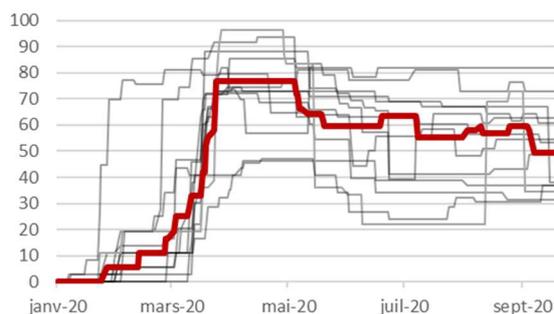
- **La croissance post-pandémie restera modérée, malgré l'ampleur de l'intervention publique.**
- **Avec la dépression de la demande globale, l'inflation sous-jacente se tassera sur l'horizon de prévision.**
- **Malgré la dégradation des ratios d'endettement public et privé, les risques sur la stabilité financière sont limités.**

La reprise sera progressive dans le sillage de la récession de 2020. La croissance rebondira fortement en 2021 essentiellement en raison d'effets de base favorables en début d'année. Mais en 2022, les effets retardés de la crise sur l'emploi, l'investissement et la demande extérieure pèseront sur l'activité. L'intervention massive des administrations publiques soutiendra la croissance, mais le maintien d'une épargne importante par les ménages et les entreprises diminuera l'impact du stimulus. Ainsi la croissance n'évoluerait que légèrement au-dessus de son potentiel et le PIB ne retrouverait pas son niveau d'avant crise avant début 2023 (2024 dans le scénario d'une crise sanitaire prolongée).

Contrairement à la situation observée en 2010, les entreprises allemandes pourront difficilement compter sur le dynamisme des marchés émergents pour compenser la faiblesse de la demande en Europe. L'ampleur de la relance sera modeste en Chine, tandis que les économies émergentes sortiront affaiblies par la crise sanitaire. Au total, les exportations afficheront une croissance modeste en 2021-2022, en ligne avec la trajectoire du commerce mondial.

Un confinement moins sévère...

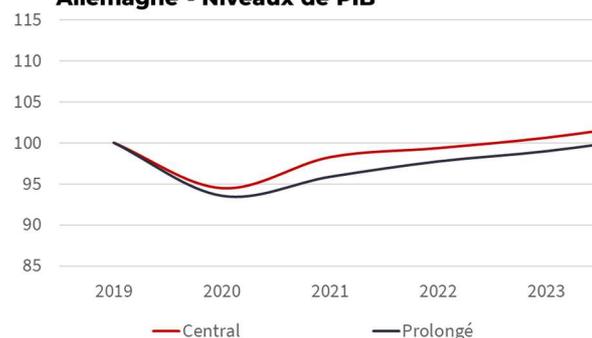
Allemagne - Intensité des restrictions
En rouge par rapport aux autres économies en gris



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

...mais la reprise devrait être lente

Allemagne - Niveaux de PIB



Source : Université d'Oxford

Les subventions octroyées et les fonds propres apportés par les pouvoirs publics auront écarté le scénario d'une trop forte dégradation du bilan des entreprises. Les ratios d'endettement auront toutefois significativement augmenté avec l'interruption de l'activité en 2020. Ce facteur, conjugué à la faiblesse de la demande anticipée et à l'incertitude persistante, pèsera sur la reprise de l'investissement en 2020-2021. Du côté des ménages, la hausse du chômage et le tassement du revenu

par tête grèveront la consommation en 2021-2022. La croissance de l'investissement en logement sera également modeste pour les mêmes raisons, pâtissant en plus d'un durcissement probable des conditions d'octroi de crédit par les banques.

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

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

L'accroissement de la demande publique actée en 2020 dans le cadre des mesures d'urgence et la relance continuera d'avoir des effets positifs sur l'activité. Ainsi, en l'état actuel des choses, les mesures budgétaires prises en réponse à la crise sanitaire et le plan de relance représentent environ 10 % du PIB. La dette publique augmenterait d'environ 30 points de PIB sur l'horizon de prévision, à presque 90 % du PIB en 2023

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

Malgré la dégradation des ratios d'endettement public et privé, les risques sur la stabilité financière semblent limités. Le principal aléa haussier à notre scénario serait l'évacuation plus rapide que prévu du risque sanitaire. L'impact positif sur la

confiance inverserait certainement les comportements d'épargne de précaution. Mais en parallèle, les risques baissiers restent nombreux. Un échec des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne concernant leur future relation en est un des principaux. De même, une reprise des tensions commerciales avec, par exemple, le rehaussement par les Etats-Unis des tarifs douaniers sur leurs importations de véhicules pèserait lourdement sur la filière automobile allemande, déjà en difficulté depuis 2018.

Allemagne	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	0,6	-5,5	-6,5	4,0	2,5	1,1	1,9	1,3	1,3
Inflation, %	1,4	0,5	1,0	0,8	1,5	1,3	1,5	1,4	1,4
Chômage, %	5,0	6,1	6,4	7,3	8,1	7,6	8,4	7,4	8,2
Solde budgétaire, % du PIB	1,4	-7,6	-8,0	-5,9	-7,2	-5,1	-5,9	-4,5	-5,4
Dettes publique, % du PIB	60	76	77	79	82	83	86	86	90

Cent. = Central

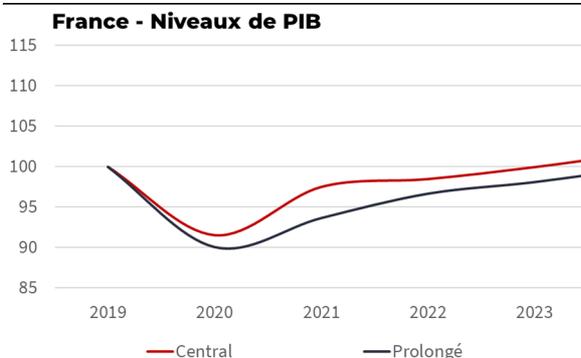
Prol. = Prolongé

FRANCE

- **La croissance du PIB restera très modérée en 2021-2022 et le taux de chômage dépasserait 10 % sur l'horizon de prévision.**
- **La modération des coûts salariaux et la faiblesse des prix du pétrole entretiendront un environnement d'inflation très faible.**
- **La dette publique augmenterait de 30 points de PIB approchant 130 % du PIB en 2023.**

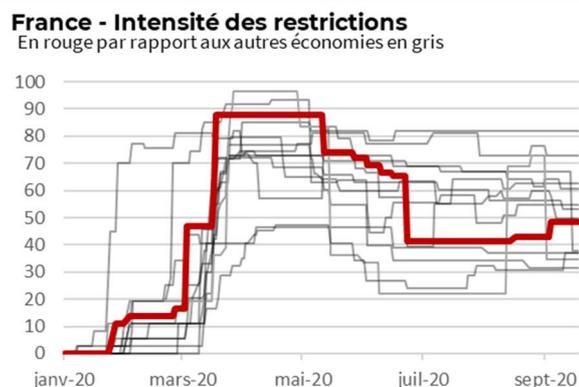
Après avoir enregistré en 2020 une récession d'une ampleur inédite depuis la seconde guerre mondiale, l'économie française devrait afficher une croissance séquentielle très modérée en 2021-2022. En effet, les mesures d'urgence prises par le gouvernement en 2020 ont seulement repoussé dans le temps les effets réels de l'arrêt forcé de l'économie sur l'emploi et l'investissement. Le plan de relance soutiendra l'activité en 2021, mais ne permettra pas selon nous de rattraper la totalité du revenu perdu en 2020. En l'état actuel des choses, le PIB retrouverait son niveau d'avant crise au début de l'année 2023 seulement et le taux de chômage dépasserait 10 % sur le même horizon. Si la deuxième vague épidémique nécessitait la réintroduction de mesures contraignant la reprise de l'activité, alors le PIB ne retrouverait pas son niveau d'avant crise avant 2024.

La récupération devrait être lente



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Un confinement strict a nui à l'économie



Source: Université d'Oxford

La demande extérieure restera atone. Les secteurs tirant les exportations françaises (aéronautique, tourisme, automobile) sont particulièrement affectés par la pandémie. De plus, les principaux partenaires commerciaux de la France seront également affectés par l'étalement dans le temps des effets de la crise. Enfin, l'absence de relance d'ampleur en Chine (contrairement à ce qui fut observé après la crise de 2008-2009) pèsera sur les échanges internationaux. La demande adressée à la France resterait donc modérée en 2021-2022.

Les entreprises ont été financièrement fragilisées par l'arrêt forcé de l'économie. Les mesures d'urgence du gouvernement (chômage partiel et Prêt Garanti par l'Etat

notamment) ont certes soutenu leur liquidité, mais les ratios d'endettement se sont néanmoins sensiblement dégradés. Les entreprises seront dès lors amenées à générer des capacités de financement pour stabiliser la dette, ce qui contraindra les dépenses d'investissement. Dans ce contexte, il est fort probable que les baisses d'impôt sur la production prévues à la relance budgétaire n'auront qu'un effet limité sur l'activité à court terme.

Principales mesures du plan de relance	Taille Mds EUR
▪ TRANSITION ECOLOGIQUE	30
Dont :	
▪ Transports	11
▪ <i>dont SNCF</i>	4,7
▪ <i>dont soutien à l'achat de véhicules propres</i>	1,9
▪ <i>dont transports en commun et vélo</i>	1,2
▪ Rénovation des bâtiments	6,7
▪ <i>dont bâtiments publics</i>	4
▪ <i>dont rénovation énergétique des logements</i>	2
▪ <i>dont rénovation lourde du parc HLM</i>	0,5
▪ Energie et technologie verte	9
▪ <i>dont marchés clés dans les technologies vertes</i>	3,4
▪ <i>dont aéronautique et automobile</i>	2,6
▪ <i>dont hydrogène</i>	2
▪ <i>dont nucléaire</i>	0,4
▪ Transition agroécologique	1,2
▪ COMPETITIVITE ET INNOVATION	34
Dont :	
▪ Baisse des impôts de production	20
▪ Plan d'investissements d'avenir	11
▪ Renforcement des fonds propres des entreprises	3
▪ Soutien à l'investissement industriel***	1
▪ <i>dont territoires d'industrie</i>	0,4
▪ <i>dont projets de relocalisation</i>	0,6
▪ COHESION SOCIALE ET TERRITORIALE	36
Dont :	
▪ Emploi et formation	15,3
▪ <i>dont plan jeunes</i>	6,7
▪ <i>dont chômage partiel</i>	7,6
▪ <i>dont investissement dans les compétences</i>	1
▪ Volet investissement dans la santé (Ségur)	6
▪ Soutien à l'investissement des collectivités	5
▪ Recherche (enseignement supérieur, ANR)	3
▪ Aides sociales	0,8
Total du plan	100
% du PIB	4,1

Du côté des ménages, les destructions d'emplois et la modération des revenus d'activité pèseront sur les dépenses. L'investissement en logement restera ainsi très

certainement atone sur l'horizon de prévision malgré un environnement de taux favorable. La résorption de l'épargne « forcée » accumulée lors du confinement (rien qu'au S1-2020, le taux d'épargne a augmenté de 12.3 points par rapport au T4-2019) tirera la consommation privée au deuxième semestre de cette année. Mais avec l'augmentation du chômage et l'incertitude persistante entourant l'évolution de la pandémie, les ménages conserveront certainement une épargne de précaution, écartant le scénario d'un rebond durable de la consommation.

La persistance de prix du pétrole bas, la modération des coûts salariaux et la faiblesse de la demande anticipée contribueront à entretenir un environnement d'inflation très faible en 2021-2022. Les ruptures des chaînes d'approvisionnement n'auraient en agrégé qu'un impact (hausser) limité sur l'inflation.

La contraction de l'activité et les mesures d'urgence du gouvernement en réponse à la crise sanitaire auront fortement dégradé les finances publiques en 2020. Le débouclage de certaines mesures exceptionnelles (le chômage partiel, par exemple) et les subventions destinées à la France dans le cadre du plan de relance européen contribueront à améliorer le solde public en 2021. Mais avec la reprise très modérée de l'activité et l'exécution du plan de relance, les ratios d'endettement publics resteront dégradés sur l'horizon de prévision, la dette publique atteignant presque 130 % du PIB en 2023. Le risque entourant le financement de la dette restera toutefois limité tant que la politique monétaire très expansionniste de la BCE continuera à garantir des conditions de financement très favorable au gouvernement.

Le principal aléa haussier à notre scénario serait l'évacuation définitive du risque sanitaire (avec le développement plus rapide qu'anticipé d'un vaccin contre la Covid par exemple). En parallèle, la liste des risques baissiers reste longue (tensions commerciales avec les Etats-Unis, incertitudes dans le sillage du Brexit, mouvements sociaux...). Enfin, la dégradation des ratios d'endettement, notamment des entreprises et des administrations publiques, augmente la vulnérabilité de l'économie à une remontée des taux d'intérêt. Un tel scénario reste toutefois peu probable aujourd'hui.

France	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	1,5	-8,5	-10,0	6,5	4,0	1,0	3,2	1,5	1,5
Inflation, %	1,3	0,8	0,7	0,8	0,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Chômage, %	8,2	8,1	8,5	10,2	11,5	11,2	11,9	11,0	11,8
Solde budgétaire, % du PIB	-2,3	-9,4	-10,1	-6,3	-8,4	-6,1	-7,0	-5,4	-6,3
Dette publique, % du PIB	98	115	118	121	128	125	130	128	134

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

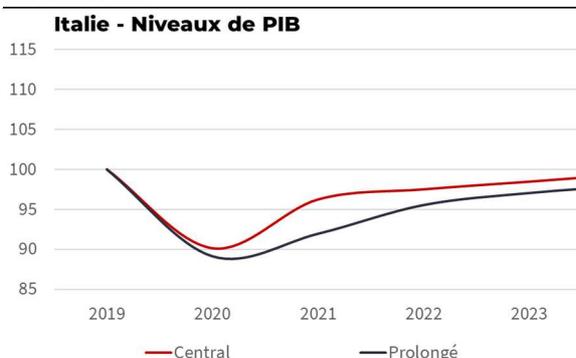
ITALIE

- **La crise a amplifié les problèmes structurels préexistants et va accélérer la divergence vis-à-vis du cœur de l'Europe.**
- **Le soutien du gouvernement amortira l'impact mais entraînera aussi une hausse très importante des besoins de financement de l'Etat.**
- **Le spread souverain a été contenu par un soutien massif des politiques européennes, mais le risque politique perdure.**

L'Italie a été frappée de manière particulièrement violente par la pandémie de coronavirus. Des mesures de confinement à l'échelle nationale, y compris des arrêts de production, ont entraîné une baisse du PIB de 13 % au deuxième trimestre et de 17 % sur un an. L'activité économique a commencé à reprendre en mai et se normalisera progressivement, permettant à la production de rebondir, grâce à un soutien public important (italien et européen). La baisse du PIB réel devrait se situer entre 10 % et 11 % en 2020 et ne se rétablirait pas complètement avant 2024.

