

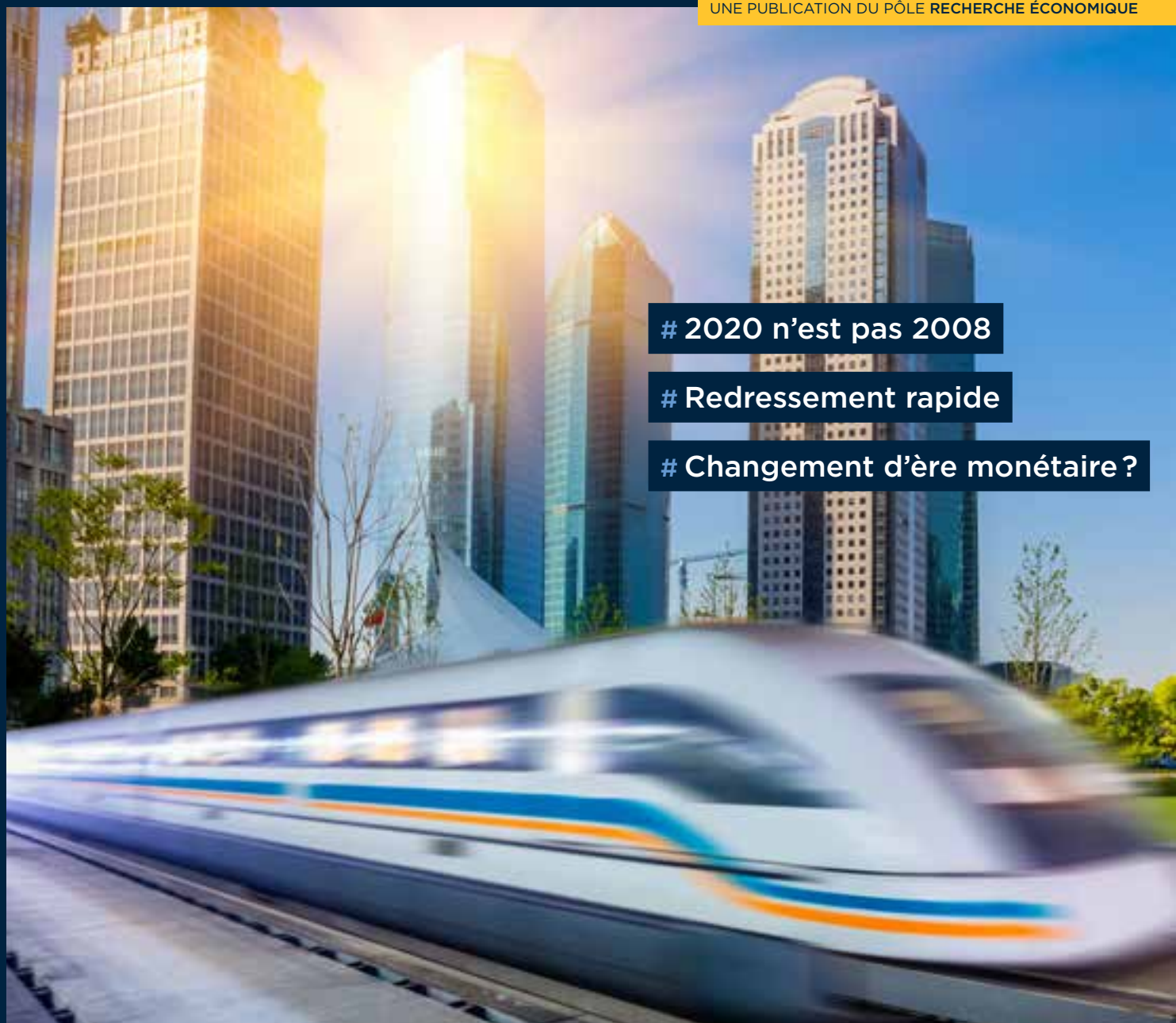


EDMOND
DE ROTHSCHILD

HIVER 2020-2021
N°10

PRÉVISIONS MACRO-ÉCO 2021-2022

UNE PUBLICATION DU PÔLE RECHERCHE ÉCONOMIQUE



2020 n'est pas 2008

Redressement rapide

Changement d'ère monétaire ?

SOMMAIRE

- p. 4 | 2020 n'est pas un nouveau 2008
- p. 6 | Notre scénario macro-économique et financier
« **Accélération** »
- p. 16 | Synthèse de nos prévisions 2021-2022
croissance, inflation, taux et changes

Les poids lourds de la croissance mondiale

- p. 18 | États-Unis
La croissance devrait continuer de rebondir
en 2021 et 2022
- p. 20 | Chine
Objectif de croissance abandonné
- p. 22 | Zone euro
Rattrapage plus poussif
 - Allemagne
 - Reprise tournée vers l'avenir
 - France
 - Économie affectée
 - Italie, Espagne, Portugal
 - Nécessaires soutiens additionnels

Focus sur

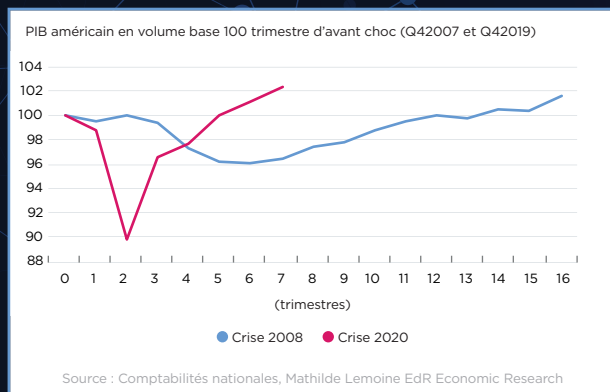
- p. 32 | Pétrole
Pression à la hausse
- p. 33 | Changes
De la volatilité sur le chemin d'un dollar plus fort
- p. 34 | Brésil
Taux directeurs historiquement bas

2020 N'EST PAS UN

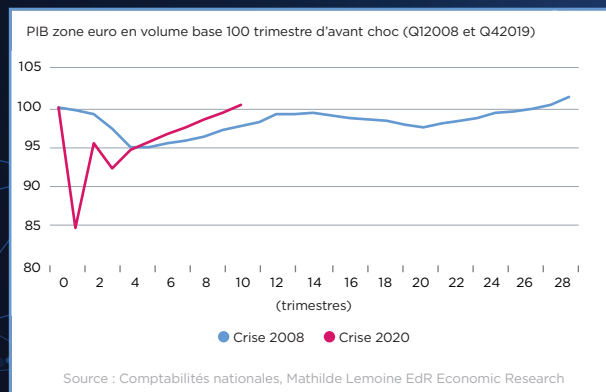
«La situation est très différente de la grande crise financière de 2008. Les modèles spécifiques aux pandémies de grippe nous enseignent que leur impact négatif économique résulte à 60% des décisions administratives de confinement et de restrictions aux frontières. Dès qu'elles sont réduites ou levées, l'activité redémarre. Par ailleurs, la consommation est dépendante du taux de mortalité. Plus il est élevé, plus les ménages sont prêts à renoncer à consommer. Enfin, la meilleure connaissance de la transmission du virus réduit la sévérité des mesures prises et donc son impact économique en cas de nouvelle vague.»

Dr. Mathilde Lemoine

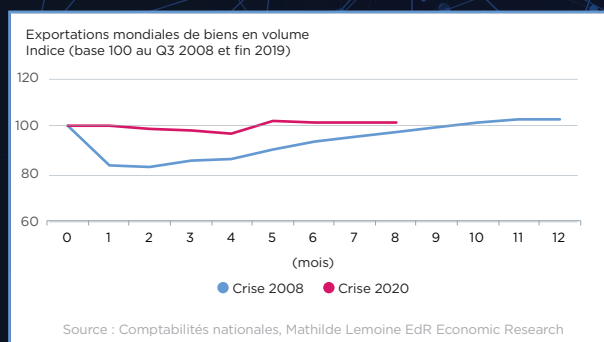
Aux États-Unis, il a fallu 13 trimestres pour le PIB retrouver son niveau d'avant choc lors de la grande crise financière. Il en faudra seulement 4 selon nos prévisions pour qu'il retrouve son niveau du quatrième trimestre 2019.



En zone euro, il a fallu 22 trimestres pour que le PIB retrouve son niveau d'avant choc lors de la grande crise financière. Il en faudra seulement 9 selon nos prévisions pour qu'il retrouve son niveau du quatrième trimestre 2019.