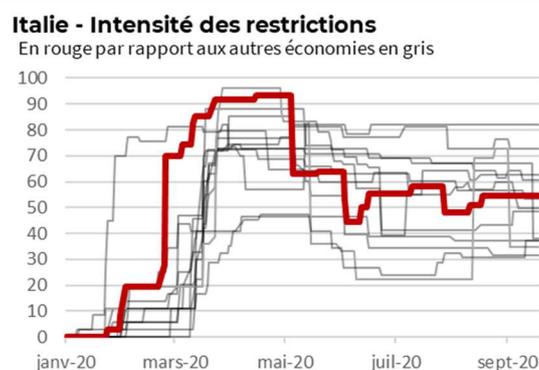
Le rattrapage de la consommation attendu au S2-20, un important plan de relance et la faiblesse des prix du pétrole ne compenseront que partiellement la baisse d'activité provoquée par la pandémie. La croissance devrait rebondir en 2021-2022, mais le chômage va augmenter. La baisse inattendue du taux de chômage au deuxième trimestre est liée à une chute sans précédent du taux d'activité, de nombreuses personnes ne déclarant pas être activement à la recherche d'un emploi pendant le confinement. Ce phénomène temporaire se résorberait progressivement et le taux de chômage devrait atteindre près de 12 % en 2021. Près de 550 000 emplois ont été détruits pendant la période de confinement (entre mars et juin), principalement des contrats temporaires. Avec l'interdiction actuelle des licenciements permanents, les entreprises vont temporiser et les destructions d'emplois se poursuivraient en 2021, pour atteindre un total de 800 000 emplois.

La reprise freinée par des problèmes structurels



Source : SG Études économiques et sectorielles

Les incertitudes concernant des nouvelles mesures subsistent



Source : Université d'Oxford

Les entreprises seront durement touchées par la baisse de la consommation et les fermetures d'usines et de commerces. Les marges bénéficiaires devraient diminuer et les investissements productifs se contracter. Malgré l'afflux de liquidités en faveur des PME, il sera difficile pour certaines entreprises d'éviter la faillite et les créances douteuses devraient augmenter.

Mesures adoptées	Taille Mds EUR
<u>Décret d'août :</u>	25,0
<u>Décret 'Rilancio' (15 Mai), dont :</u>	50,0
Soutien à l'emploi (chômage partiel)	15,0
Mesures de soutien aux petites entreprises (annulation de l'impôt sur les sociétés – IRAP, subventions aux PME les plus touchées ...)	12,0
Garantir un revenu et des conditions de vie décentes aux ménages italiens et aux travailleurs indépendants	6,5
Dépenses supplémentaires pour la protection civile et la santé	4,5
Subventions pour le tourisme et les loisirs	4,0
<u>Décret 'Cura Italia' (17 Mars), dont :</u>	25,0
Maintenir l'emploi et soutenir les chômeurs	2,4
Dépenses supplémentaires liées aux soins de santé	10,4
Réduction des taxes et cotisations sociales pour les petites entreprises	3,2
Total	100,0
% du PIB	6,2%

Le gouvernement italien a approuvé trois plans de sauvetage pour amortir l'impact de la crise sur les ménages et les entreprises : le décret « Cura Italia » du 8 mars, le décret « Rilancio » du 14 mai et un dernier décret au mois d'août. Au total, les trois paquets devraient avoir un impact de 6,2 % du PIB sur le déficit des administrations publiques en 2020 et de 1,5 % en 2021.

Ce soutien public fournira un appui aux ménages et aux petites entreprises les plus touchés par la crise mais ne suffira pas à relancer l'économie. Il faudrait favoriser les projets d'investissement et les réformes structurelles afin de stimuler la croissance potentielle. À cet égard, le plan de relance européen est bienvenu, l'Italie se voyant attribuer 65 Mds EUR de subventions (3,7 % du PIB) et jusqu'à 120 Mds EUR de prêts au cours des trois prochaines années.

En plus de ce soutien à l'investissement à partir de l'année prochaine, le pays est éligible en 2020 à 36 Mds EUR d'ECCL (lignes de crédit du MES) avec une conditionnalité allégée, 9 Mds EUR de garanties de crédit de la BEI et 27 Mds EUR du mécanisme SURE pour les allocations chômage.

Le dernier paquet comprend 15 Mds EUR de soutien aux entreprises et notamment aux PME : 6 Mds EUR de subventions en faveur des PME les plus touchées (chiffre d'affaires annuel <5 Mn EUR pour un maximum de 40 Mds EUR) ; 4 Mds EUR

d'annulation de l'impôt sur les sociétés (IRAP); 1,5 Md EUR d'indemnisation pour les loyers payés pendant le confinement ; 0,6 Md EUR de compensation pour les factures de services publics payées pendant le confinement. Cassa Depositi e Prestiti (la caisse des dépôts italienne) apporte également un soutien au capital des grandes entreprises (chiffre d'affaires annuel > 50 Mds EUR).

Le soutien aux ménages et au marché du travail atteint 25 Mds EUR. Il comprend: 15 Mds EUR pour les régimes de supplémentation salariale (Cassa integrazione in deroga); 5 Mds EUR de subventions jusqu'à 600 EUR par mois pour les travailleurs indépendants (les fonds arrivant désormais automatiquement à ceux qui les ont déjà obtenus avec le premier décret); 1,5 Md EUR pour les «revenus d'urgence», c'est-à-dire une subvention mensuelle pour ceux qui ne sont pas couverts par d'autres régimes jusqu'à 400/800 euros par personne; 1,4 Md EUR de dépenses supplémentaires pour l'éducation, l'université et la recherche (avec de nouvelles embauches); 0,6 Md EUR pour les bons de garde d'enfant et les congés parentaux.

Le reste du paquet comprend des transferts aux autorités locales pour faire face à l'urgence (12 Mds EUR) ; des dépenses supplémentaires pour la protection civile et le secteur de la santé (4,5 Mds EUR) ; des subventions au secteur des transports et subventions au tourisme et aux loisirs.

Le déficit et la dette devraient augmenter considérablement en 2020. La moitié de l'augmentation du déficit public proviendra du plan de relance (4,5 % du PIB en 2020) et l'autre moitié de la baisse des recettes publiques. À partir de 2022, le gouvernement italien a annoncé une stratégie de maîtrise des dépenses basée sur la réalisation d'excédents budgétaires primaires et la relance des investissements publics et privés. Jusqu'à présent, la réaction du marché est restée modérée, grâce au soutien massif de la politique monétaire de la BCE via le PEPP.

La situation politique reste incertaine, la coalition actuellement au pouvoir (PD et Cinque Stelle) totalisant moins de 40 % des intentions de vote dans les sondages. Le soutien à la Ligue est tombé à 25 % tandis que Fratelli d'Italia (droite nationaliste) est en hausse, atteignant 15 %, juste derrière le Mouvement 5 étoiles. Avec Forza Italia, ces deux partis pourraient obtenir une majorité absolue aux prochaines élections, prévues pour mai 2023 au plus tard.

Italie	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	0,3	-9,9	-10,9	6,8	3,2	1,3	3,9	1,0	1,6
Inflation, %	0,6	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,9	0,9	0,9	0,7
Chômage, %	9,9	9,6	9,7	12,0	13,0	11,5	12,1	10,8	11,4
Solde budgétaire, % du PIB	-1,6	-12,5	-13,0	-6,7	-10,1	-7,3	-9,5	-7,1	-8,9
Dette publique, % du PIB	135	162	166	158	169	162	168	165	171

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

ESPAGNE

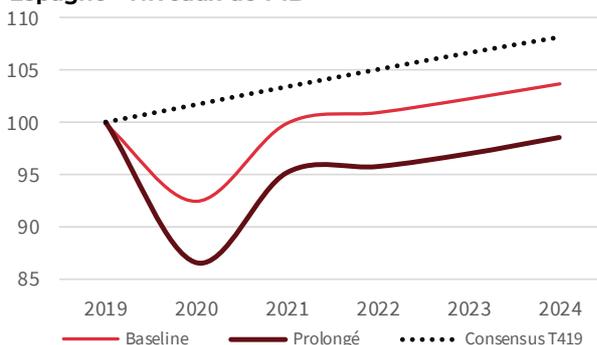
- **Le confinement a eu un impact sans précédent sur l'activité économique, en particulier dans les services liés au tourisme.**
- **Les mesures prises par le gouvernement permettent d'amortir le choc sur le revenu des ménages et des entreprises, mais pas de relancer la croissance. Le plan d'aide européen sera donc crucial.**
- **La fragmentation du paysage politique avec l'absence de majorité au parlement limitera encore les moyens d'action du gouvernement.**

La pandémie de Covid-19 a généré une chute du PIB sans précédent en Espagne, de -18% en T/T au T2-20 après -5% au T1-20. Le rebond « mécanique » attendu au second semestre 2020 ne permettra pas un retour rapide au niveau de PIB antérieur à la crise. Il faudra attendre fin 2023 dans le scénario central et fin 2024 dans le scénario de crise sanitaire prolongée pour que l'activité retrouve son niveau du T4-19.

Parmi les composantes de la demande, la consommation des ménages sera la plus dynamique : elle reviendra au T4-20 à 95% de son niveau du T4-19. Les trois mois de confinement ont généré une forte hausse de l'épargne des ménages qui sera progressivement résorbée. Les régimes de chômage partiel (appelés « ERTE ») utilisés en grand nombre ont soutenu le revenu des ménages pendant la récession. Ainsi sur l'ensemble de l'année 2020, la consommation connaîtrait une chute de 12% tandis que le revenu des ménages ne se contracterait que de 4%. La hausse du taux d'épargne serait corrigée dès 2021 avec un fort rattrapage de la consommation.

Pas de retour à la trajectoire pré-crise

Espagne - Niveaux de PIB

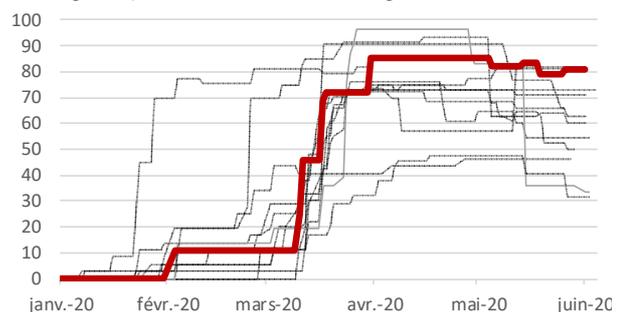


Source : SG Études économiques et sectorielles

Vers de nouvelles mesures de confinement ?

Espagne - Intensité des restrictions

En rouge comparé aux autres économies en gris



Source : Université d'Oxford

Sur le front de l'emploi, environ un tiers des destructions d'emplois observées sur les mois de mars et avril 2020 (1,1 million de personne, principalement en contrats temporaires) ont été effacées en juillet-août. On attend une deuxième vague de destructions d'emplois en fin d'année 2020 et début 2021, du fait de faillites d'entreprises ou de réajustement des business plans aux nouvelles conditions de marché. Le taux de chômage connaîtrait un pic à 19,5% fin 2021 dans le scénario

central et à 21% dans le scénario prolongé. Il resterait durablement élevé dans un contexte d'incertitude élevée, de bilans affaiblis des entreprises, avec un impact amplifié de la crise sur les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, tels que le commerce de détail et l'hôtellerie/restauration. Ce secteur est responsable de plus de la moitié des pertes d'emploi au premier semestre.

Les dépenses des touristes étrangers en Espagne représentent 6% du PIB, et l'on estime que la crise actuelle pourrait coûter près de 4% de PIB cette année. La forte contraction des exportations conduira également à une dégradation du solde courant, qui passera en territoire négatif et ne se résorbera que lentement.

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

Du côté de l'investissement des entreprises le tableau est plus sombre. Après une contraction record au T2-20 (-25% en T/T pour la construction, -27% pour les biens d'équipement), le rattrapage ne sera que partiel. Les mesures visant à soutenir les entreprises vont limiter le nombre de faillites, mais la faiblesse de la demande, l'incertitude élevée, les contraintes de liquidités et la baisse de la rentabilité limiteront la reprise de l'investissement. Selon les secteurs, il faudra attendre entre un et trois ans pour que les entreprises retrouvent des capacités de financement.

Dans ce contexte, le plan d'aide européen baptisé *Next Generation EU* sera crucial pour soutenir la croissance économique. L'Espagne s'est vu alloué un plafond de 71Mds€ de subventions européennes (6% du PIB espagnol et 20% du total des subventions), qui seront versées sur la période 2021-2024.

Le total des mesures de soutien adoptées par le gouvernement espagnol est proche de 3% du PIB, soit dans la fourchette basse des plans d'aide nationaux. Néanmoins, la forte contraction du PIB aura un impact très négatif sur les finances publiques. La contraction des assiettes fiscales conduira à une baisse sensible des recettes, tandis que l'augmentation du chômage et le recours généralisé aux régimes de chômage partiel («ERTE») vont entraîner une forte augmentation des transferts sociaux. De

plus, les dépenses de santé augmentent considérablement. Ces facteurs, ainsi que les augmentations déjà en vigueur des pensions et des salaires du secteur public, devraient faire grimper le déficit en 2020. Il devrait ensuite se réduire en 2021, sans changement de politique, à mesure que l'activité économique reprendra et parce que la plupart des mesures mises en place pour répondre à la crise du COVID-19 n'auront qu'une durée temporaire.

Le paysage politique reste très fragmenté en Espagne, où il n'y a pas de majorité au Parlement et la prise de décision reste difficile. Cela continuera d'empêcher le gouvernement de prendre des mesures rapides et efficaces et limitera l'ampleur du soutien public à l'économie. Les spreads resteront contenus grâce au soutien massif de la politique monétaire.

Espagne	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Base.	Prol.	Base.	Prol.	Base.	Prol.	Base.	Prol.
PIB en volume, %	2,0	-11,2	-12,5	8,2	3,9	1,9	4,6	1,9	2,8
Inflation, %	0,8	-0,3	-0,4	0,9	0,9	1,5	1,8	1,3	1,3
Chômage, %	14,1	15,7	15,8	18,9	19,9	18,7	20,0	18,0	19,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-11,7	-12,5	-7,3	-10,7	-7,7	-9,9	-7,3	-9,0
Dette publique, % du PIB	96	119	121	116	127	120	129	123	133

Base. = Baseline

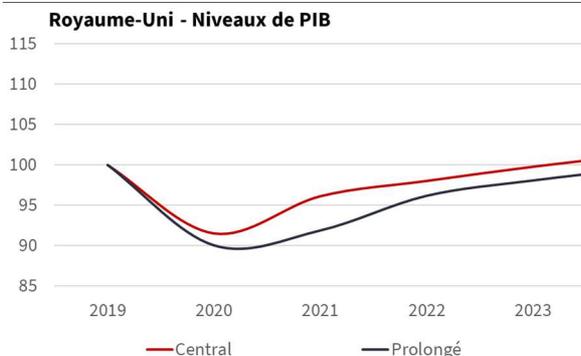
Prol. = crise sanitaire prolongée

ROYAUME-UNI

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

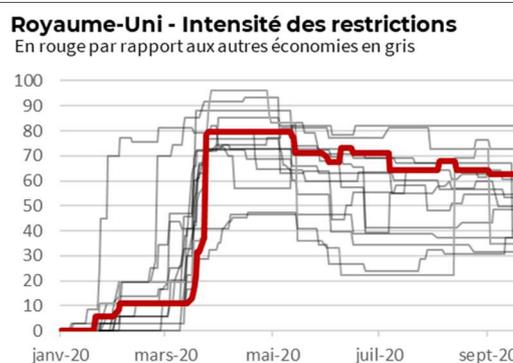
En réponse à l'épidémie de Covid-19, le gouvernement britannique a annoncé le 23 mars un confinement strict dans tout le pays. Cette mesure a eu un impact immédiat sur l'activité. Par rapport au premier semestre 2019, le Royaume-Uni a enregistré une baisse cumulée de 22,1 % au cours du premier semestre de 2020 (la deuxième plus forte baisse en Europe après l'Espagne). L'économie a commencé à se redresser grâce à l'assouplissement des mesures en juin. Si l'on examine le profil mensuel, le PIB a rebondi de 8,7 % en juin 2020, après une croissance de 2,4 % en mai et une chute record de 20,0 % en avril 2020.

Effets durables sur le PIB



Source : SG Études économiques et sectorielles

Les restrictions persistent



Source: Université d'Oxford

Pour atténuer l'effet de ces mesures sur l'activité économique, les autorités britanniques ont mis en place un ensemble de mesures de soutien aux ménages, aux entreprises et aux services publics d'une ampleur sans précédent au Royaume-Uni.

Sur le plan fiscal (voir tableau), la réponse comprend un financement supplémentaire pour le NHS, les services publics, les organisations caritatives et les services culturels (51 Mds GBP), le renforcement du filet de sécurité, notamment en augmentant les paiements dans le cadre du régime de crédit universel ainsi qu'en étendant d'autres prestations (8 Mds GBP) et des mesures de soutien direct aux entreprises, comme des exonérations de l'impôt foncier, des subventions pour les petites entreprises et les entreprises des secteurs les plus touchés, et une

compensation pour les congés maladie (30 Mds GBP). Par le biais du programme de soutien au revenu des travailleurs indépendants (SEISS) et du programme de maintien dans l'emploi (CJRS), le gouvernement verse 80 % des revenus - jusqu'à un maximum de 2 500 GBP par employé et par mois - des travailleurs indépendants et des employés en chômage partiel (69 Mds GBP).

En juillet, le chancelier a annoncé un nouveau train de mesures visant à préserver l'emploi. Ce plan devrait coûter jusqu'à 30 Mds GBP cette année. La principale mesure est la prime de maintien dans l'emploi, qui consiste en un paiement unique de 1 000 GBP aux employeurs britanniques pour chaque employé licencié qui reste employé de façon continue jusqu'à la fin janvier 2021 (jusqu'à 9 Mds GBP).

Mesures adoptées	Taille Mds GBP
Dépenses publiques :	
- Services de santé, autorités locales, mesures sociales pour les personnes vulnérables, mesures à destination du rail	51
Dispositif de sauvegarde l'emploi :	
- Chômage partiel	99
- Mesures d'aide pour les indépendants	
- Bonus de maintien dans l'emploi	
Paquet de mesures sociales :	
- Crédit universel - seuil de revenus minimaux	8
- Augmentation du crédit universel de 20£	
- Suppression du délai de carence	
- Modification de l'allocation logement	
Mesure de soutien aux entreprises	
- Transferts directs aux PME	30
- Annulation de l'impôt foncier des entreprises	
- Différés de TVA	
Total	188
% du PIB	9%

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

L'Office for Budget Responsibility, l'organisme britannique de surveillance des finances publiques, estime que l'impact direct de ces nouvelles mesures sur les emprunts de l'État pour l'exercice 2020-21 sera de 192 Mds GBP, soit près de 9 % du

PIB. En raison de la baisse concomitante des recettes publiques, il semble désormais plausible que l'emprunt avoisine 322 Mds GBP sur l'exercice fiscal 2020-21, soit 15 % du PIB, un niveau qui n'a pas été atteint depuis la seconde guerre mondiale.

Malgré l'ampleur sans précédent de l'intervention des pouvoirs publics, il convient de noter que les mesures annoncées interagissent avec le système de prestations préexistant. À cet égard, le Royaume-Uni se distingue en offrant un niveau relativement faible de soutien aux salariés qui se retrouvent au chômage, notamment par rapport à d'autres pays européens disposant d'un système d'assurance chômage plus protecteur pour les ménages. Il est donc peu probable que les mesures budgétaires annoncées s'avèrent suffisantes pour éviter des effets de long terme sur l'économie. Une enquête récente a révélé que 11 % des travailleurs au chômage partiel sont convaincus qu'ils seront licenciés lorsque le dispositif s'interrompra et 14 % pensent que c'est assez probable. En supposant que la proportion de conversion sera de 10 %, le taux de chômage devrait atteindre un pic de 9,7 % en 2020.

L'économie britannique est également soutenue par des politiques monétaires extrêmement accommodantes visant à préserver l'accès des entreprises et des ménages au financement et à assurer la liquidité de marché. La Banque d'Angleterre (BoE) a réduit son taux principal de 65 pb à 0,1 % en mars. La BoE a augmenté de 300 Mds GBP la part des obligations du gouvernement britannique et des obligations de sociétés non financières détenue par la banque centrale (soit une augmentation de 67 % par rapport au montant détenu en mars). La BoE a également introduit un nouveau programme de financement à terme pour les banques commerciales afin de renforcer la transmission de la baisse des taux, avec des incitations supplémentaires pour les prêts à l'économie réelle, et en particulier aux PME. Le Trésor et la Banque d'Angleterre ont lancé la Covid Corporate Financing Facility qui, avec les programmes Coronavirus Business Interruption mentionnés ci-dessus, met à la disposition des entreprises 330 Mds GBP de prêts garantis. Le Trésor et la BoE sont également convenus d'étendre temporairement l'utilisation du découvert du compte du gouvernement à la BoE afin de fournir une source de financement à court terme supplémentaires si nécessaire.

Ces politiques ont efficacement soutenu l'accès des entreprises à la dette. Les derniers chiffres indiquent que les entreprises du secteur privé britannique ont levé un total de 69 Mds GBP auprès des banques et des marchés financiers de mars à juin, ce qui a entraîné une augmentation de 9,2 % de l'encours de la dette au cours des 12 derniers mois à la fin juin.

Le Royaume-Uni a officiellement quitté l'UE, mais les termes de sa relation future avec l'Union doivent encore être fixés, et le temps presse pour parvenir à un accord avant l'expiration des accords de transition en décembre. L'UE insiste sur le fait qu'un accord final doit être conclu avant la fin du mois d'octobre afin de donner suffisamment de temps au Parlement européen et au Conseil pour avaliser l'accord.

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

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

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

Royaume-Uni	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	1,5	-8,5	-10,0	5,0	2,0	2,0	4,7	1,8	2,0
Inflation, %	1,8	0,9	0,9	1,4	1,4	2,1	2,1	2,0	2,0
Chômage, %	3,8	7,7	8,1	8,9	11,9	6,5	8,1	5,6	7,1
Solde budgétaire, % du PIB	-2,2	-13,7	-15,2	-9,0	-11,6	-6,2	-7,7	-5,1	-6,5
Dette publique, % du PIB	85	107	110	109	117	110	117	111	118

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

ÉTATS-UNIS

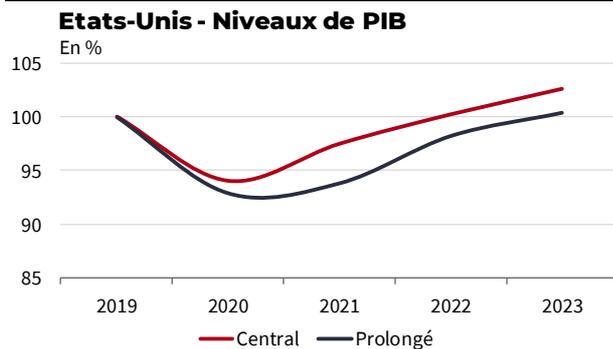
- **La reprise économique devrait être lente dans un contexte de crise sanitaire continue et de fin de relance budgétaire.**
- **La Fed a décidé de changer son objectif pour cibler une inflation moyenne. Ce changement se traduira par des taux directeurs bas dans les années à venir.**
- **Les principaux risques sont une augmentation du nombre de victimes liées au Covid-19 et une augmentation des tensions sociales et politiques autour des élections générales du 3 novembre.**

L'activité économique et les conditions du marché du travail restent gravement affectées par la crise du Covid-19. Le PIB réel s'est contracté de 32% en rythme annualisé au T2-20, la consommation privée et l'investissement des entreprises affichant des baisses importantes. Le marché du travail s'est également fortement dégradé. Le taux de chômage est passé de 14% en avril à 8% en août, un niveau qui reste toutefois supérieur au niveau le plus élevé atteint lors de la crise de Lehman.

La reprise de l'activité et du marché du travail devrait être progressive car la crise sanitaire persistante s'est accompagnée de tensions sociales croissantes et d'incertitudes politiques concernant les élections générales de novembre. En effet, un indicateur de haute fréquence comme le nombre de passagers dans les aéroports a calé à 40% de son niveau d'avant la crise dans un contexte de résurgence du nombre de cas de Covid-19 et de mise en œuvre ou d'extension de mesures sanitaires par certains États. Les créations d'emplois ont également stagné, ce qui indique que le taux de chômage devrait rester élevé dans les mois à venir.

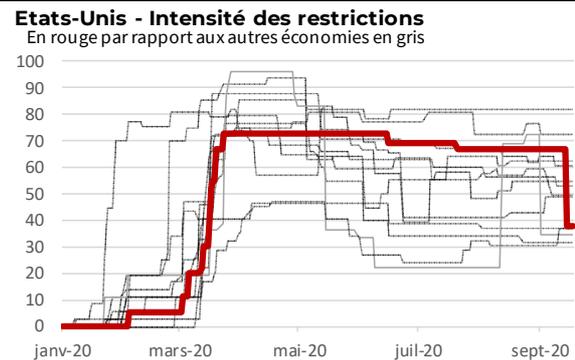
Enfin, certains indicateurs de consommation ont retrouvé leurs niveaux d'avant la crise, soutenus par les transferts budgétaires importants mais temporaires aux ménages. La plupart de ces transferts ayant expiré ou ayant considérablement diminué, il est probable que la reprise de la consommation privée stagnera. Au total, le PIB devrait se contracter de 6% en 2020 et augmenter de 3,7% en 2021. En cas de prolongation de la crise sanitaire dans les mois à venir, l'économie devrait se contracter de 7% en 2020 et croître de seulement 1% en 2021.

L'économie devrait retrouver son niveau de 2019 jusqu'en 2023



Source: SG Economic and Sector Research

Les mesures de distancement ont été en partie réimplémentées



Source: Oxford Economics

La Fed a annoncé des modifications importantes de ses objectifs à long terme et de son cadre de politique monétaire. Dans le nouveau cadre, la Fed « cherchera à atteindre une inflation moyenne de 2% dans le temps » et évaluera également « les déficits d'emploi par rapport à leur niveau maximum plutôt que par des écarts par rapport à leur niveau maximum » pour déterminer l'orientation de la politique monétaire. En termes pratiques, cela signifie que la Fed tolérera que l'inflation de base du PCE dépasse 2% pendant un certain temps après des périodes où l'inflation est en dessous des 2% alors que le faible chômage lui-même ne justifiera plus une politique plus stricte en l'absence de pressions inflationnistes claires comme c'était le cas auparavant.

Ce changement de cadre intervient après une longue période au cours de laquelle l'inflation sous-jacente de l'indice PCE a constamment évolué sous les 2% (la moyenne mobile sur 5 ans s'établit à 1,5%) tandis que le taux de chômage a atteint un creux historique avant la crise du Covid-19. Le bilan de la Fed s'est stabilisé à 7 mds USD. Les achats de bons du Trésor et de MBS ont ralenti, la volatilité des marchés financiers ayant considérablement diminué. Les autres achats d'actifs comme la facilité de crédit aux entreprises (750 milliards USD autorisés) ou la facilité de prêt Main Street (500 milliards USD autorisés) restent largement inutilisés. Dans l'ensemble, la Fed devrait maintenir sa fourchette de taux de politique monétaire à 0% - 0,25% dans les années à venir, tandis que le bilan devrait également rester important.