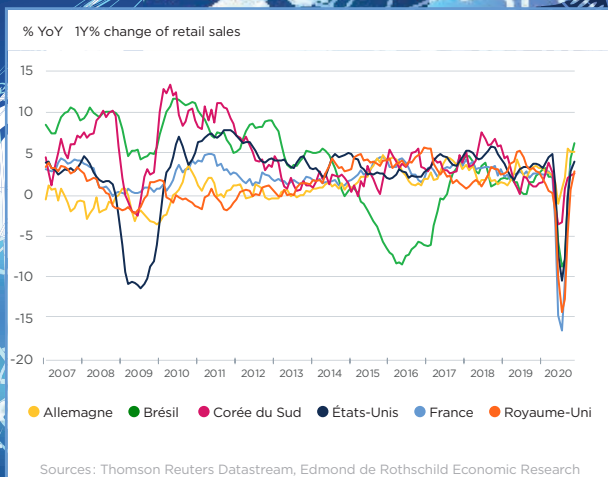


Les exportations mondiales de biens ont très bien résisté grâce au rebond des ventes chinoises et d'Amérique latine.

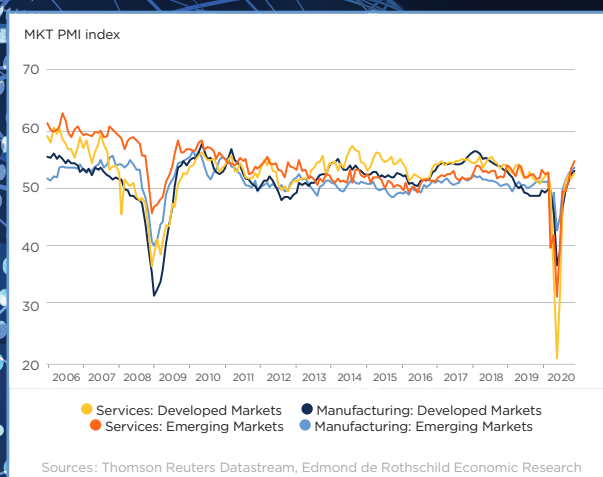


NOUVEAU 2008:

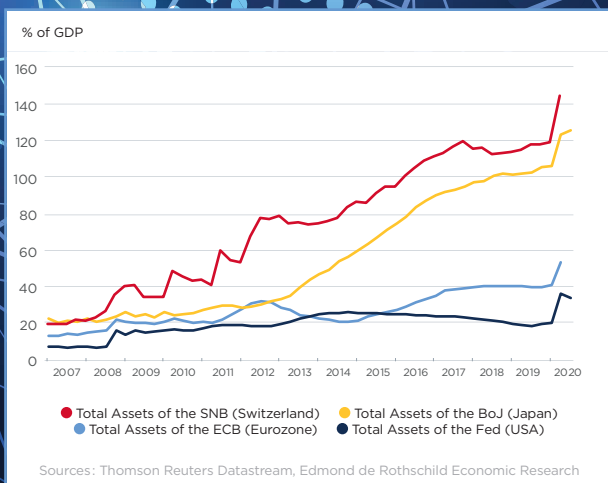
En 2020, le choc de consommation a été brutal à cause des fermetures administratives et des restrictions aux frontières



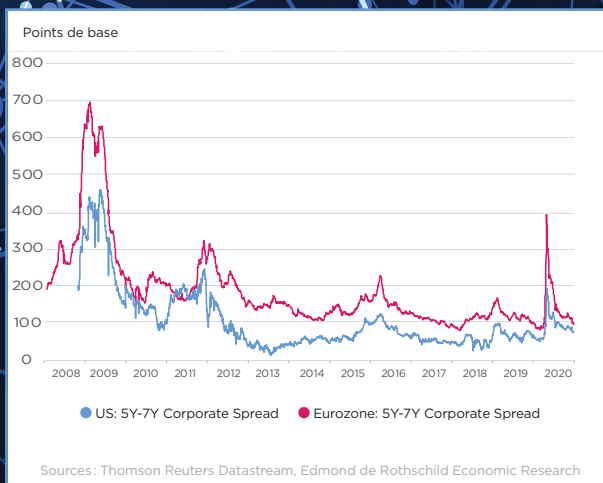
Les services sont les plus touchés



Le stock d'actif détenu par les banques centrales est sans commune mesure



La Réserve fédérale a évité un resserrement brutal des conditions de crédit des entreprises



NOTRE SCÉNARIO ÉCONOMIQUE ET FINANCIER : ACCÉLÉRATION



Dr. Mathilde Lemoine
Group Chief Economist
+41 58 818 99 66
+33 1 40 17 37 07
mathilde.lemoinesense@edr.com

Redémarrage rapide en Asie et aux États-Unis

Des plans de relance américain et allemand impressionnants

La Fed vise une inflation plus élevée

En février dernier, nous avons choisi de nous appuyer sur les modèles macro-économiques adaptés spécifiquement aux épidémies de grippe pour appréhender les effets de la pandémie de Covid-19. C'est pour cette raison que nous obtenions des prévisions de recul de l'activité moins alarmistes que celles des institutions internationales qui ont choisi de continuer à utiliser les modèles habituels en 2020. **Sous l'hypothèse d'un nouveau plan de relance mis en œuvre début 2021 aux États-Unis, le PIB de ce pays devrait retrouver son niveau de fin 2019 au deuxième trimestre 2021 et celui de la zone euro au deuxième trimestre 2023. Le PIB chinois est, quant à lui, déjà supérieur de 4.1% au niveau observé au dernier trimestre 2019.** La crise économique résultant de la pandémie de Covid-19 n'a rien à voir avec la grande crise financière et le retour à un niveau de PIB pré-crise devrait être beaucoup plus rapide. En revanche, les effets sur l'offre de travail et l'éducation devraient accroître les inégalités et peser sur la croissance potentielle, en particulier dans les pays européens et en développement.

Le caractère plus restrictif et généralisé des mesures décidées dans la plupart des pays européens pour lutter contre la pandémie a conduit à un recul du PIB très marqué au deuxième tri-

mestre 2020. De plus, les aides européennes ont été jusqu'à présent très modestes par rapport au plan de relance américain représentant 15% du PIB et mis en œuvre dès le mois d'avril. Seule l'Allemagne a engagé un soutien de cet ordre de grandeur et rapidement. Certes la France, l'Italie et l'Espagne vont ajouter de nouvelles mesures en 2021, mais la mise en place tardive de certains dispositifs accentue les effets d'hystérèses. C'est notamment pour ces raisons que nous anticipons un phénomène de rattrapage plus rapide aux États-Unis qu'en Europe. **La croissance américaine atteindrait 4.3% en 2021 après avoir reculé de -3.5% en 2020. Elle serait encore de 3% en 2022.** Il en résulterait une accélération de l'inflation plus marquée aux États-Unis qu'en zone euro et une hausse des taux longs plus importante qu'en zone euro malgré les interventions complémentaires de la Réserve fédérale que nous anticipons. **En zone euro, la hausse du PIB de 4.5% en 2021 et de 3.8% en 2022 resterait pousive au regard du recul de -7.5% en 2020. En Chine,** l'accélération des investissements en infrastructure et l'orientation du nouveau plan quinquennal en faveur de la demande intérieure pourraient engendrer une croissance de 9.8% en 2021 et de 5% en 2022. Les pays d'Asie bénéficieraient du redressement

de la consommation et de l'investissement privé chinois, mais aussi de la croissance des importations américaines et européennes. Nous n'attendons pas de retour à la normale à horizon de prévisions des mouvements internationaux de personnes, mais les émergents pourraient bénéficier de la progression des prix des matières premières. **La croissance des pays émergents atteindrait 5.6% en 2021 et 4.3% en 2022 après -2% en 2020** selon nos prévisions. **En conséquence, la croissance mondiale serait de 5% en 2021 et de 4% en 2022**, après un recul du PIB mondial de -3.9% en 2020.

À plus long terme, outre les changements de comportements des consommateurs l'effet le plus important pourrait être la diminution de l'offre de travail qui pèse sur la productivité et la croissance du PIB par habitant. L'impact sera différent en fonction de la durée de fermeture des écoles et universités, des politiques d'accompagnement des salariés mis en œuvre pour limiter l'absentéisme.