Sur le plan fiscal, le Congrès américain et l'exécutif ne sont pas parvenus à un accord pour prolonger plusieurs mesures de relance. À savoir, les allocations de chômage hebdomadaires supplémentaires de 600 USD versées par le gouvernement fédéral ont expiré fin juillet, le délai d'application des prêts PPP (prêts-remises aux petites et moyennes entreprises en échange d'un maintien de la masse salariale) a également expiré en juillet et les suspensions des expulsions de logement en cas de loyers impayés se terminent en septembre. Ces mesures se sont jusqu'à présent avérées fructueuses car malgré le taux de chômage élevé, le revenu disponible des ménages a augmenté au T2-20 tandis que les prêts PPP ont permis de lisser la baisse

des bénéfiques des entreprises. En conséquence, la fin de ces mesures devrait se traduire par une reprise plus douce de la demande intérieure. Compte tenu du calendrier électoral, il est peu probable qu'un autre projet de loi de relance important soit voté au Congrès.

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

Les principaux risques pour les perspectives restent l'extension de la crise sanitaire et la montée des tensions sociales et politiques. Le nombre croissant de cas a contraint certains États à réimposer à nouveau certaines mesures NPI, retardant ainsi la reprise.

Les élections du 3 novembre se dérouleront également dans un environnement social et politique dégradé. Le chômage important et les tensions raciales (le chômage afro-américain est de 15%) se sont traduits par différentes manifestations obligeant certaines villes à appliquer le couvre-feu. De plus, le président Trump a fait plusieurs déclarations suggérant qu'il pourrait ne pas reconnaître rapidement le résultat de l'élection si elle lui était défavorable. Un résultat serré entraînerait sans doute un long retard. Ces incertitudes politiques, freineraient probablement les perspectives d'investissement.

Etats-Unis	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	2.3	-6.0	-7.1	3.7	1.0	2.8	4.7	2.4	2.2
Inflation, %	1.8	1.0	0.8	2.7	1.2	2.3	2.6	2.5	2.1
Chômage, %	3.5	10.0	11.6	9.0	10.5	8.0	9.0	7.0	8.0
Solde budgétaire, % du PIB	-6.7	-17.4	-18.2	-13.0	-15.0	-8.2	-11.0	-6.7	-8.0
Dettes publique, % du PIB	80	110	120	120	135	125	140	130	143

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

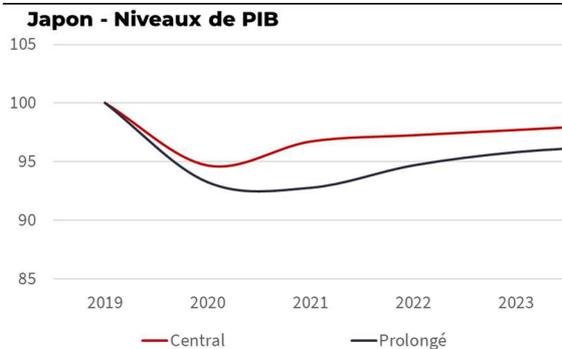
JAPON

- **La croissance se rétablit, mais de façon modérée.**
- **Le risque de spirale déflationniste n'est pas à ignorer.**
- **La relance fiscale considérable génère une hausse rapide de la dette publique.**

L'économie japonaise entame sa reprise après avoir enregistré la plus forte contraction depuis 1955 (-7,8% en GT au T2-20), due essentiellement à la chute de la consommation des ménages. Les incertitudes sanitaires pesant sur la psychologie des agents économiques, le rebond en 2021 serait modéré et l'économie mettrait plusieurs années pour retrouver son niveau d'avant Covid-19.

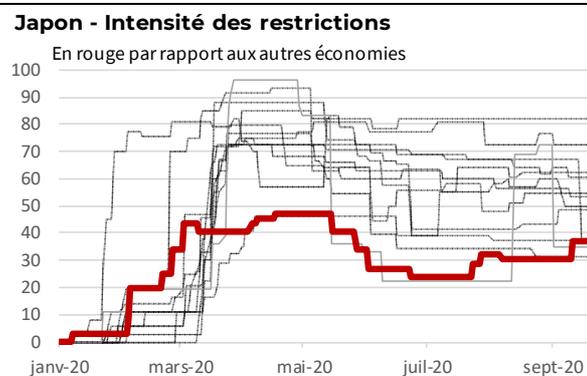
Face à la crise sanitaire, le Japon a d'abord connu entre 4 et 7 semaines d'état d'urgence selon les préfectures au cours du T2. S'il ne s'agit pas d'un confinement strict, la confiance des ménages a été lourdement atteinte. Malgré un taux d'incidence et un taux de mortalité faible, le resurgissement du nombre de cas en été (plus nombreux que durant avril) ne permet pas aux consommateurs de l'archipel de retrouver la confiance d'avant. Les ventes au détail ont effectivement rebondi depuis le mois de juin, mais elles restent encore en dessous de leur niveau d'il y a un an (-2,9% en GA en juillet).

Perte inéluctable du PIB



Source : SG Études économiques et sectorielles

Faibles restrictions malgré la hausse des cas



Source: Université d'Oxford

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

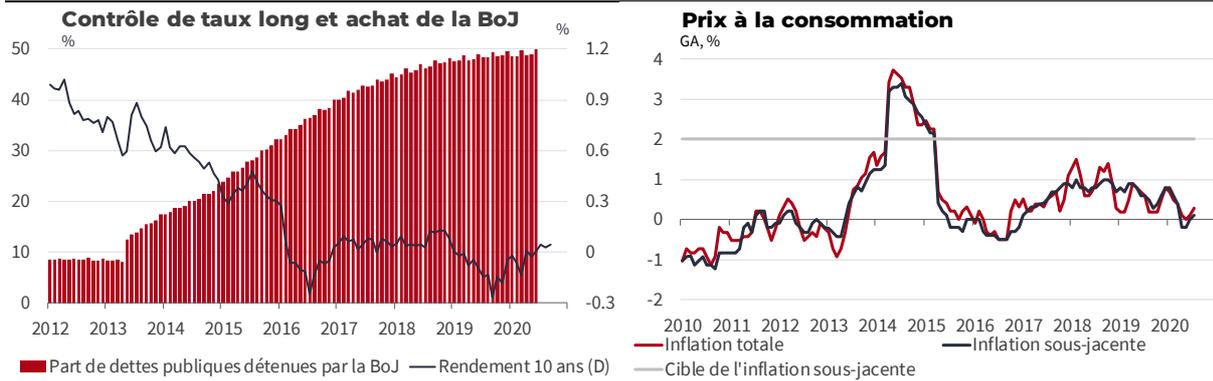
En effet, l'inflation a montré des signes d'affaiblissement depuis avril : celle excluant les produits frais frôle 0%, alors que la cible de la Banque du Japon (BoJ) est de 2%. Le risque de spirale déflationniste a donc tendance à augmenter.

Pour contrer ce risque, l'effort de relance fiscale est considérable malgré un ratio de dette publique sur PIB déjà proche de 240%. Le total des trois plans de stimulus atteint 40% du PIB. Et même si l'on considère seulement les dépenses directes du gouvernement dites « *mamizu* », elles comptent 65 200 milliards de yen, soit 11,7% du PIB. Ce qui hisse le Japon parmi les pays qui ont le plus soutenu leurs économies. Ces efforts budgétaires, combinés à un confinement qui n'était pas aussi strict que celui des autres pays développés, contribuent à expliquer une contraction de croissance moindre au Japon en 2020.

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

Du côté monétaire, la BoJ a gardé le même ciblage de taux court (-0,1%) et long (0%) en modifiant activement le plafond de son programme d'achat de différents actifs. Elle a ainsi réalisé des montants d'achat significativement plus élevés du mois de mai au mois d'août qu'auparavant, avec en moyenne mensuelle 10 900 milliards de yen de JGBs (bons du trésor), 950 milliards de yen d'ETF (trackers d'indice), 530 milliards de papiers commerciaux et 320 milliards d'obligations d'entreprise. La classe d'actif que la BoJ n'a pas achetée de façon aussi agressive est celle des REITs (sociétés d'investissements immobiliers cotées). Les achats visent ainsi à maintenir le financement du gouvernement à un coût quasiment nul et de soutenir celui des entreprises (le rendement de nouvelles émissions des papiers commerciaux à 3 mois de maturité a été ramené de 0,23% en avril à 0,02% en août). En conséquence, le bilan de la BoJ passe ainsi de 109% du PIB en avril à 120% du PIB en août. A ce rythme, il dépassera 125% du PIB en fin d'année.

Taux long proche de 0% maintenu par la BoJ Rechute de l'inflation



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

Conséquence de la contraction économique et des efforts budgétaires sans précédents, le déficit budgétaire se creuse et le ratio de dette publique augmente. Ce dernier devrait atteindre 250% du PIB en 2020. Se pose donc la question de soutenabilité de la dette d'autant plus que la politique de reflation peine à aboutir.

Même si le coût du financement de la dette publique est maintenu extrêmement bas, avec la très grande majorité (90%) de la dette détenue par les investisseurs domestiques dont la BoJ, le décalage répété du calendrier de consolidation fiscale pourrait à terme affecter la perception du risque des investisseurs.

Japon	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	0,7	-5,3	-6,7	2,2	-0,5	0,5	2,0	0,5	1,2
Inflation, %	0,5	0,2	-0,2	0,4	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Chômage, %	2,3	2,7	2,8	2,6	3,2	2,4	3,1	2,4	3,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,8	-13,5	-16,0	-6,5	-10,0	-3,3	-3,1	-3,0	-2,8
Dette publique, % du PIB	237	250	254	256	265	258	267	260	268

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

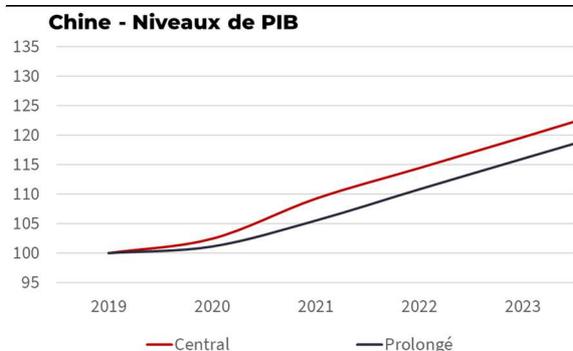
CHINE

- **La reprise se poursuit, mais les signes de déséquilibre structurel persistent**
- **Le policy-mix vise davantage à la soutenabilité de la croissance au lieu d'une relance immédiate, le stimulus aurait atteint son pic**
- **En relative accalmie, les événements de crédit réapparaîtront une fois les conditions de liquidité se seront resserrées**

La croissance économique devrait se poursuivre dans un contexte de maîtrise de l'épidémie et d'un stimulus relativement efficace. En revanche, afin d'éviter que les déséquilibres structurels ne s'exacerbent, la politique économique est en train de se tourner vers la soutenabilité de croissance au lieu de poursuivre intensivement la relance. Il en résulte que la progression du PIB devrait être moins importante que prévue en 2021.

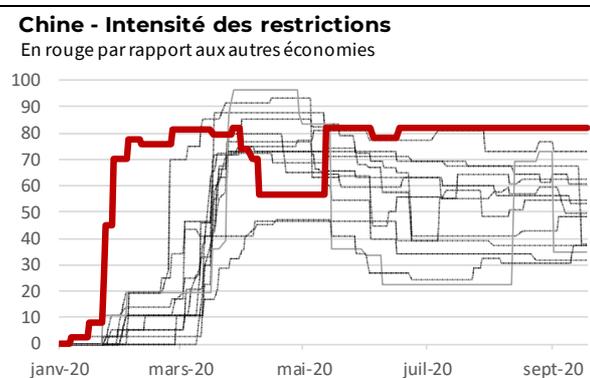
La reprise de l'économie à partir du creux marqué au T1 2020 a été rapide. Mais elle montre des signes de déséquilibres structurels qui s'apparentent à l'ancien modèle de croissance, un modèle qui n'est pas soutenable.

Davantage de stimulus serait nécessaire si la crise se prolonge



Source : SG Études économiques et sectorielles

Retour à la normale en pratique malgré des restrictions élevées



Source: Université d'Oxford

La reprise est tirée par l'investissement et les exportations alors que la consommation des ménages peine à retrouver son niveau d'avant-crise. La croissance de la production industrielle est revenue en territoire positif dès le mois d'avril, et progresse de façon stable à un rythme proche de 5% en GA. L'investissement urbain rebondit également depuis avril, avec une progression de 6% en GA sur les trois derniers mois. Enfin les exportations performant avec 9,5% de croissance en août alors que le commerce international se contracte. En revanche, le retour à la normale des ventes au détail a pris du retard, ce n'est qu'en août qu'elles ont à peine gagné le niveau de l'année précédente, en croissance de 0,5%.

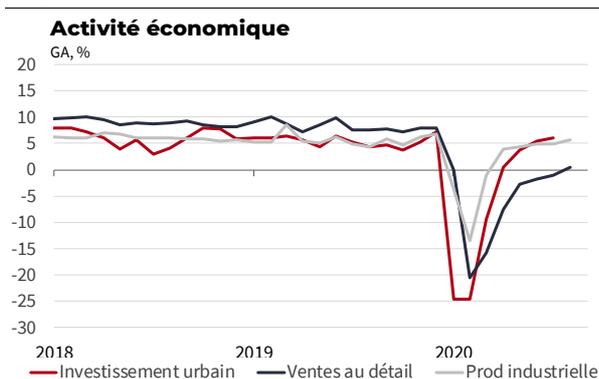
Mesures	Taille CNY/mds
Obligations spéciales des gouvernements locaux	3750
Obligations spéciales du gouvernement central	1000
Hausse des dépenses générales du gouvernement et de la sécurité sociale	750
Reduction des charges de sécurité sociale et des impôts	2500
Total	8000
% PIB	8%

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

Le rebond de l'investissement est tiré par l'immobilier et les infrastructures qui croissent à un rythme en GA supérieur à 10% et 6% respectivement sur les trois derniers mois, alors que l'investissement manufacturier reste en zone de contraction sur la même période (à -1%). Ceci risque d'accroître les déséquilibres sectoriels au détriment de la productivité.