Une vaccination effective et généralisée d'ici fin 2021 permettrait à la zone euro de rattraper plus rapidement son retard, car son économie a été plus pénalisée par les mesures restrictives visant à réduire la propagation du virus. Les services à forte intensité de main-d'œuvre auraient également des perspectives d'activité plus dynamiques qu'actuellement. Les anticipations de taux et d'inflation se redresseraient plus brutalement que nous l'anticipons à ce stade, mais les banques centrales ont la main sur la courbe des taux. Elles continueraient de limiter sa pentification et de fournir la liquidité nécessaire pour réduire la multiplication des faillites. De plus, le rattrapage rapide du PIB en niveau permettrait de réduire significativement la dette en pourcentage du PIB. **La situation serait alors très différente de la crise de 2009 où il a fallu attendre 22 trimestres en zone euro pour que le PIB retrouve son niveau d'avant crise et 13 trimestres aux États-Unis. En revanche, les effets structurels persisteront et en particulier la réduction de l'offre de travail à moyen terme.**

UN REBOND DÉJÀ ENGAGÉ

Après une chute historique de l'activité en particulier en Europe où dans certains pays le recul du PIB a été supérieur à 20% sur un an, la levée de certaines restrictions de déplacement et la réouverture administrative ont soutenu le redémarrage (cf. graphique 1). Toutefois, le caractère modeste des plans de relance mis en œuvre entre avril et septembre 2020 sauf en Allemagne a pesé sur l'activité économique au troisième trimestre 2020. Certes, les stabilisateurs automatiques peuvent partiellement expliquer

la moindre ampleur des plans de relance, mais même en les intégrant, le phénomène de mutualisation des pertes reste inférieur à celui observé aux États-Unis notamment. Au troisième trimestre 2020, le PIB de la zone euro était encore inférieur de 4.4% par rapport à son niveau de fin 2019 alors que le PIB américain n'était plus qu'à -3.5% de son niveau de fin 2019. Aux États-Unis, les dépenses publiques ont soutenu le phénomène de rattrapage et l'investissement résidentiel a particulièrement bien rebondi. La situation est très différente en Chine où le PIB a dépassé son niveau de fin 2019 dès le deuxième trimestre. Non seulement la pandémie y a été circonscrite rapidement, mais les collectivités locales ont accru les investissements en infrastructure. L'assouplissement de la politique monétaire chinoise a aussi eu pour effet de soutenir les crédits.

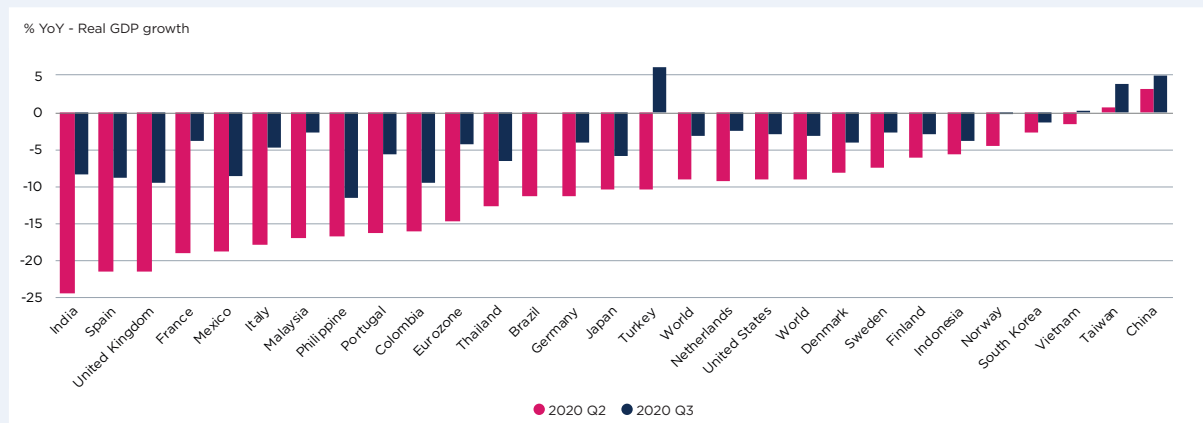
Deux pays développés se distinguent dans leur capacité à rebondir : les États-Unis et l'Allemagne. L'ampleur du plan de soutien américain voté par les démocrates et les républicains (Coronavirus Aid, relief and Economic Security Act) et mis en œuvre dès avril 2020 a évité une diminution du revenu des ménages. Il a d'ailleurs été complété durant l'été 2020 pour représenter 15% du PIB américain soit un montant supérieur à la perte de PIB dû à la pandémie de Covid-19. L'augmentation des indemnités chômeurs et les chèques directs aux ménages ont engendré une hausse du revenu disponible des ménages de 14,4% en moyenne sur un an aux mois d'avril et de mai puis de 8.1% par mois entre juin et octobre. C'est historique. Les transferts ont crû de 21% en avril et de 14% en mai quand les salaires bruts ont diminué de -4.5% et -2.6% respectivement. Le CARES Act ne compense donc pas seulement le manque de stabilisateurs automatiques comme cela a pu être avancé. **En Allemagne**, les mesures de confinement ont été moins généralisées qu'en France, en Espagne ou en Italie, ce qui a limité l'ampleur du recul d'activité au deuxième trimestre 2020. Et les dispositifs d'aide ont été massifs et rapidement accessibles. De plus après avoir facilité l'accès au chômage partiel, multiplié les prêts garantis, renforcé les fonds propres notamment, un second plan de relance a été engagé dès le mois de juillet 2020. Outre la prolongation des soutiens au pouvoir d'achat et aux ménages en situation difficile, la baisse de TVA de 19% à 16% du taux normal et de 7% à 5% pour le taux réduit jusqu'au 31 décembre 2020, les incitations pour les entreprises à investir ont pour effet de relancer la demande contrainte par les mesures de distanciation et les restrictions aux frontières persistantes. Selon nos calculs, les mesures représenteraient 13.8% du PIB. Surtout, comme aux États-Unis, le fait qu'elles aient été mises en

place très rapidement à un effet multiplicateur plus important et limite les effets d'hystérèse.

Ainsi, au troisième trimestre 2020 le PIB mondial n'était plus que 3.3% en deçà de

son niveau de fin 2019. La situation est donc totalement différente de celle de 2008, ce qui résulte de la nature même de la crise comme le montrent les modèles des épidémies de grippe.

1 Le recul du PIB a été particulièrement important en Europe



Sources: National Accounts, Edmond de Rothschild Economic Research

LE PHÉNOMÈNE DE RATTRAPAGE DEVRAIT S'ACCÉLÉRER

La diffusion du virus après l'été 2020 et les mesures restrictives généralisées qui ont été prises pour éviter un débordement des services de réanimation des hôpitaux, en particulier dans les **pays européens**, ont pesé sur le PIB au quatrième trimestre 2020, mais l'impact négatif sera moindre qu'au deuxième trimestre 2020. D'une part, la généralisation du port du masque, l'application des règles d'hygiène et le maintien de l'ouverture des écoles limitent la diminution de l'offre de travail, la chute de l'activité productive et la consommation. D'autre part, la réduction du taux de mortalité a une influence directe sur la consommation. Les résultats économétriques réalisés à partir d'une fonction d'Utilité (Utilitarian welfare function) montrent que le montant maximum auquel les agents sont prêts à renoncer dépend du taux de mortalité associé au Covid-19. Si le taux de mortalité moyen est de 81%, les consommateurs sont prêts à renoncer à 41% de l'équivalent d'un an de consommation. Si le taux de mortalité est de 0.44% non plus en moyenne, mais au sein des groupes d'âge, les consommateurs sont alors prêts à renoncer à 28% de l'équivalent d'un an de consommation¹. Ainsi, l'impact d'une résurgence du virus va avoir des effets différents entre les pays à cause des réponses qu'elle engendre comme le montre le graphique 2 ci-après. De plus, les sub-

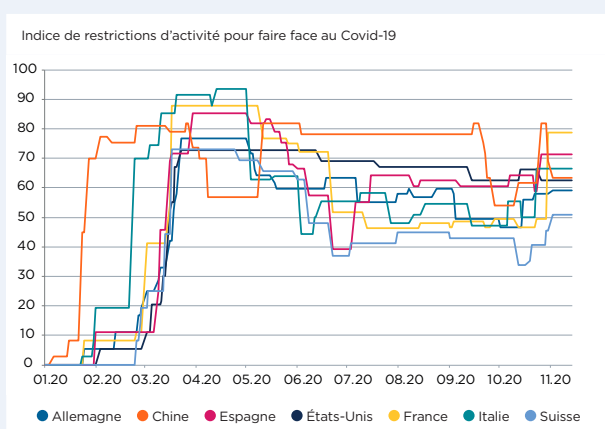
ventions du fonds de relance européen « Next generation EU » vont s'ajouter aux effets positifs du plan de relance allemand qui persisteront en 2021. Certes, sa dotation est peu importante puisqu'elle est de 750 milliards d'euros, dont 312.5 milliards d'euros de subventions, le reste étant constitué de prêts. 70% seraient engagés en 2021 et 2022 et 30% en 2023. Cela revient à 104 milliards d'euros par an soit 0.8% du PIB de l'Union européenne! À cause de sa complexité² et de son étalement dans le temps (2021-2023), son impact sur le PIB sera limité. **Mais la création d'un instrument de financement mutualisé au niveau européen a constitué un signal extrêmement important de consolidation de l'architecture européenne et a engendré une baisse de la prime de risque « euro ».** Par ailleurs, la Banque centrale européenne a annoncé compléter son programme d'achat de titres pandémique (PEEP) pour mieux maîtriser la courbe des taux et réduire ainsi le risque de leur remontée non contrôlée alors que les taux souverains américains pourraient se redresser significativement. Précédemment, les chefs d'États et de gouvernements avaient mis en place un certain nombre de soutiens au niveau européen. Le plafond de la ligne de crédit du Mécanisme européen de stabilité avait été relevé à 2% du PIB pour chaque pays pendant un an renouve-

¹: Étude publiée par la Réserve fédérale de Minneapolis

²: La clé de répartition pour 2021 et 2022 est fondée sur la population, le PIB par habitant, le taux de chômage relatif aux autres États membres au cours de ces 5 dernières années. Pour bénéficier des fonds, les États membres doivent se conformer aux orientations de l'Union européenne et dépenser 37% dans la transition énergétique et au moins 20% dans la transformation numérique.

lable. Un mécanisme de réassurance chômage a été doté de 100 milliards d'euros (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE). La Commission européenne émet des obligations sociales afin de couvrir les coûts liés au financement des dispositifs nationaux de chômage mis en place face à la pandémie. Il est prévu que 17 États membres en bénéficient. En conséquence, la fourniture de liquidité et le financement public et privé devraient rester sous contrôle malgré le recul du PIB que nous anticipons en début d'année 2021 après celui de fin 2020.