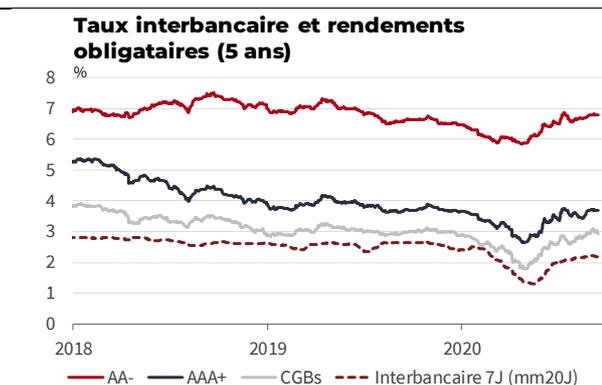
Ces signes rappellent l'ancien modèle de croissance, alors que la Chine est depuis 2015 en transition vers un nouveau modèle de croissance plus soutenable. Maintenant que l'ampleur de la reprise est satisfaisante et l'épidémie maîtrisée, il redevient prioritaire de ne pas aggraver les déséquilibres structurels et de poursuivre la transition. Depuis juillet et août, ces thèmes ont pris une plus grande importance dans la communication de la politique économique, alors que le besoin immédiat de relance économique passe au second rang.

Reprise de l'activité à deux vitesses



Source : NBS, SG Études économiques et sectorielles

Remontée des taux au cours de mai



Source : PBoC, NBS, SG Études économiques et sectorielles

La politique monétaire est devenue plus neutre depuis mai, avec une remontée du taux interbancaire, ainsi que des rendements sur le marché obligataire. La PBoC a plutôt retiré de la liquidité sur la période. Les promoteurs immobiliers ne sont plus autorisés à émettre d'obligations et la politique de crédit continue de cibler les petites et moyennes entreprises. Du côté fiscal, le soutien devrait rester relativement stable en 2020 mais sans efforts supplémentaires. Le rythme d'émission d'obligations spéciales des gouvernements locaux devrait rester stable. En août, il

restait 40% du quota annuel d'émission qui est de 3750 milliards de yuans. Des projets d'infrastructure allant du transport à l'innovation urbaine vont pouvoir bénéficier des capitaux issus de ces émissions, selon l'usage encadré de ces obligations. Les autres mesures du stimulus, moins prépondérantes, ont déjà été mises en place. L'émission d'obligations spéciales du gouvernement central à 1000 milliards de yuans a été réalisée en juillet. Les exemptions de charges et d'impôts prendront fin en décembre. Le pic du stimulus aurait donc été atteint.

La politique de relance prenant davantage en considération la soutenabilité de croissance (i.e. ne pas aggraver les déséquilibres structurels), la croissance ne sera pas aussi élevée que prévue (le consensus du marché table encore sur 8% en 2021).

Néanmoins, le stimulus a généré de nouvelles dettes, privées et publiques. Il est probable que le risque de crédit augmente dans les années à venir malgré l'accalmie actuelle due aux conditions de liquidité encore favorables. En revanche, par rapport aux cycles de stimulus précédents, celui-ci intervient après la campagne de désendettement et la répression du *shadow banking* à partir de 2017. Le risque de crédit devrait ainsi rester dans les segments visibles et régulés du système financier, ce qui permettra une meilleure appréciation.

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

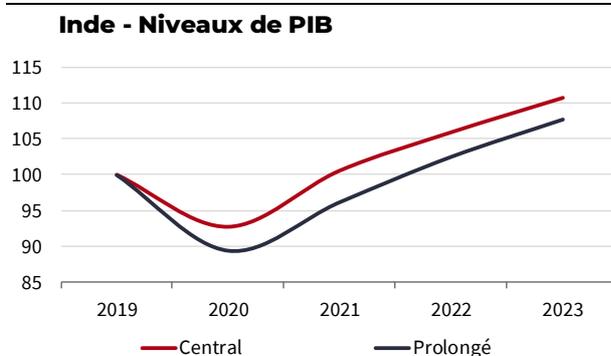
Cent. = Central
Prol. = Prolongé

INDE

- **Lourdement frappée par la Covid-19, la croissance reprendra très graduellement.**
- **La relance fiscale étant limitée, une fine marge de manœuvre est possible du côté monétaire.**
- **La vulnérabilité du système financier s'accroît avec la forte baisse de la croissance.**

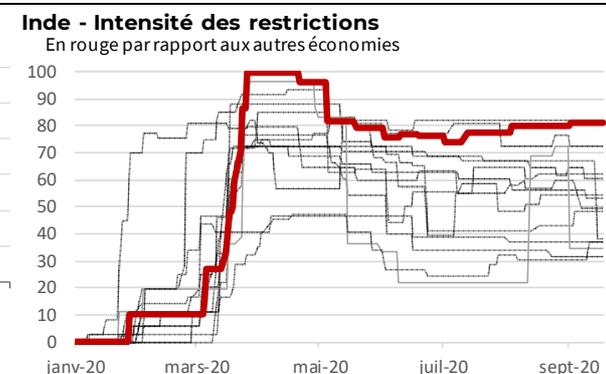
La croissance du PIB est très lourdement frappée par la Covid-19, elle reprendra seulement graduellement au cours des prochains trimestres. Le risque d'entrer dans un régime de croissance bien plus faible que la dernière décennie tend à augmenter.

Entrée dans un régime de croissance faible



Source : SG Études économiques et sectorielles

Absence d'amélioration de crise sanitaire



Source: Université d'Oxford

Le pays a enregistré une contraction violente du PIB au T2 2020, de -24% en GA, en raison des extensions répétitives du confinement. Les données de mobilité semblent montrer un retour à la normale. Mais dans certaines activités, la fréquentation reste encore bien en-dessous de la période pré-crise, c'est le cas de la distribution de détail et des loisirs qui sont à -40% en fin août. Le contexte sanitaire n'est en effet pas favorable à une vraie normalisation de la vie économique et sociale, le nombre de cas de contamination ne montre toujours pas de signe baissier (plus de 80 000 par jour en début septembre). Les incertitudes sanitaires constituent ainsi le premier facteur qui contraint la reprise économique.

Le deuxième facteur est la capacité réduite de relance, tant du côté fiscal que monétaire. Du côté fiscal, le plan de relance est marqué par la contrainte budgétaire, le ratio de dettes publiques sur PIB s'avoisinant 70%. D'abord, certaines mesures de relance ne sont que des mesures existantes reprises dans le plan ; ensuite, une grande majorité des mesures concerne des facilités de crédit, des garanties ou des extensions de délais de paiement, elles n'impliquent pas de dépenses fiscales supplémentaires ; enfin, les « vraies » mesures impliquant une réduction de recettes d'Etat ou une hausse de dépenses ne devraient représenter que 1,2% du PIB alors que le plan tel qu'il est annoncé monte jusqu'à 11% du PIB. Le soutien fiscal n'est

donc pas suffisant face à l'ampleur de l'effondrement économique, ni pour aider à la reprise de l'appareil économique.

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

Du côté monétaire, l'efficacité de l'assouplissement est compromise par une transmission très partielle de la politique monétaire. En effet, la banque centrale a baissé son taux d'intérêt directeur de 115 points de base de mars en mai, mais le taux prêteur des banques appliqué à leurs meilleurs clients (*prime rate*) est resté inchangé par rapport à son niveau de mars. L'écart entre le taux directeur et le taux des banques s'est creusé de façon inédite.

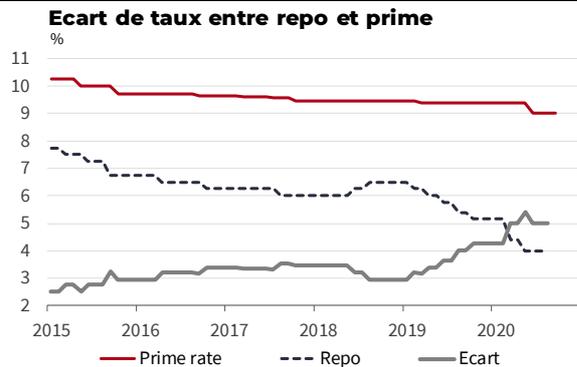
Même si le taux repo est déjà à son niveau historiquement bas, à 4%, il existe encore une fine marge à la baisse. Parmi les outils de politique économique, celui-ci est encore manœuvrable tandis qu'un stimulus budgétaire risque d'affaiblir encore les finances publiques, avec un ratio de dettes sur PIB qui devrait monter d'environ 10 points de pourcentage en année fiscale 2020/2021 sans budget supplémentaire.

La vulnérabilité du système financier constitue le troisième facteur faisant obstacle à la reprise. Le pays a déjà connu une série de défaillances des institutions financières, en commençant par celles des institutions non bancaires en 2018, qui s'est élargie par la suite avec la reprise de Yes Bank, la quatrième banque privée du pays, par la banque centrale en mars 2020. Les banques publiques ont un taux de prêts non performants plus élevé (plus de 10%) que les banques privées, mais elles doivent soutenir les institutions fragilisées ou défaillantes.

Sous le moratoire de remboursement de prêts en vigueur entre mars et août, la détérioration de la qualité de crédit ne s'est pas encore matérialisée. Le moratoire ayant pris fin le 31 août, les micro, petite et moyenne entreprises seront les plus impactées par la crise sanitaire et pourraient se retrouver en situation de stress si la reprise économique n'est pas suffisamment au rendez-vous. La vulnérabilité du

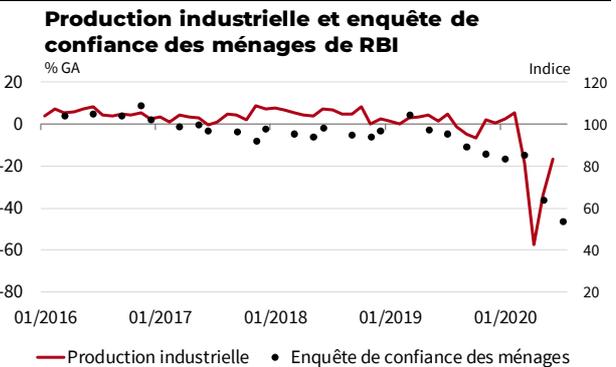
système financier serait aggravée, et sa capacité à soutenir la croissance encore plus réduite.

Transmission monétaire quasi-absente



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles

Normalisation lente de l'activité



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

Inde	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	4,2	-7,2	-10,6	8,4	7,6	5,3	6,6	4,5	5,1
Inflation, %	3,7	6,0	6,5	5,0	5,3	5,0	5,2	5,0	5,0
Solde courant, % du PIB	-1,1	0,5	0,8	-1,0	-0,5	-2,0	-1,8	-2,0	-1,9
Solde budgétaire, % du PIB	-7,4	-9,4	-10,9	-7,3	-8,0	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0
Dettes publiques, % du PIB	69	79	83	77	81	77	80	77	80

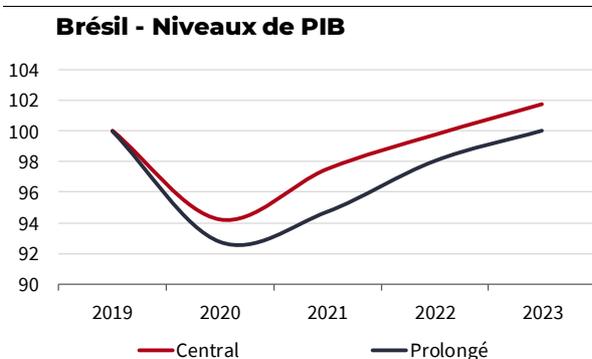
Cent. = Central
Prol. = Prolongé

BRESIL

- **L'économie devrait se contracter considérablement en raison de la crise Covid-19 et de l'impasse politique.**
- **La BCB poursuit sa politique d'assouplissement dans un contexte de d'inflation maîtrisé.**
- **Les principaux risques pour les perspectives sont une extension de la crise sanitaire, un ajustement budgétaire désordonné.**

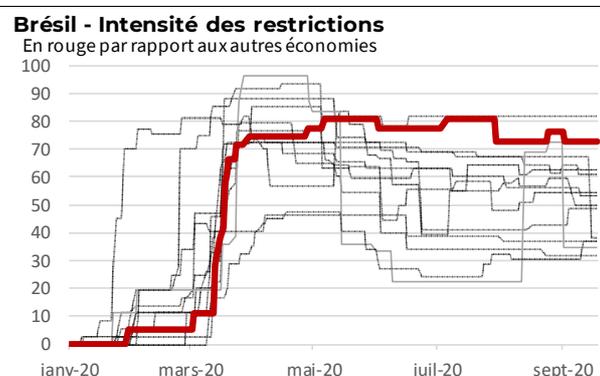
L'activité économique a fortement chuté au deuxième trimestre dans le contexte de la crise du Covid-19. Le PIB réel a chuté de 9,7 % par rapport au trimestre précédent (-11 % en glissement annuel), les mesures de verrouillage partiel mises en œuvre et le contexte général de crise sanitaire ayant fait chuter la consommation privée (-12 % par rapport au trimestre précédent) et les dépenses d'investissement fixe (-15 % par rapport au trimestre précédent). En revanche, les exportations réelles sont restées soutenues pendant la crise, augmentant de 2 % par rapport au trimestre précédent, car la demande de biens primaires de la Chine reste forte. Des indicateurs de plus haute fréquence indiquent toutefois que l'économie commence à se redresser. Les ventes au détail sont revenues à leurs niveaux d'avant la crise, principalement grâce aux importants transferts publics aux ménages inclus dans le plan de relance (l'équivalent d'environ 120 dollars par mois), tandis que la production industrielle se redresse également, soutenue par des conditions financières favorables. Dans l'ensemble, l'économie devrait se redresser très progressivement au cours des prochaines années, ne retrouvant son niveau de 2019 qu'à la fin de 2022, car les mesures de relance budgétaire devraient s'estomper au cours des prochains trimestres, la surcapacité dans plusieurs secteurs de l'économie reste importante et l'impasse politique risque de persister, bloquant les réformes majeures.