2 Les mesures de confinement et de fermetures ont été moindres au troisième trimestre



Sources : Oxford University, Edmond de Rothschild Economic Research

Aux États-Unis, un nouveau plan de relance devrait être voté par les Démocrates et les Républicains début 2021. Un accord pourrait être trouvé comme pour celui de mars 2020 entre les deux partis et représenter 5% du PIB selon nos prévisions. Ils devraient prolonger les mesures déjà mises en œuvre et qui ont fait la preuve de leur efficacité comme les paiements directs aux ménages, une aide fédérale supplémentaire sur les allocations chômage et des mesures de soutien aux PME. Les désaccords portent principalement sur le montant et les aides aux États et aux collectivités locales. En revanche, si le Sénat reste à majorité républicaine, le nouveau président aura des difficultés à augmenter les dépenses d'infrastructure et dans les énergies vertes de 2 000 milliards de dollars en quatre

ans comme annoncé (10% du PIB américain), le vote du Congrès étant requis pour les lois budgétaires et fiscales. Par ailleurs, l'amélioration du marché du travail se poursuivrait. La hausse du taux de chômage à 14.7% en avril 2020 a surtout résulté de licenciements de travailleurs victimes des fermetures d'établissement. Leur nombre a déjà diminué de 1.4 million pour atteindre 3.2 millions de personnes en octobre. De plus, le chômage est concentré dans le secteur des loisirs et du tourisme où son taux a atteint 36% en mai, contre 5.7% dans le secteur des services financiers. En octobre, le taux de chômage tous secteurs confondus était de 6.7%. Enfin, la hausse du prix du pétrole que nous anticipons à 65 dollars le baril fin 2021 pourrait limiter la chute de l'investissement du secteur énergétique et le vote de certains investissements en infrastructures soutiendrait le redémarrage de l'investissement en équipement de transport.

La Chine n'a pas eu la même stratégie que les pays développés en gérant au fur et à mesure et a minima ses mesures de soutien à l'activité économique. Du côté de la politique monétaire, la Banque centrale chinoise a choisi de baisser les taux de réserve obligatoire et les taux d'intérêt plutôt que d'acheter des actifs. Son bilan ne s'est pas gonflé. De plus, les investissements en infrastructure ont, malgré tout, fini par réaccélérer. La consommation pèse encore sur la croissance du PIB, mais le nouveau plan quinquennal (2021-2025) devrait se concentrer notamment sur l'amélioration du marché du travail « qualitative », le revenu des ménages et la réduction des inégalités (cf. tableau ci-après). En conséquence, le mouvement de resserrement déjà observé de la politique monétaire via une hausse du taux repo n'empêcherait pas l'accélération de la croissance.

Dans le reste de l'Asie, la situation est protéiforme. La croissance pourrait être particulièrement dynamique en Indonésie et en Malaisie, mais surtout parce que le PIB a reculé de façon marquée en 2020. Le Vietnam a bénéficié d'un report des importations américaines. Le resserrement des conditions de crédit et la réduction de l'incertitude internationale liée aux élections américaines et au Brexit pourraient soutenir l'investissement privé.

Le nouveau plan quinquennal chinois est orienté vers la demande

Abandonné	Confirmé	Renforcé
› Objectif chiffré de croissance › Objectif chiffré d'augmentation du PIB par tête › Développement des services	› Faciliter la mobilité entre les campagnes et la ville › Réduction des inégalités de revenus entre les zones urbaines et rurales › Investissement en éducation et formation › Subventions pour innovations industrielles › Multiplication des accords commerciaux	› « Dual circulation strategy » : renforcer la demande intérieure et mettre en œuvre une libéralisation commerciale et financière qualitative « high quality opening up » › Faciliter l'introduction en bourse pour accroître la part des entreprises privées › Développer une monnaie digitale › Garder la part de l'industrie dans le PIB stable

REGAIN DE VIGUEUR DU COMMERCE MONDIAL

Le commerce a été beaucoup plus résilient qu'anticipé par les organisations internationales. **Contrairement à 2008, la chute d'activité n'a pas été synchronisée à travers le monde.** Elle a suivi la pandémie de Covid-19. Les différences entre les régions en termes de sévérité, de durée et de mesures administratives ont été très importantes. L'Asie a été la première touchée, ensuite l'Europe, les États-Unis et l'Amérique latine. La chute des échanges de biens mondiaux a été plus brutale qu'en 2008 et le rebond plus rapide. De plus, la réactivité des banques centrales a permis d'éviter un effondrement des financements à l'exportation. Enfin, la demande intérieure a été résiliente dans la plupart des pays et en particulier aux États-Unis, ce qui a engendré une chute beaucoup moins importante des importations mondiales que lors de la grande crise financière.

Depuis le mois de mai 2020 où ils ont connu un point bas, les échanges mondiaux en volume ont crû de 16% après avoir chuté de 17% entre décembre 2019 et mai 2020. La diminution a été beaucoup plus marquée en zone euro qu'aux États-Unis où les importations ont quasiment retrouvé leur niveau de fin 2019. Le rebond le plus spectaculaire a été observé en Amérique latine où les exportations en volume ont progressé de 38% entre mai et août 2020.

En 2021, le rebond de l'activité en Asie, le phénomène de rattrapage européen et américain devraient soutenir la croissance du commerce mondial. Par ailleurs si les tensions sino-américaines sont structurelles comme nous l'avons déjà largement développé³, le nouveau président américain pourrait privilégier les accords commerciaux à la hausse des droits de douane. De plus, une attitude plus prévisible pourrait, à elle seule, avoir un effet positif sur le commerce mondial. En 2019, l'indice mesurant l'incertitude du commerce mondial a atteint son plus haut historique. La progression a été particulièrement marquée aux États-Unis. En Chine, elle a été deux fois moindre. Or elle influence directement les décisions d'exportations comme le montrent les études économétriques les plus récentes. Par exemple, un tiers de l'augmentation des exportations chinoises depuis son entrée à l'OMC résulterait de la réduction de l'incertitude quant à la politique commerciale (Handley and Limao

2017). Parallèlement, elle affecte les décisions d'investissement directement et indirectement via son impact sur les cours boursiers.

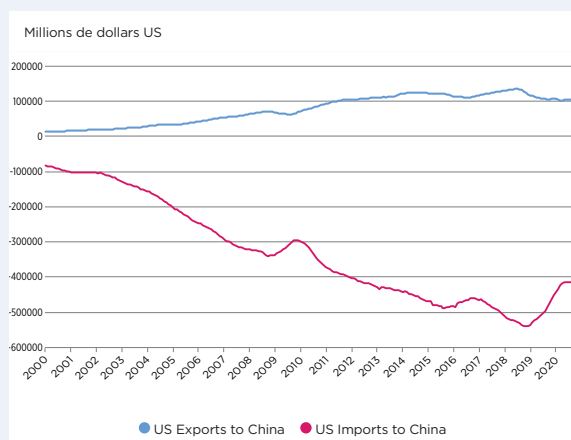
Le changement de style et de direction du nouveau président américain, Joe Biden, en matière de présence dans les organisations internationales devrait réduire l'incertitude sur les perspectives du commerce mondial même s'il n'a pas précisé le sort réservé aux « surtaxations Trump ». Les droits de douane appliqués sur les importations de certains produits chinois par les Américains ont augmenté de 2.6% à 17.5% et ceux sur les importations chinoises en provenance des États-Unis ont crû de 6.2% à 16.4%. Le nouveau président américain a la possibilité par décret « executive orders » de réintégrer l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et l'accord de Paris notamment. De plus, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne va elle aussi réduire l'incertitude commerciale. En conséquence, le rebond du commerce mondial pourrait être supérieur au simple effet de rattrapage en 2021 selon nos prévisions. Néanmoins, la persistance des tensions avec la Chine résultant d'une politique partagée par les démocrates et les républicains pour limiter son expansion hégémonique et la volonté affichée du nouveau président américain de poursuivre la politique de relocalisations avec les plans « Made in America » et « Build back better » continueraient à influencer le commerce bilatéral sino-américain (cf. graphique 3).