L'économie devrait enregistrer une autre décennie perdue suite à la crise du Covid-19



Source : SG Études économiques et sectorielles

Le nombre d'infections et de morts liés au Covid-19 reste important



Source: Université d'Oxford

Les perspectives d'inflation sont toujours favorables. Même si le BRL s'est fortement déprécié depuis le début de l'année (25 % par rapport au billet vert), l'inflation a baissé en juillet à 2,3 %, en dessous de l'objectif de 3 % fixé par la Banque centrale. Dans l'ensemble, ce contexte de faible inflation reflète la baisse des prix des matières premières, mais aussi la faible pression de la demande (l'inflation des services n'est que de 1,5 %), car le taux de chômage est très élevé alors que la croissance des salaires réels a stagné au cours des cinq dernières années. Compte tenu des perspectives favorables en matière d'inflation, la BCB a poursuivi son cycle d'assouplissement monétaire, portant le taux SELIC à 2 % en août, son niveau le plus bas depuis la mise en œuvre du régime de ciblage de l'inflation en 1999, et il devrait rester à ce niveau au cours des prochains trimestres. En ce qui concerne le programme d'achat d'actifs que le Congrès a autorisé, la BCB n'a pas encore effectué d'achats significatifs de titres d'État en BRL et elle a déclaré qu'elle n'interviendrait pas avant que "les outils traditionnels ne soient épuisés".

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

Les principaux risques pour les perspectives sont une aggravation de la crise sanitaire, un ajustement budgétaire désordonné et un bruit politique persistant. Le Brésil reste l'un des pays les plus touchés par la crise du Covid-19 en termes de nombre de cas et de victimes. Bien que la mise en œuvre de mesures de verrouillage soit peu probable, même si le nombre de cas augmente, un nombre croissant de victimes liées à la crise du Covid-19 retardera probablement le retour à la "normale" des consommateurs, retardant ainsi la consommation. Le deuxième risque est un environnement fiscal désordonné. Compte tenu de la profondeur de la récession et des mesures de relance budgétaire mises en œuvre, la dette publique devrait atteindre 100 % du PIB d'ici la fin de 2020. Pour l'instant, les taux en BRL sont restés ancrés et la dépréciation de la monnaie a peu d'effet sur la dynamique de la dette

publique puisque la majeure partie de la dette est émise en BRL. Toutefois, un dérapage du déficit budgétaire en 2021 et au-delà ou un retour de l'inflation pourraient déclencher une augmentation des taux en monnaie locale, ce qui entraînerait un resserrement des conditions de crédit et obligerait le gouvernement à s'adapter rapidement. Enfin, une impasse prolongée entre le pouvoir exécutif et le pouvoir législatif pourrait également nuire davantage aux perspectives d'investissement.

Brésil	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.	Cent.	Prol.
PIB en volume, %	1.1	-5.8	-7.2	3.5	2.1	2.3	3.5	2.0	2.0
Inflation, %	3.7	2.5	2.5	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Solde courant, % du PIB	-2.6	-1.0	-1.0	-1.8	-1.8	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Solde budgétaire, % du PIB	-6.0	-16.0	-18.0	-8.6	-10.0	-7.2	-8.0	-6.0	-6.0
Dette publique, % du PIB	77	102	106	107	112	108	116	110	118

Cent. = Central
Prol. = Prolongé

RUSSIE

- **L'économie se contractera moins que les autres grandes économies émergentes en 2020. Cependant, la capacité de rebond reste limitée par des faiblesses structurelles.**
- **Les mesures de relance budgétaire resteront limitées alors que la politique monétaire devrait rester accommodante.**
- **Le régime de change flexible de la Russie, son faible endettement, ses importantes réserves de change lui confèrent un net avantage par rapport aux autres exportateurs de matières premières et aux épisodes de crise antérieurs (2008, 2014).**

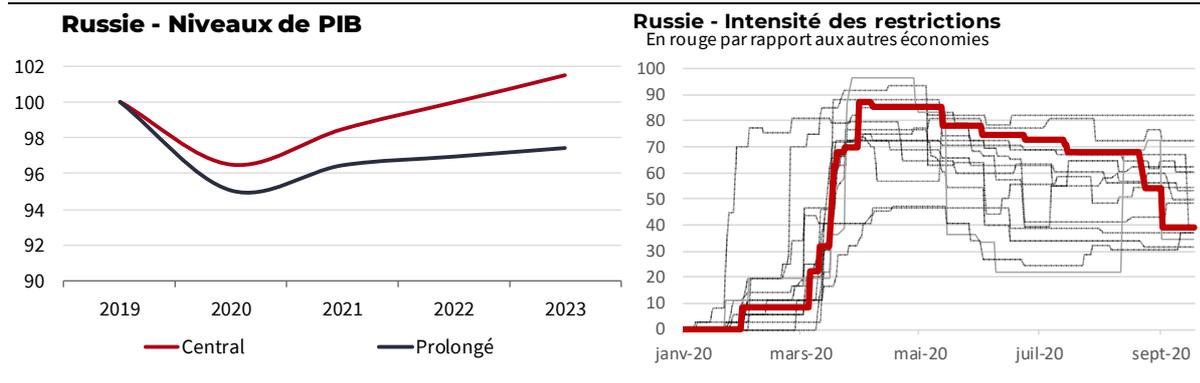
Le PIB se contractera de moins de 4% en GA en 2020. Contrairement à d'autres économies émergentes ce ne sera pas « le plus gros choc de croissance d'après-guerre » pour l'économie russe. Cependant, il existe encore de nombreuses faiblesses sous-jacentes qui pèseront sur la capacité de l'économie à rebondir et à croître à moyen terme.

Le pays a été l'une des économies émergentes dont la croissance a été la plus lente au cours des cinq dernières années. Ceci s'explique par la contraction progressive du revenu réel disponible des ménages depuis 2014 (-1% par an en moyenne) pesant sur leur capacité consommer. Par ailleurs, le niveau élevé d'endettement des entreprises (à 80% du PIB contre 50% en 2012) et un régime de taux d'intérêt réels positifs depuis 2016 pèse sur la capacité des entreprises à investir. En conséquence, nous n'attendons qu'un léger rebond en 2021 et une croissance inférieure à 2% par an au-delà.

L'industrie souffre de la baisse de la production pétrolière (-16.8% en glissement annuel depuis les coupes de mai) et devrait continuer à se contracter dans les mois à venir alors que les réductions de 20% de la production pétrolière convenues avec les partenaires de l'OPEP sont mises en œuvre. Nous prévoyons que les prix du pétrole resteront inférieurs à 50 dollars en 2020 malgré l'accord OPEP+. Pour toute l'année, la production de brut en Russie diminuera de 12%, la baisse la plus élevée de la production de pétrole depuis 1994.

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

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



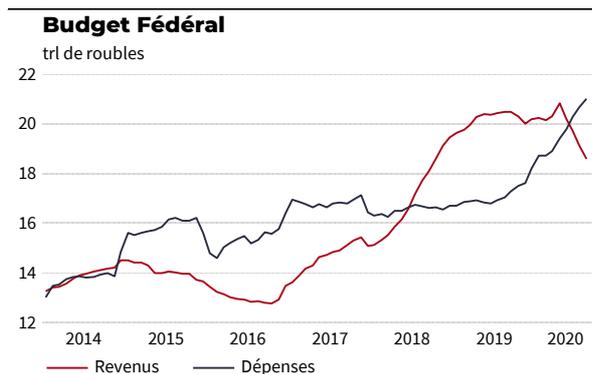
Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Source: Université d'Oxford

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

Sur le plan prudentiel, des mesures aident les banques à surmonter la crise. Le coussin de fonds propres contracyclique national a été abaissé à 0%. L'adoption de Bâle III a été reportée et une réduction des exigences de capital sur les prêts hypothécaires a été autorisée. La Banque Centrale de Russie (BCR) a autorisé les établissements de crédit à ne pas qualifier certains prêts afin de limiter le provisionnement. Les opérations de change peuvent également être évaluées au taux de change du 1er mars, à l'exception de celles sur des positions de change ouvertes.

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



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv

Contrairement aux chocs passés, la Russie n'a pas connu de tensions financières majeures cette fois. Le régime change flexible, les vastes réserves de change, la faiblesse de la dette publique et extérieure y ont contribué. Lors des crises passées (1998, 2008, 2014), le durcissement des conditions financières avait entraîné un resserrement du crédit. La situation actuelle est plus confortable car le secteur bancaire est dans une situation d'excédents de liquidité et il est moins exposé aux conditions financières externes.

La BCR a réduit de 175 points de base son taux directeur depuis avril et pourrait encore le baisser si l'inflation retombait en dessous de la fourchette basse de son objectif soit 3,5-4% en GA. En août, l'inflation s'est élevée à 3,6% en GA, franchissant la fourchette basse pour la première fois depuis novembre 2019, permettant une pause si cette tendance se confirmait, ce qui est notre scénario central.

Un referendum a ratifié la réforme constitutionnelle proposée par le président Vladimir Poutine en juillet 2020. Avec un taux de participation de 68%, 78% des participants ont voté en faveur des changements, selon la Commission électorale centrale de Russie. La réforme de la constitution comprend notamment un amendement permettant au président Poutine de se présenter à nouveau à la présidence en 2024 - et de rester au pouvoir potentiellement jusqu'en 2036.

Russie	2019	2020p		2021p		2022p		2023p	
		Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.	Central	Prol.
PIB en volume, %	1.4	-3.5	-5.0	2.0	1.5	1.5	0.5	1.5	0.5
Inflation, %	4.5	3.9	3.9	4.5	6.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Solde courant, % du PIB	3.8	2.0	2.0	2.0	1.5	2.5	2.0	2.5	2.0
Solde budgétaire, % du PIB	1.9	-4.5	-5.5	-2.5	-3.5	-2.0	-3.0	-1.5	-2.5
Dette publique, % du PIB	16.0	19.0	22.0	18.0	22.0	19.0	23.0	19.0	23.0

Central = Central scenario

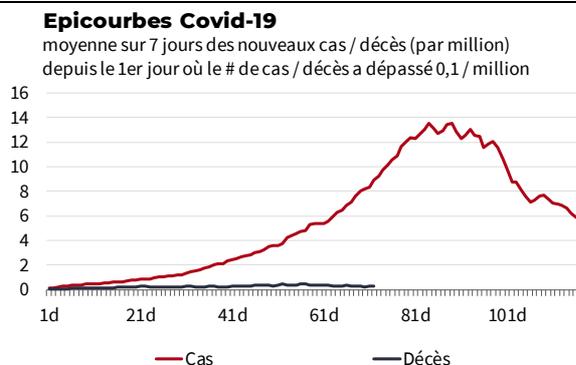
Ext. = Extended

AFRIQUE

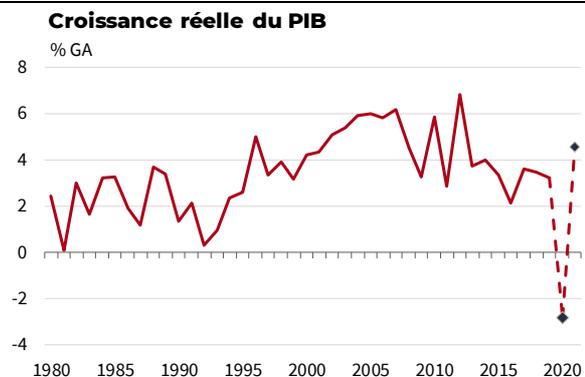
- **La pandémie de la Covid-19 reste pour l'instant sous contrôle.**
- **Le PIB Africain devrait se contracter de près de 3% en 2020, ce qui constituerait la première récession de l'histoire de la région.**
- **Malgré un fort soutien financier international et un rebond attendu de la croissance pour 2021, les conséquences en termes d'emploi, de développement ou de stabilité politique seront importantes.**

La pandémie de la Covid-19 continue pour l'instant de sembler rester sous contrôle en Afrique, avec un nombre de cas et de décès (rapportés à la population) très significativement inférieurs à ceux enregistrés en Asie, en Europe et aux Amériques (en cumulé : environ 1 000 cas et 25 morts par million d'habitants à ce jour). La progression du virus paraît également déjà ralentir, depuis un pic de nouvelles contaminations atteint fin juillet, y compris dans les pays les plus durement touchés comme l'Afrique du Sud. Toutefois, en raison du sous-développement des systèmes de santé sur le continent, les tendances actuelles restent à prendre avec prudence (le nombre de cas / décès pouvant ainsi être sous-estimé) et les risques d'accélération de la crise sanitaire restent présents.

Ralentissement des nouvelles contaminations



Chute historique de la croissance

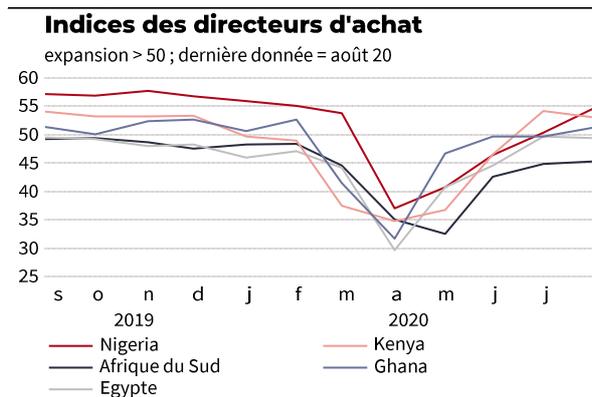


Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv Data Stream, OMS, FMI

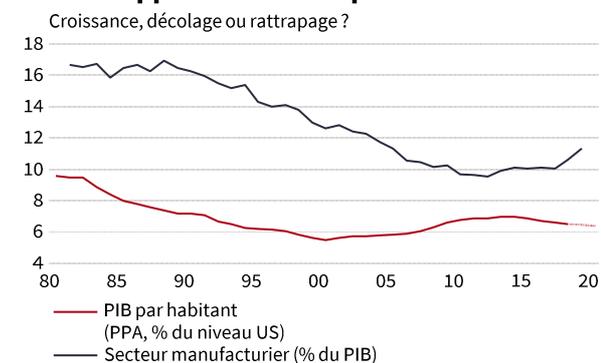
Les conséquences économiques de la crise de la Covid-19 seront toutefois importantes. Dans notre scénario « central », le PIB Africain se contracterait de près de 3 % en 2020 – constituant la 1^{ère} récession économique enregistrée par la région – avant de rebondir mécaniquement (principalement en raison d'effets de base) en 2021 (croissance attendue à 4,5 %). L'hétérogénéité des performances de croissance au sein de la région, déjà soulignée avant la crise, serait confirmée. D'un côté, les économies diversifiées ne dépendant pas (**Côte d'Ivoire, Éthiopie, Rwanda**) ou peu (**Sénégal, Kenya**) du tourisme enregistreraient des taux de croissance en net retrait par rapport à 2019 (souvent compris entre 0 % et 2 % en GA), mais « uniquement » comparables à leurs plus mauvaises performances historiques et a priori « durables » car limitées à une seule année. De l'autre, les économies exportatrices

de matières premières industrielles (**Nigéria, Afrique du Sud, Algérie, Angola, Afrique Centrale**) et/ou dépendantes des revenus touristiques (**Maroc, Tunisie**) connaîtraient des récessions beaucoup plus sévères, le plus souvent attendues entre -5 % et -10 %. Dans notre scénario de crise « étendu », la contraction du PIB serait légèrement plus marquée entre 2020 (-3,2 %), la 2^{ème} vague de la Covid-19 venant briser la légère reprise de l'activité économique enregistrée depuis juin dans la plupart des pays (activité qui reste loin de son niveau pré-crise, toutefois). Plus fondamentalement, le rebond de 2021 serait très faible (+3 %, soit une performance inférieure à la croissance annuelle moyenne entre 2010 et 2019).

Léger rebond de l'activité, sans retour au niveau pré-crise



Pas de réel rattrapage économique en Afrique sub-saharienne



Source : SG Études économiques et sectorielles, Refinitiv Datastream

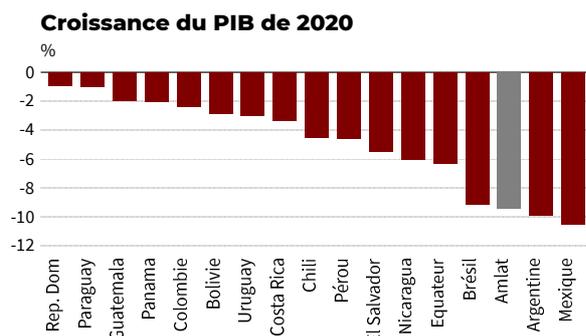
La région jouit pour l'instant d'un soutien financier de la part des bailleurs de fonds, illustré i) par la multiplication des lignes de financement accordées par le FMI à la région (pour un total de USD 24,3 Mds, soit 1% du PIB Africain) ou ii) par l'Initiative de Suspension du Service de la Dette (visant à suspendre pour 2020 les remboursements de dettes souveraines en devises dues aux créanciers bilatéraux), demandée par (et dans la plupart des cas déjà accordée à) 29 pays à ce jour – pour un montant total de USD 5,3 Mds. Ce soutien important reste toutefois insuffisant une fois rapporté au PIB régional et à l'ampleur des défis sociaux, étant donné la croissance démographique du continent (+2,5 % par an d'ici à 2025), et le fait que les taux de croissance passés n'étaient déjà pas suffisants pour permettre un réel développement de la région. La Banque Africaine de Développement prévoit ainsi que la crise de la Covid-19 pourrait détruire environ 30 millions d'emplois (4% des emplois à fin 2019), et pousser près de 50 millions d'Africains dans la pauvreté (vivant avec moins de USD 1,90 par jour). En conséquence, les tensions sociales et politiques, déjà fortes dans plusieurs régions (Sahel, Afrique Centrale, Afrique du Nord, etc.) pourraient croître sur le continent et dégénérer en événements plus violents (comme récemment le coup d'état au **Mali**), alors même que plusieurs élections importantes se profilent (**Côte d'Ivoire, Guinée, Burkina Faso, Ghana**).

AMERIQUE LATINE

- La croissance régionale devrait enregistrer sa plus mauvaise performance depuis les années 1930.
- Plusieurs banques centrales ont réduit les taux d'intérêt et lancé de modestes programmes d'assouplissement quantitatif. La réponse budgétaire a été modérée dans les grandes économies.
- Les risques sont en hausse car le nombre de cas continue d'augmenter alors que la région est entrée dans cette crise après une période de faible croissance.

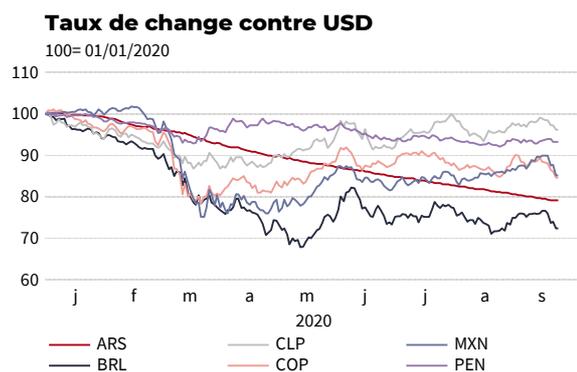
La région est gravement touchée par la crise du Covid-19. La récession économique sera probablement la plus importante parmi les marchés émergents. Le nombre d'infections et de victimes a commencé à diminuer, bien qu'à partir de niveaux élevés. Sur le plan économique, la région devrait enregistrer la récession la plus grave depuis 1930. Outre l'impact économique des confinements, la baisse des prix des matières premières, la diminution des revenus touristiques et de transferts de fonds des travailleurs émigrés vont également affecter l'activité. Les tensions financières se sont atténuées depuis le pic de la crise, les monnaies de plusieurs pays se stabilisant et plusieurs pays retournant sur les marchés internationaux de la dette. Dans l'ensemble, cette crise devrait prolonger la période déjà longue de faible croissance, augmentant ainsi la probabilité de tensions sociales dans les années à venir.

La région devrait enregistrer sa plus forte récession depuis les années 30



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Les variables financières se sont stabilisées suite au choc de Mars-Avril



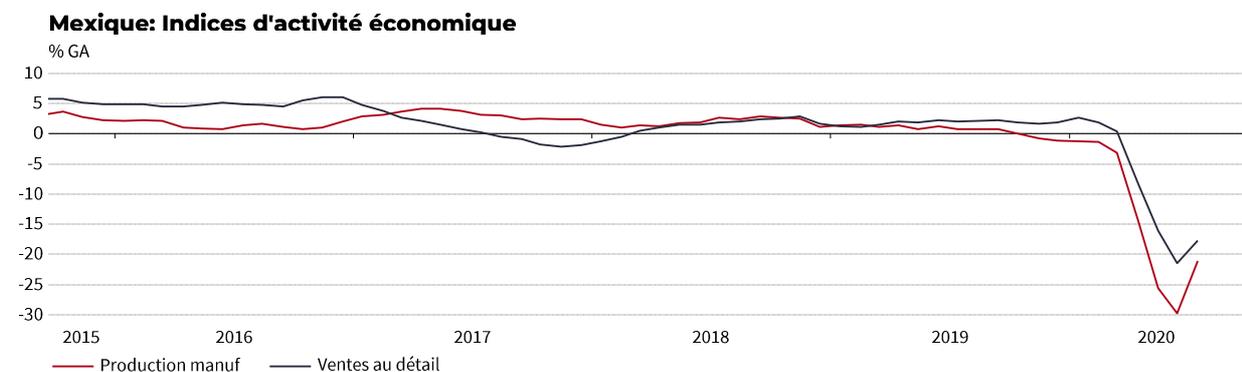
Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Au Brésil, la crise sanitaire est particulièrement aiguë, le nombre d'infections et de décès dus au Covid-19 étant encore très élevé. Une forte récession est attendue. Pour contrer l'impact économique, la Banque centrale a abaissé son taux directeur à 2 %, son niveau le plus bas depuis le début du régime de lutte contre l'inflation en 1999. Le Congrès a également autorisé la banque centrale à s'engager dans des opérations d'assouplissement quantitatif avec des titres de la dette publique et certains titres

d'entreprises. Le gouvernement a annoncé un plan de relance budgétaire de 4 % du PIB et a ajouté un programme de prêts garantis par l'État de 6 % du PIB. Dans l'ensemble, la crise Covid-19 devrait prolonger la période de croissance anémique du pays (1 % en moyenne depuis 2015).

Au Mexique, le nombre d'infections et de décès continue également d'être particulièrement élevé. Comme au Brésil, les autorités mexicaines n'ont pas mis en place un verrouillage strict. Sur le plan monétaire, la Banque centrale a progressivement réduit les taux d'intérêt de 7 % à 4,5 % depuis le début de la crise. Le Mexique n'a présenté aucun plan de relance budgétaire. Dans l'ensemble, et compte tenu de la forte dépendance du pays à l'égard de l'activité économique américaine, des transferts de fonds des travailleurs et des flux touristiques, ainsi que de l'absence de soutien budgétaire, le Mexique est appelé à enregistrer la plus forte récession de la région.

Mexique : l'économie devrait se contracter avec un faible soutien fiscal et monétaire



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

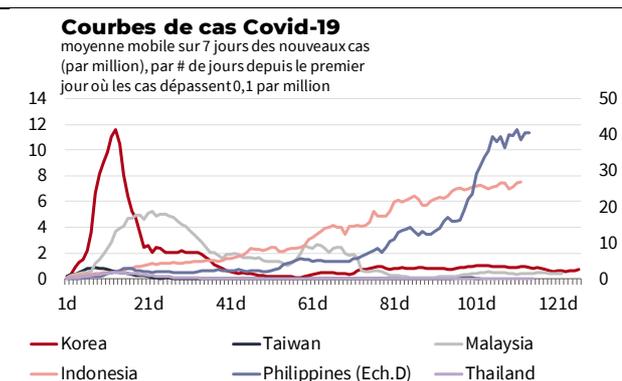
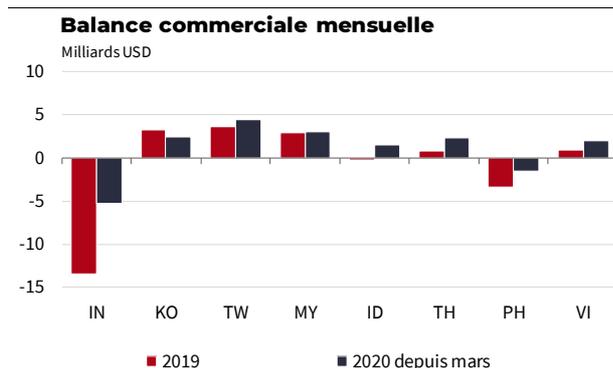
Les petites économies ont une augmentation tardive du nombre de cas et de victimes liés au Covid-19. Au Pérou et au Chili, le nombre de cas continue d'augmenter, mais ces pays ont mis en œuvre une politique fiscale et monétaire agressive, reflétant leurs fondamentaux macro-économiques plus solides au début de la crise. Au Pérou, le gouvernement a annoncé une relance budgétaire de 7 % du PIB, la plus importante de la région, tandis que la Banque centrale a réduit son taux directeur à 0,25 % dans un contexte d'inflation contenue et de stabilité du taux de change. Au Chili, le gouvernement a annoncé un plan de relance de 5 % du PIB, tandis que la banque centrale a réduit son taux principal à 0,25 % et a annoncé qu'elle allait lancer un programme d'assouplissement quantitatif. En Colombie, le gouvernement a annoncé un plan de relance de 3 % du PIB, tandis que la banque centrale a également commencé à augmenter la taille de son bilan.

ASIE ÉMERGENTE

- **Les économies se rétablissent progressivement.**
- **L'accumulation des surplus courants aide à renforcer les coussins de sécurité externe.**
- **La relation américano-chinoise constitue la plus grande incertitude.**

La croissance dans la région devrait se rétablir progressivement après avoir été sévèrement touchée par la pandémie Covid-19. Bien qu'en contraction, la région maintient sa performance relative par rapport au reste du monde. Si dans son ensemble elle dispose des fondamentaux relativement solides, la capacité de rebond de chaque pays est néanmoins distincte. Les finances publiques sont assez robustes dans les cas de la Corée du Sud, de Taiwan, de la Thaïlande. Les pays ont des ratios de dettes publiques sur PIB plus élevés, mais dans l'ensemble leur dépendance à l'égard des financements extérieurs est assez faible, avec un solde courant positif ou équilibré. La crise sanitaire a été une occasion pour la région de renforcer ses équilibres externes. Malgré la récession mondiale, l'Asie a conservé sa performance relative à l'exportation. Les importations s'étant plus fortement contractées que les exportations, les surplus commerciaux se sont accrus et les déficits commerciaux chez certains se sont réduits. Les banques centrales en ont profité pour constituer des réserves de change. L'Indonésie a reconstitué une dizaine de milliards de dollar depuis mars, soit une hausse de 13% réserves de change. La Thaïlande et les Philippines ont vu leurs réserves de change augmenter de plus de 10%. Cela renforce leurs coussins de sécurité externe.

Amélioration généralisée de la balance commerciale L'épidémie maîtrisée, sauf aux Philippines et en Indonésie



Source : Datastream Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

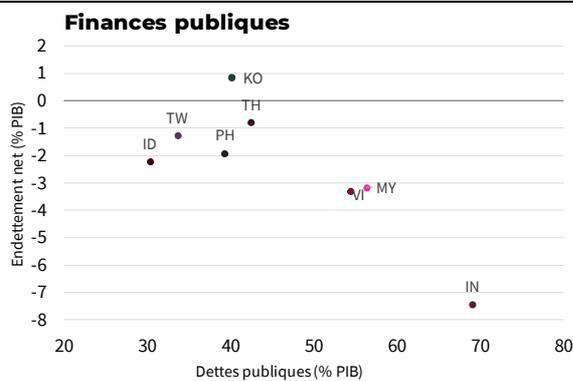
Source : Oxford, SG Etudes économiques et sectorielles

Parmi les principales économies, la Corée du Sud, Taiwan, la Thaïlande, le Vietnam et la Malaisie semblent avoir plus ou moins maîtrisé la pandémie. En revanche, l'Indonésie et les Philippines ne semblent pas avoir dépassé le pic des infections. Cette différence se traduit dans la dynamique de l'activité économique. Corée du Sud, Taiwan et le Vietnam ont le moins souffert du Covid-19 en termes d'activité au

T2 2020, avec une croissance positive à 1,8% au Vietnam et une contraction peu marquée de -0,6% à Taiwan et de -2,7% en Corée du Sud. Les exportations de Taiwan et de la Malaisie ont déjà rejoint le niveau d'un, alors que celles des Philippines, de l'Indonésie et de la Thaïlande sont encore dans une zone de contraction à deux chiffres dernièrement.