Le véritable tournant serait un accord commercial entre les États-Unis et les pays pacifiques comme le prévoyait l'Accord de partenariat transpacifique. En effet, les pays du Pacifique⁴ ont repris ce traité sous le nom de Partenariat transpacifique global et progressiste. Il a été signé en mars 2018 et mis en œuvre en décembre. Il est en vigueur dans les sept pays qui l'ont ratifié (Australie, Canada, Japon, Mexique, Nouvelle-Zélande, Singapour et Vietnam). Une réintégration des États-Unis fermerait symboliquement l'ère Trump, mais la signature du Partenariat économique global (Regional comprehensive economic partnership) entre l'Association des nations du Sud-est asiatique (ASEAN) et cinq de leurs grands partenaires que sont la Chine, le Japon, la Corée, l'Australie et la Nouvelle-Zélande réduit la probabilité d'un tel tournant.

³ : Pour aller plus loin, cf. « La guerre commerciale sino-américaine : tensions persistantes et investissement anémique », M. Lemoine, Edmond de Rothschild Economic Research - avril 2018 et « Derrière la guerre électorale, la puissance économique avant tout » M. Lemoine, Terra Nova - 9 novembre 2020

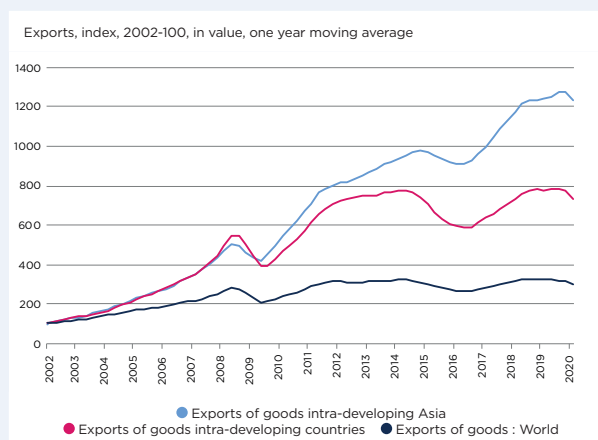
⁴ : Australie, Brunei, Canada, Chili, Japon, Malaisie, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pérou, Singapour, Vietnam

3 Les échanges sino-américains ont été affectés par la guerre commerciale...



Sources : US Census Bureau, Edmond de Rothschild Economic Research

4 ... mais l'Asie continue de se renforcer



Sources : IMF, Edmond de Rothschild Economic Research

CHANGEMENT D'ÈRE MONÉTAIRE : LA VRAIE FIN DE LA DÉFLATION ?

L'arrêt de pans entiers de l'activité économique a engendré un recul historique de l'inflation. En zone euro, l'indice des prix à la consommation sous-jacent, c'est-à-dire hors prix de l'énergie et des aliments volatils a crû de 0.2% en moyenne en septembre et en octobre, soit le rythme le plus faible jamais observé depuis la création de l'euro. Bien évidemment, la maîtrise de la pandémie de Covid-19 devrait permettre d'accroître les taux d'utilisation des capacités de production et la demande. Mais l'inflation dépend également des anticipations d'inflation. Or **la Réserve fédérale a initié un tournant majeur de sa politique monétaire qui pourrait engendrer une remontée durable de ces anticipations d'inflation.**

Fin août, le Comité de politique monétaire américain (FOMC) a annoncé qu'il visera une « inflation de 2% en moyenne au cours du temps ». Cela signifie qu'« après des périodes où l'inflation est durablement inférieure à 2%, une politique monétaire appropriée pourrait être de viser une inflation modérément supérieure à 2% durant un certain temps ». Par ailleurs, les banquiers centraux américains vont analyser le « déficit » d'emploi par rapport au plein emploi et non plus seulement l'écart au plein emploi. Cela signifie que le Comité de politique monétaire aura une appréciation plus qualitative de l'équilibre du marché du travail et acceptera une inflation supérieure à 2%. **En conséquence, les taux d'intérêt de court terme devraient rester bas plus longtemps alors que les anticipations de croissance nominale seront plus élevées.**

La Banque centrale européenne devrait-elle aussi passer d'une cible asymétrique d'inflation « inflation targeting » à une cible symétrique « average inflation targeting ». Déjà fin septembre, sa présidente a expliqué que la formulation de l'objectif d'inflation est au cœur de la revue stratégique actuellement en cours. Elle a également ouvert la porte à l'inclusion des coûts immobiliers dans l'indice d'inflation.

Le changement de stratégie de ciblage d'inflation est fondamental dans la conduite des politiques monétaires. En procédant ainsi, **les banquiers centraux américains tournent le dos aux taux d'intérêt négatifs et à la déflation.** Ils choisissent de viser une inflation moyenne plus élevée pour baisser les taux d'intérêt réels et sortir de la trappe à liquidité plutôt que de réduire les taux d'intérêt nominaux en deçà de zéro et risquer de maintenir l'économie dans une spirale déflationniste à la japonaise. En effet, nous avons montré que les taux négatifs pouvaient avoir un effet contraire à l'objectif poursuivi en incitant à épargner et en pesant sur la croissance de moyen terme⁵. D'une part, les taux faibles incitent à thésauriser. Ce phénomène connu sous le nom de « paradoxe de l'épargne » limite l'effet attendu des taux négatifs sur l'économie réelle. De plus, les travaux économétriques récents démontrent que l'épargne est avant tout influencée par des motifs de précaution. Dès lors, la hausse individuelle d'épargne conduit à une baisse de la consommation au niveau agrégé et in fine à une récession. En conséquence, les taux d'intérêt

⁵ : « Environnement de taux bas : mauvaise passe ou nouvelle donne ? » M. Lemoine, Edmond de Rothschild Economic Research, Q3 2019

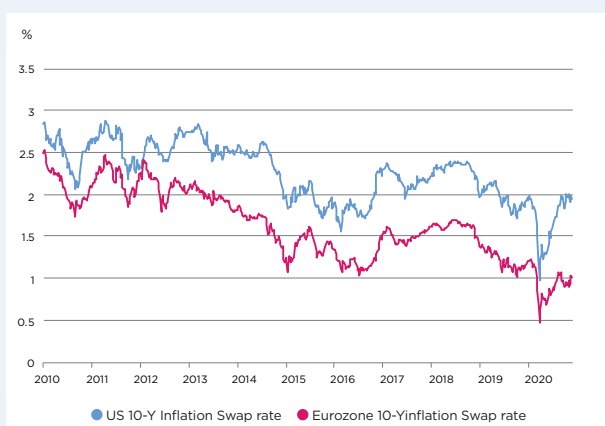
directeurs doivent être encore diminués. D'autre part, les taux négatifs peuvent être considérés comme le reflet d'un manque de perspectives et d'une incapacité des banques centrales à redresser les anticipations d'inflation et donc les taux d'intérêt nominaux. En outre, la faiblesse des taux pourrait être dépressive compte tenu de son influence négative sur la productivité. Il en résulterait un taux d'intérêt qui ajuste l'épargne et l'investissement désiré, plus faible. Il faudrait alors que les banques centrales fassent baisser les taux de marché à un niveau encore inférieur ! En conséquence, **le changement de pied américain marque un changement d'ère.** Les entreprises investiront et les investisseurs s'intéresseront à l'économie réelle non parce que les frais d'emprunt vont rester faibles pendant longtemps, mais parce que les perspectives de croissance nominales vont se redresser. Les anticipations d'inflation ont déjà engagé un mouvement à la hausse... aux États-Unis. L'inflation tant attendue pourrait, cette fois-ci, accélérer... Alors que les banques centrales auront la main sur la courbe des taux. Si les anticipations d'inflation dépendent de l'inflation passée (backward-looking), elles sont aussi déterminées par l'inflation perçue.

Cette nouvelle stratégie ne devrait pas avoir d'effet sur le taux de change du dollar dans la mesure où l'accélération de l'inflation ne résultera pas d'une « surprise ». De plus, la Banque centrale européenne devrait elle aussi l'adopter. En revanche, la confirmation le 5 janvier 2021 à l'issue de l'élection en Géorgie d'une majorité républicaine au Sénat américain pourrait limiter la hausse des dépenses publiques annoncée par le nouveau président démocrate américain Joe Biden. Le déficit public américain pourrait donc

diminuer de 3820 milliards de dollars en 2020 à 2310 milliards de dollars en 2021. Les pressions baissières sur le dollar seraient donc plus limitées tendanciellement. D'autre part, la Banque centrale européenne (BCE) devrait encore accroître le montant de ses achats d'actifs au titre du programme pandémique (Pandemic emergency purchase programme). Or le différentiel d'orientation des politiques monétaires a expliqué plus de la moitié de l'appréciation de l'euro contre le dollar en 2020. Un accroissement du bilan de la BCE de 1% aurait un impact économétrique sur l'euro de 0.28%. Par ailleurs, le chef économiste de la BCE a souligné le 1^{er} septembre 2020 que « le taux de change entre l'euro et le dollar avait de l'importance ». Enfin, les perspectives de croissance américaines sont beaucoup plus dynamiques qu'en zone euro et la croissance potentielle est une des plus élevées des pays développés. Certes, la Chine a introduit plus de flexibilité dans son taux de change et poursuit l'objectif de développement de ses marchés financiers, ce qui pourrait tendanciellement diminuer la demande de dollars. Mais l'influence d'une telle politique est marginale à horizon de prévisions.