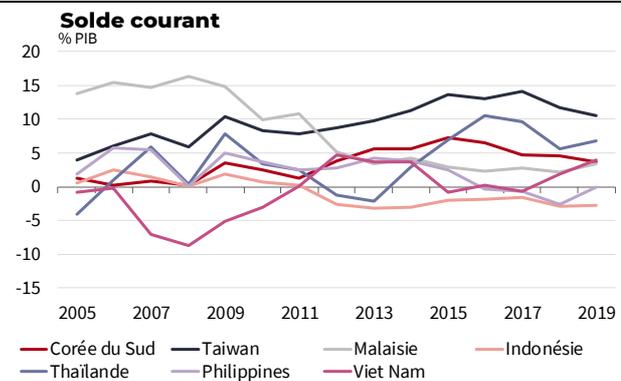
Face au risque de récession prolongée au niveau mondial, la capacité de soutenir la croissance est différenciante au sein de la région.. L'Inde (non développée dans cette section) et l'Indonésie ont les mains plus ou moins liées. L'Indonésie a peu de dette publique (30% du PIB), mais dépend de la dette extérieure (30% de son endettement). Le pays a en outre un solde courant négatif. La banque centrale a procédé des baisses de taux tout en prenant en compte le risque de dépréciation de la devise. Ainsi, les deux dernières baisses sont intervenues tardivement, dans un contexte relativement favorable de faiblesse du dollar américain et de retour de l'appétit des investisseurs internationaux.

Espace fiscal limité pour certains



Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

Besoin de financement externe



Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

Enfin, la reprise de la région sera également conditionnée par l'évolution de la tension sino-américaine. Celle-ci évoluera en fonction des résultats des élections présidentielles américaines de novembre, mais la rivalité entre les deux plus grandes économies du monde va de toute façon constituer l'élément majeur de l'environnement commercial et géopolitique des économies de la région. Il s'agit d'un volet d'incertitude qui aurait un impact significatif sur le profil de croissance dans les années à venir.

PAYS DU GOLFE

- **La baisse des revenus pétroliers fait disparaître les excédents extérieurs et accroît le déficit budgétaire.**
- **Les projets d'infrastructure envisagés pour diversifier la structure productive et les investissements non pétroliers sont au ralenti.**
- **Les Émirats arabes unis et Bahreïn ont convenu de la normalisation complète des relations avec Israël.**

Frappés par les retombées économiques de la pandémie de Covid19 et la chute des prix du pétrole, les pays du Golfe connaîtront en 2020 la pire récession de leur histoire, avec un PIB en baisse de 5%. La vitesse de reprise en 2021 est sujette à un degré élevé d'incertitude. La demande extérieure est durement affectée par le déclin du commerce international, tandis que les plaques tournantes d'affaires et de voyages tels que les Émirats arabes unis en ressentent les répercussions sur les secteurs de l'aviation et de l'hôtellerie. Dans toute la région, l'emploi pourrait fortement baisser, entraînant l'exode des travailleurs migrants. La baisse de la population nuira au secteur de la vente au détail, aux dépôts bancaires et à l'occupation immobilière.

Le principal facteur d'incertitude est la faiblesse du cours du pétrole. Le prix du Brent s'est récemment redressé (43 \$/b à la mi-septembre contre 24 \$/b au début d'avril), mais le prix moyen en 2020 reste inférieur de 35 % à celui de 2019. Les prix du pétrole pourraient rester bas en raison d'une reprise mondiale trop peu vigoureuse, mais aussi si les producteurs tentent de contrer la faiblesse des prix en augmentant les ventes. Les efforts conjoints de l'Opec et des producteurs non membres de l'Opec ont contribué à réduire les stocks en juillet, mais le rythme de la reprise du marché reste lent et la non-conformité aux accords demeure un risque.

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

La baisse des recettes pétrolières pèse également sur la balance des paiements, comme en témoigne la baisse des réserves de change, notamment en Arabie saoudite. Sauf aux Émirats arabes unis, les excédents courants devraient se transformer en déficit en 2020. Pour les pays dont la dotation en actifs extérieurs est

relativement faible (Bahreïn, Oman), la diminution de la rente pétrolière pourrait à terme entraîner une perte de marge de manœuvre de la banque centrale pour défendre la parité de change. Ces pays pourraient alors devoir solliciter une aide financière extérieure, au-delà de l'appui du GCC.

La région se prépare depuis longtemps à relever des défis à moyen terme, que cette crise rend encore plus pertinents. Les plans nationaux de développement économique envisagés par les monarchies du Golfe se concentrent 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 une voie sans obstacle, avec des défis considérables dans le marché du travail et la réglementation des marchés nationaux, souvent considérée comme un obstacle à la participation du secteur privé. Comme la capacité d'autofinancer les projets d'infrastructure est en diminution, l'expansion des activités non pétrolières devrait être retardée.

Le paysage géopolitique reste également une source d'incertitude. Les tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran demeurent. Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 par ses voisins, sans menacer aujourd'hui la stabilité politique, réduit les perspectives d'affaires des entreprises opérant dans la région.

Sur une note positive, l'Arabie saoudite préside et accueille le G20 en 2020, confirmant l'intention du pays d'assumer un rôle plus engagé sur la scène internationale. L'Exposition universelle de Dubaï a été reportée à 2021, mais l'événement devrait encore attirer l'attention de la communauté d'affaires. Enfin, les Émirats arabes unis et Bahreïn ont convenu de la normalisation complète des relations avec Israël. Auparavant, seuls les voisins immédiats d'Israël parmi les États arabes, l'Égypte et la Jordanie, avaient établi des relations diplomatiques. La normalisation des relations avec Israël offre aux Émirats arabes unis et à Bahreïn la possibilité de stimuler leurs économies dans des secteurs clés, notamment la défense et la sécurité, les soins de santé, le tourisme et les transports.

Les paramètres macro-financiers se détériorent

	Prix du pétrole «break-even»	Déficit budgétaire, % PIB		Dette publique, % PIB		Compte courant, % PIB		Réserves de change, milliards de dollars	
		2019	2020f	2019	2020f	2019	2020f	Déc-19	Juil-20
Bahreïn	95	-	-15.7	101	111	-2.9	-7,3	3.7	1.8
Koweït	54	4.8	-11.3	15,2	17,4	8.9	-7,8	39.9	44.3
Oman	87	-7	-16.9	59.9	63.9	-5.2	-11	17	16.3
Qatar	49	4.1	5.2	53,1	47.9	2.4	-1.8	54	55.9
Arabie Saoudite	86	-4.5	-12.6	23.1	28.3	6.3	-3.4	502	448
Émirats A.Unis	70	-0.8	-11.1	20,1	20.3	7.4	1.5	106	94

Source : Perspectives économiques mondiales du FMI juin 2020.

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Le rebond effectif de la région dépendra fortement de la dynamique du commerce international en 2021. Pour le moment, la demande intérieure contribue à la reprise.**
- **Les banques centrales ont mis en œuvre des mesures d'urgence. Les plans de soutien gouvernementaux ont également été mis en place.**
- **Le plan de relance européen devrait être un canal de financement important pour les PECO au cours de la période 2021-24.**

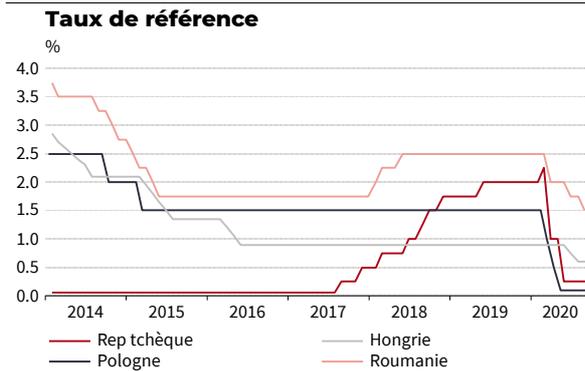
La croissance au T2-20 a mieux résisté en Europe centrale et orientale que dans la zone euro. Le ralentissement résulte en grande partie de l'exposition de la région au commerce mondial, tandis que la demande intérieure a été moins affectée qu'ailleurs. Cela peut s'expliquer en partie par l'amélioration significative de la situation des ménages ces dernières années, les salaires réels augmentant rapidement dans un contexte de tensions structurelles sur le marché du travail.

Les pays les plus exposés à l'impact économique du virus sont ceux qui dépendent des secteurs liés aux services et le tourisme (Croatie et Roumanie) ou sont fortement exposés à l'effondrement de la demande extérieure en raison de leur intégration dans les chaînes de valeur mondiales, notamment (République tchèque et Slovaquie), où un certain nombre d'usines automobiles de la région ont interrompu leurs opérations pendant plusieurs semaines. Cependant, le commerce international semble avoir été légèrement plus résilient dans les PECO que dans la zone euro, les derniers chiffres d'exportations enregistrant « seulement » une baisse en valeur de 5% en GA en moyenne contre une baisse de plus de 10% pour l'union monétaire.

L'Europe centrale et orientale est un cas à part en termes d'inflation car c'était la seule région du monde à enregistrer des pressions à la hausse sur les prix avant le choc Covid. Comme mentionné, cela s'explique par le fait que des tensions sur le marché du travail mais celles-ci se sont naturellement atténuées depuis le début de la crise. Cela devrait également donner davantage de latitude aux banques centrales pour mener des politiques monétaires expansionnistes plus durables.

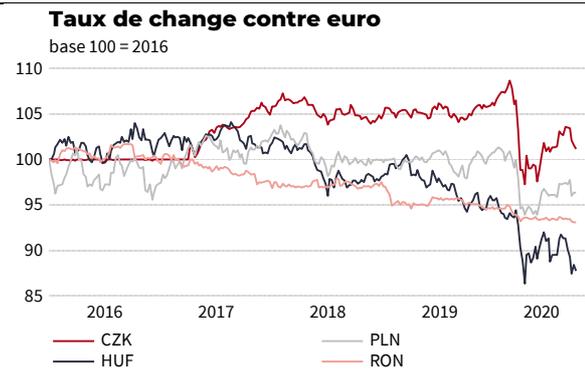
Les actions de la Fed et le PEPP de la BCE ont permis aux banques centrales des PECO de baisser les taux d'intérêt et de lancer des programmes d'achat d'obligations (sauf en République tchèque), sans trop de pression sur leurs devises respectives. Dans le cas d'une appréciation non souhaitable de leurs monnaies, les autorités monétaires pourraient être incitées à poursuivre l'assouplissement des conditions de liquidité, d'autant plus qu'elles tenteraient probablement d'éviter de perdre en compétitivité prix. Toutefois, de nouvelles baisses de taux feraient passer les taux directeurs en territoire négatif en Pologne et en République tchèque.

Baisse généralisée des taux dans la région



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Les devises semblent se stabiliser



Source : SG Etudes économiques et sectorielles

Des facteurs externes devraient également soutenir les PECO en 2021. En plus de l'action des grandes banques centrales, le plan de relance européen ainsi que le plan de relance allemand seront des facteurs positifs. La Pologne bénéficierait le plus d'une reprise allemande soutenue, car ses exportations montrent la corrélation la plus forte avec la demande intérieure de ce pays. La République tchèque et la Hongrie devraient bénéficier d'une reprise des exportations allemandes, car elles sont davantage intégrées dans les chaînes de valeur du secteur manufacturier. L'Allemagne a relativement bien réussi à maîtriser son épidémie de Covid19 et a pu assouplir les restrictions plus rapidement que d'autres pays. Les données à haute fréquence suggèrent une reprise des indicateurs du climat des affaires et des exportations d'automobiles. Ces évolutions sont de bon augure pour les PECO, mais les effets différeront selon les pays en fonction de leurs liens spécifiques avec l'économie allemande.

L'accord sur le fond de relance européen de 750 mds de EUR devrait être un canal de financement important pour les PECO sur la période 2021-24. Cela compensera la réduction des fonds structurels de l'UE, qui ont été l'un des moteurs de la croissance des investissements dans le passé. Les quatre grandes économies de la région (Rép. Tchèque, Hongrie, Pologne, Roumanie) recevraient un total de 124 milliards d'euros, ce qui devrait avoir un impact notable sur l'investissement et la croissance dans la région à moyen terme. Cependant, la question de la capacité d'absorption de ces fonds se posera car il faudra les lier à des projets concrets notamment dans le domaine de la « transformation verte et numérique ».

La Roumanie reste un maillon faible de la région car le pays affiche depuis 3 ans des fondamentaux macro-économiques plus faibles que ses pairs de la CEE. Outre des déficits jumeaux importants, le modèle de croissance roumain est déséquilibré avec la prédominance de la consommation privée et un sous-investissement structurel. Avec des mesures budgétaires à hauteur de 3% du PIB ainsi qu'avec la hausse des retraites de 40% attendue en septembre, le déficit budgétaire pourrait atteindre 9% du PIB en 2020 et 11% du PIB en 2021 selon la Commission européenne. Dans ce contexte, le financement du déficit budgétaire sera une question dans les prochaines années.

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

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

Olivier de BOYSSON

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

Marie-Hélène DUPRAT

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

Ariel EMIRIAN

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

François LETONDU

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

Constance BOUBLIL-GROH

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

Olivier DENAGISCARDE

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

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

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

Clément GILLET

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

Erwan JAIN

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

Alan LEMANGNEN

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

Simon RAY

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

Valérie RIZK

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

Danielle SCHWEISGUTH

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

Edgardo TORIJA ZANE

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

Bei XU

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

Yolande NARJOU

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

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

Abonnez-vous aux publications des économistes :

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2020