En conséquence, le dollar devrait rester surévalué contre toutes monnaies à moyen terme. Le taux de change réel et nominal du dollar a augmenté de 30% entre 2011 et début 2020. Selon nos modèles fondamentaux et compte tenu de sa dépréciation de 6% depuis avril 2020, il serait encore surévalué de 11%. Toutefois, le redressement des perspectives de croissance mondiale que nous anticipons pourrait limiter son rôle de valeur refuge. Ce mouvement de dépréciation serait d'autant plus marqué qu'un vaccin serait disponible pour le grand public d'ici fin 2021.

5 La politique monétaire plus efficace aux États-Unis



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

6 La courbe des taux d'intérêt américains pourrait se pentifier



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

LES EFFETS DURABLES DE LA PANDÉMIE

Les modèles d'épidémies de grippe concluent aux conséquences durables suivantes : les changements de comportement des consommateurs, la diminution de l'offre de travail et la modification de la notation relative des pays. La réactivité des banques centrales nous conduit à ajouter à cette liste la modification du prix relatif des actifs et le risque de perte de leur indépendance.

› IMPACT SECTORIEL ET TECHNOLOGIQUE ?

Nous avons beaucoup insisté sur l'impact sectoriel différencié de la pandémie de Covid-19 lors de nos précédentes publications. Non seulement les fermetures administratives et le confinement touchent en particulier les secteurs du loisir, de la culture et des voyages. Mais la persistance du risque sanitaire nécessite des mesures de distance et des restrictions aux frontières qui empêchent tout retour à la normale. Toutefois, la diffusion généralisée d'un vaccin efficace permettrait une reprise de ces secteurs.

Parallèlement, le développement du télétravail et des échanges virtuels a mis sous tension les infrastructures informatiques. Comme nous l'avions anticipé, les entreprises ont investi dans ces domaines. L'investissement supplémentaire et la diffusion technologique devraient engendrer un accroissement de la productivité.

De façon moins attendue, durant cette période, la différenciation entre les actifs tangibles et intangibles s'est accrue. Les actifs tangibles sont physiques et figurent au bilan des entreprises. Les actifs intangibles sont des noms de marque, des brevets, dessins logiciels ou bases de données et plus largement relevant de la propriété intellectuelle. Ils peuvent aussi résulter d'autorisations administratives comme les permis, autorisations ou quotas. On peut aussi considérer que les capacités de gestion d'une équipe dirigeante, l'expérience, les compétences sont des actifs immatériels. Ce type d'actif ne peut pas être converti en liquidités, mais contribue aux revenus et aux ventes. En analysant les valeurs composant de l'indice boursier américain (S&P500), on remarque que celles dont la valeur boursière a le plus progressé sont celles qui se caractérisent par le montant d'intangibles par employé le plus élevé. En octobre 2020, le S&P500 était supérieur de 11% à son niveau moyen de 2019. Il reflète les rendements anticipés réels du capital et intègre une prime de liquidité. Son évolution diffère des indices mesurant les perspectives d'activité, car ces derniers estiment les perspectives des revenus du capital

et du travail sachant que seuls les rendements futurs du capital ont une valeur estimée au présent.

La divergence entre la création de valeur et l'emploi s'est accrue avec la pandémie. Premièrement, l'adoption de nouvelles technologies s'est accélérée. Deuxièmement, les secteurs intensifs en travail ont été mis partiellement ou totalement à l'arrêt à cause du confinement, des distances sociales et de l'aversion au risque des consommateurs.

Si les banques centrales soutiennent les valorisations boursières grâce à des taux réels négatifs ou proches de zéro, elles ne font pas de différences sectorielles mis à part dans le cadre de leur programme d'achat d'actifs. Quand la fin du risque pandémique sera confirmée, les secteurs intensifs en travail avec un faible capital intangible par employé pourraient « surperformer » même si la valorisation du capital intangible restait supérieure. En effet, les actifs intangibles ont de faibles coûts marginaux de production, ce qui leur confère un pouvoir en termes de pricing et d'accès au marché. Toutefois, la faiblesse des taux réels qui devraient s'accroître avec la reprise de l'inflation continuerait de soutenir la valorisation des actifs risqués relativement aux actifs sans risque. En effet, selon l'équation de Gordon-Shapiro, le prix d'une action est la valeur nette des bénéfices corrigée des anticipations de croissance et actualisée avec le rendement attendu qui lui-même résulte d'une prime de terme (taux sans risque) et d'une prime de risque.

› ACCROISSEMENT DES INÉGALITÉS ORIGI- NELLES ET CHUTE DE L'OFFRE DE TRAVAIL

L'impact négatif le plus massif des épidémies est la chute de l'offre de travail. À court terme, la maladie, ses conséquences directes sur le développement d'autres pathologies et la garde des enfants rendue nécessaire par la fermeture des écoles ont engendré une hausse de l'absentéisme. De plus, la peur du virus peut engendrer un haut niveau de stress qui lui aussi affecte la santé. Il en résulte une diminution du nombre d'heures travaillées même dans les secteurs non directement touchés par la pandémie de grippe et donc une chute de l'offre de travail. Parallèlement, la fermeture des écoles et des universités, la plus grande difficulté à suivre à distance les cours à cause du manque d'équipement informatique, mais aussi de difficultés pédagogiques va engendrer un recul du niveau moyen de formation. S'y ajoute la hausse momentanée

du taux de chômage qui désincite à poursuivre ses études compte tenu de son impact sur les perspectives de salaires. La pression à la baisse sur le salaire moyen dû à la hausse du taux de chômage réduit l'incitation à étudier comme le montrent les travaux microéconomiques sur le capital humain. En outre, l'employabilité n'est plus au cœur des préoccupations des entreprises qui font face à un renchérissement des coûts de production.

Ainsi, une fois la liberté de circulation retrouvée, le potentiel d'activité pourrait reculer. En effet, la « quantité de travail efficace » constitue un des déterminants de la croissance du PIB avec le capital. Cela signifie que l'accumulation de capital humain par les individus augmente le nombre d'unités de travail efficace dont ils sont dotés et in fine le nombre d'unités de travail efficace de l'économie à technologie constante. La formation initiale ou continue améliore la productivité des travailleurs et augmente le nombre d'unités de travail efficaces disponible pour la production.

Selon nos calculs, l'impact négatif de la pandémie de Covid-19 pourrait résulter à moyen terme, d'une part de la diminution de l'offre de travail et du niveau moyen de compétences et d'autre part, de l'augmentation des coûts de production. Ces composantes expliquent à eux deux 78% du recul du PIB américain et 87% du PIB de la zone euro.

Ne pas corriger ces effets identifiés des épidémies va peser sur la croissance de moyen terme tout en engendrant un accroissement des inégalités lié à la perte de compétences, mais aussi aux inégalités originelles. L'effet sera différencié en fonction des mesures mises en œuvre par les gouvernements pour accompagner les élèves et les étudiants, mais aussi les travailleurs.

En diminuant le rendement marginal du capital, la chute de l'offre de travail peut aussi avoir pour effet collatéral une diminution de l'incitation à investir en actifs tangibles et intangibles, et un ralentissement durable de la progression des salaires. L'impact sur la production potentielle pourrait être supérieur en zone euro par rapport à celui que nous anticipons aux États-Unis. D'une part, parce que le chômage structurel est plus élevé, d'autre part parce que les mesures de confinement ont été plus strictes et particulièrement concerné les lieux d'apprentissage scolaires et universitaires. Selon nos calculs à partir d'un modèle à composantes non

observées, la baisse du niveau de PIB potentiel pourrait atteindre 3.6% fin 2022 contre 0.9% aux États-Unis. En Chine, la digitalisation et l'automatisation pourraient partiellement compenser l'impact négatif de la pandémie sur le PIB potentiel et la croissance potentielle. Mais l'impact négatif sur l'offre de travail et l'apprentissage existe aussi. Au total, le PIB potentiel serait inférieur de 0.5% fin 2022.

› DETTE PUBLIQUE ET PERTE D'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES

Les mesures de confinement et de restrictions aux frontières ont fait chuter le PIB alors que les gouvernements ont engagé des plans de relance massifs. Le ratio de la dette publique et du PIB a en conséquence augmenté significativement. Toutefois, la rapidité du rebond, une fois les mesures de confinement et de restrictions aux frontières est de nature à limiter la progression de ce ratio. De plus, la soutenabilité de la dette va dépendre de l'évolution du taux d'intérêt apparent relativement à celle de la croissance nominale et de la charge d'intérêt. En effet « normalement », plus la dette publique est importante, plus la charge d'intérêt est élevée. Or la baisse des taux d'intérêt observée depuis le début de l'année a limité la hausse de la charge d'intérêt malgré l'augmentation très significative des déficits publics. Le solde primaire nécessaire pour stabiliser la dette reste donc limité par la baisse du coût de financement des États. Ensuite, les banques centrales sont devenues des acteurs prédominants des marchés d'actifs. La Banque centrale du Japon détient 47% du stock d'obligations souveraines nationales échangeables, la Bundesbank 35%, la banque centrale d'Espagne 27% et la Réserve fédérale 15%. Le bilan de la banque centrale du Japon représente 135% du PIB japonais, celui de la BCE 54% du PIB de la zone euro et celui de la Réserve fédérale 36% du PIB américain. Et les banquiers centraux peuvent aller encore plus loin pour garder la maîtrise de la courbe des taux d'intérêt. La Banque centrale européenne a annoncé qu'elle allait encore augmenter le montant de ses achats de titres alors qu'elle a déjà prorogé le programme pandémique jusque mi-2021. La Réserve fédérale réfléchit sérieusement à la mise en place d'un contrôle de la courbe des taux (yield curve control) pour fixer le taux d'emprunt souverain à 3 ans comme le fait déjà la Banque du Japon pour le taux à 10 ans. Enfin, l'Union européenne va devenir un émetteur de dette important, ce qui a pour objectif de limiter

la probabilité de hausse des taux souverains des États membres les plus endettés en mutualisant les risques. Entre 200 et 260 milliards d'euros de missions nouvelles vont s'ajouter au véhicule d'émission dont les encours actuels sont de 52 milliards d'euros. Si on y ajoute les nouveaux programmes engagés pour faire face à la pandémie et les encours des autres institutions supranationales européennes, la dette de l'Union européenne pourrait atteindre 1500 milliards d'euros notée AAA.

Les banques centrales ont tiré les leçons des années 70. L'augmentation de la dette publique n'a pas engendré d'accroissement de la charge grâce à une politique de taux d'intérêt de court terme proches de zéro et une maîtrise de la courbe des taux par les achats d'actifs. Elles détiennent donc un stock de dettes important qu'elles vont garder jusqu'à maturité et refinancer si besoin. Elles se sont mises en position de contrôler le rythme de remontée des taux longs et les prix relatifs des actifs. Malgré une dette publique qui représentera 160% du PIB en fin d'année, l'Italie rémunérerait ses prêteurs à 10 ans 0.70% en octobre 2020 soit 20 points de base de moins que les États-Unis!

En revanche, les banquiers centraux n'ont pas voulu considérer l'expérience des années 80. L'objectif d'une cible d'inflation et l'indépendance des banques centrales étaient un moyen d'ancrer les anticipations d'inflation. Certes, le contexte était différent puisque le vieillissement était moins rapide, ce qui n'engendrait pas d'excès d'épargne et de demande soutenue d'actifs « sans risque ». Mais cela répondait aussi à la tentation permanente des gouvernements de mettre la main sur la planche à billets. En conséquence, le risque consiste plutôt en une perte d'indépendance des banques centrales et en la tentation pour les gouvernements de faire pression sur elles (Fiscal dominance). Il en résulterait un désencrage des anticipations d'inflation.

En conclusion, les analyses des conséquences des épidémies de grippe nous conduisent à anticiper un phénomène de rattrapage du PIB beaucoup plus rapide que celui que nous avons observé après la grande crise financière. Toutefois, l'impact négatif des mesures de confinement sur le niveau moyen de formation et de compétences pourrait amputer la croissance potentielle et accroître les inégalités dans les pays développés. Il en résulterait un déséqui-

libre entre l'offre et la demande de travailleurs qualifiés capables d'effectuer des tâches non routinières. Dans les pays émergents, la hausse du taux de pauvreté a une influence directe sur la scolarisation. Or la proportion de personnes vivant de l'économie informelle affectée par la chute du tourisme et de l'activité économique est particulièrement élevée. Elle est par exemple de 87% en Inde, 80% en Indonésie, 67% au Mexique et au Vietnam, 48% en Argentine et 45% au Brésil et en Turquie, mais aussi de 40% en Chine! La reprise macro-économique beaucoup plus rapide qu'après la crise de 2008 va masquer l'impact de la pandémie sur la croissance tendancielle du PIB par habitant en particulier en zone euro à cause des effets d'hystérèse et dans les pays en développement se distinguant par une économie informelle importante.

NOS PRÉVISIONS 2021 - 2022

CROISSANCE

CROISSANCE				2020				2021f					2022f		
Croissance PIB en volume (%)	2017	2018	2019	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
Mondiale	3.9	3.8	3	-	-	-3.9	-3.9	-	-	-	-	5	5.2	4	3.6
États-Unis	2.3	3.0	2.2	-2.9	-2.4	-3.5	-3.9	-0.5	10.5	3.7	3.4	4.3	3.7	3.0	2.8
Zone euro	2.8	1.8	1.3	-4.3	-7.6	-7.5	-7.6	-1.6	12.8	1.1	5.6	4.5	5.2	3.8	2.8
Allemagne	2.9	1.3	0.6	-4.0	-4.9	-5.6	-5.8	-1.3	10.7	6.7	4.9	5.2	4.4	4.0	2.7
France	2.4	1.8	1.5	-4.3	-9.9	-9.7	-9.5	-1.4	16.8	-0.2	6.6	5.5	6.5	3.5	2.7
Italie	1.7	0.7	0.3	-4.7	-8.1	-9.1	-9.8	-0.7	15.2	0.1	5.0	4.9	5.4	3.0	2.6
Espagne	2.9	2.4	2.0	-8.7	-12.9	-11.9	-12.0	-4.2	15.4	5.6	7.6	6.1	6.2	3.9	4.3
Europe hors zone euro	2.0	1.8	1.6	-	-	-7.0	-7.7	-	-	-	-	4.5	4.7	3.6	3.2
Royaume-Uni	1.7	1.2	1.3	-9.6	-7.6	-10.2	-11.0	-2.5	24.0	5.8	1.8	7.3	5.4	3.7	4.0
Suisse	1.6	3.0	1.1	-1.7	-4.7	-3.7	-4.9	0.3	10.0	4.8	3.5	3.9	3.8	2.7	2.6
Japon	2.2	0.3	0.7	-5.8	-3.0	-5.2	-5.3	-2.5	6.5	3.0	2.0	2.6	2.5	1.3	1.8
Émergents	5.0	4.7	3.9	-	-	-2.0	-0.8	-	-	-	-	5.6	5.0	4.3	5.0
Chine	6.9	6.7	6.1	4.9	6.5	2.1	2.0	20.3	8.3	6.2	4.3	9.8	8.1	5.0	5.5
ASEAN	5.3	5.0	4.2	-	-	-4.6	-0.6	-	-	-	-	5.7	4.8	5.2	4.8
Brésil	1.3	1.3	1.1	-5.7	-5.0	-5.8	-5.2	-2.0	9.0	4.0	2.5	3.4	3.5	2.2	2.5

* Consensus

INFLATION

INFLATION				2020				2021f					2022f		
Indice des prix à la conso (%)	2017	2018	2019	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
Mondiale	2.8	3.2	3.1	-	-	2.4	2.2	-	-	-	-	2.8	2.6	2.5	2.8
États-Unis	2.1	2.4	1.8	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	2.4	1.5	1.4	1.7	1.8	2.2	1.9
Zone euro	1.5	1.8	1.2	0.0	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.9	1.1	0.7	1.0	1.6	1.3
Allemagne	1.7	1.9	1.3	-0.2	-0.5	0.4	0.5	0.2	0.6	1.4	1.9	1.0	1.4	1.8	1.4
France	1.2	2.1	1.3	0.4	0.1	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.0	0.9	1.4	1.3
Italie	1.4	1.2	0.7	-0.2	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.5	0.7	0.3	0.4	1.1	1.0
Espagne	2.0	1.7	0.8	-0.6	-0.9	-0.4	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.8	0.4	0.7	1.2	1.3
Europe hors zone euro	2.2	2.3	1.6	-	-	0.5	0.4	-	-	-	-	1.4	1.0	1.5	1.4
Royaume-Uni	2.7	2.5	1.8	0.6	0.5	0.9	0.9	0.7	1.2	1.6	2.4	1.4	1.3	1.8	1.8
Suisse	0.5	0.9	0.4	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7	-0.3	0.6	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
Japon	0.5	1.0	0.5	0.2	-0.5	0.0	0.0	-0.4	0.2	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.6
Émergents	3.6	4.0	4.2	-	-	3.7	3.3	-	-	-	-	3.5	3.5	3.1	3.4
Chine	1.6	2.1	2.9	2.3	0.5	2.7	2.7	0.5	2.3	2.3	2.5	1.9	2.2	1.7	2.3
ASEAN	2.7	2.5	1.9	-	-	1.1	1.8	-	-	-	-	2.1	2.1	2.3	2.2
Brésil	3.5	3.7	3.7	2.5	2.5	2.8	2.8	2.2	3.5	3.1	3.0	3.0	3.1	3.2	3.5

* Consensus | Notre hypothèse de pétrole sous-jacente : 65 dollars le baril fin 2021

POLITIQUE MONÉTAIRE						2020		2021f				2022f
Taux d'intérêt (%)**	2017	2018	2019	Q3	Q4f	2020f	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	2022f
États-Unis												
Taux directeur	1.13	1.96	2.30	0.25	0.25	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Rendement 2 ans	1.38	2.49	1.98	0.14	0.14	0.46	0.15	0.15	0.20	0.25	0.19	0.80
Rendement 10 ans	2.34	2.88	1.98	0.64	0.77	0.90	0.90	1.00	1.10	1.25	1.06	1.80
Zone euro												
Taux de dépôt BCE	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Rendement Schatz 2 ans	-0.74	-0.62	-0.67	-0.68	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.65
Rendement Bund 10 ans	0.37	0.44	-0.22	-0.50	-0.60	-0.48	-0.60	-0.50	-0.30	-0.30	-0.43	-0.20
Rendement OAT 2 ans	-0.50	-0.45	-0.60	-0.61	-0.69	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.55
Rendement OAT 10 ans	0.78	0.72	0.11	-0.22	-0.36	-0.17	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.15	0.70
Royaume-Uni												
Taux directeur	0.29	0.60	0.75	0.10	0.10	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
Rendement 2 ans	0.22	0.71	0.60	-0.06	-0.03	0.09	-0.10	-0.10	-0.10	-0.05	-0.09	0.00
Rendement 10 ans	1.19	1.38	0.87	0.15	0.24	0.29	0.00	0.10	0.20	0.20	0.13	0.30
Suisse												
Taux directeur	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.70
Rendement 2 ans	-0.78	-0.71	-0.79	-0.76	-0.81	-0.73	-0.80	-0.80	-0.75	-0.75	-0.78	-0.70
Rendement 10 ans	-0.12	-0.02	-0.57	-0.46	-0.50	-0.51	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.48	-0.30
Japon												
Taux directeur	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Rendement 2 ans	-0.17	-0.13	-0.20	-0.14	-0.14	-0.15	-0.15	-0.10	-0.10	-0.10	-0.11	-0.10
Rendement 10 ans	0.05	0.07	-0.10	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.03	0.10
Pays émergents												
Taux directeur Chine												
Taux de prêt à 1 an	3.17	3.28	3.30	2.95	2.95	3.04	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	3.20
Taux de réserves obligatoires***	17.00	15.85	13.40	12.50	12.50	12.50	12.00	11.50	11.50	11.50	11.63	11.50
Taux directeur Brésil	10.17	6.58	6.04	2.09	2.00	3.01	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	3.00

* Consensus | **Les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles.
 ***grandes banques

CHANGE						2020			2021f					2022f
Taux de change**	2017	2018	2019	Q3	Q4f	2020f	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	2022f		
Contre dollar														
EUR/USD	1.13	1.18	1.12	1.17	1.17	1.13	1.18	1.15	1.15	1.15	1.16	1.13		
USD/JPY	112	110	109	106	105	107	107	110	110	110	109	110		
GBP/USD	1.29	1.34	1.28	1.29	1.30	1.27	1.32	1.30	1.28	1.25	1.29	1.28		
USD/CHF	0.98	0.98	0.99	0.92	0.91	0.95	0.90	0.92	0.94	0.96	0.93	0.97		
USD/RMB	6.76	6.62	6.91	6.92	6.90	6.97	6.80	6.75	6.75	6.70	6.75	6.70		
USD/BRL	3.19	3.65	3.94	5.38	5.40	5.10	5.30	5.20	5.20	5.20	5.20	4.80		
Contre euro														
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.90	0.91	0.89	0.90	0.89	0.90	0.90	0.90	0.88		
EUR/CHF	1.11	1.15	1.11	1.08	1.07	1.07	1.06	1.08	1.08	1.09	1.08	1.10		

* Consensus | ** Moyenne sur la période





LES POIDS LOURDS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE



États-Unis

La croissance devrait continuer de rebondir en 2021 et 2022

Manuel Maleki
Économiste États-Unis et pétrole
m.maleki@edr.com

Au 1^{er} semestre 2020, l'économie américaine a connu une baisse historique de son PIB avec un point bas au 2^e trimestre et un recul de 9% d'une année sur l'autre. Cette chute est principalement due à la stratégie de distanciation sociale (fermeture de commerce, réduction des transports, etc.) mise en place pour lutter contre la propagation de l'épidémie. Comme nous l'anticipions, le secteur des services a été le plus touché par la crise, car il est celui qui implique un plus grand nombre d'interactions entre individus. Ainsi, la consommation des ménages a reculé de plus de 10% d'un an sur l'autre, à cause d'une explosion du chômage (voir graphique 1) et les investissements privés ont, eux, reculé de plus de 17%. Face à cette crise les autorités ont très vite réagi tant sur le plan de la politique monétaire que budgétaire.

La Réserve fédérale a fortement baissé ses taux passant de (1.75% à 0.25%). De plus, elle a augmenté son bilan de 3000 Md\$ en achetant massivement des obligations de différentes natures (voir graphique 2). En plus, de l'action de la banque centrale, les autorités américaines ont réagi avec des plans de soutien budgétaire mis en place dès le mois de mars et qui représentent près de 13% du PIB soit près de 3000 Md\$. Ces plans de soutien ont eu pour axes principaux le soutien aux ménages avec des versements directs et aussi le soutien aux entreprises à travers des reports d'impôts par exemple.

Cette combinaison a permis un fort rebond au 3^e trimestre avec une croissance de 7.4% d'une année sur l'autre. Ce rebond a eu lieu grâce à une consommation des ménages très dynamique et une bonne tenue des investissements des entreprises,

Le début du 4^e trimestre a été marqué par la persistance de la pandémie et les élections présidentielles. Bien que la campagne électorale ait été perturbée par la crise sanitaire, les électeurs ont voté en masse. Le démocrate Joe Biden a été élu et devrait prendre ses fonctions le 21 janvier 2021. En plus de l'élection présidentielle se tenaient des élections pour renouveler un tiers du Sénat, soit 33 sièges et la Chambre des Représentants. Si les Démocrates ont gagné cette dernière, le Sénat ne leur est pas encore acquis. Une défaite au Sénat empêcherait Joe Biden de mettre en place son programme qui s'appuie sur une forte augmentation des dépenses publiques et une hausse des impôts pour les ménages les plus aisés et les grandes entreprises. Toutefois, nous anticipons que, dans tous les cas, un 3^e plan de soutien d'au moins 2000Md\$ contre le Covid-19 devrait être décidé au 1^{er} semestre 2021. Ceci serait un soutien non négligeable à l'économie américaine qui devrait connaître une baisse du PIB de 3.5% en 2020, avant de rebondir de 4.3% en 2021 grâce, comme nous l'avons mentionné précédemment, au plan de soutien mis en place en 2020 et qui continueront à faire effet en 2021 et au nouveau plan en 2021 que nous anticipons. Ceci devrait avoir un fort effet sur la consommation des ménages et l'investissement qui devraient respectivement croître de 4.3% et 9.00% d'une année sur l'autre en 2021. La croissance serait moins vigoureuse en 2022 en s'établissant à 2.8%.

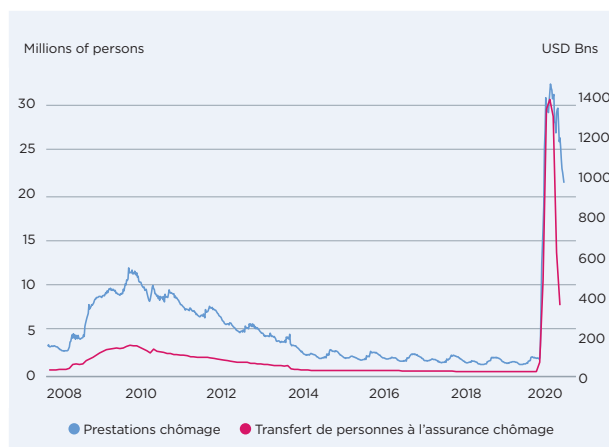
Le fort soutien budgétaire a été financé par une augmentation des déficits publics qui devraient atteindre 18% du PIB en 2020 (après -4.7% en 2019) et -10.5% en 2021. Ceci pourrait amener la dette publique à dépasser les 140% du PIB en 2022.

ÉTATS-UNIS				2020f						2021f						2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
PIB	2.4	2.9	2.3	0.3	-9.0	-2.9	-2.4	-3.5	-3.9	-0.5	10.5	3.7	3.4	4.3	3.7	3.0	2.8
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-1.3	-9.0	7.4	1.2	-	-	0.6	1.1	0.8	0.8	-	-	-	-
Consommation privée	2.6	3.0	2.6	0.2	-10.2	-2.9	-2.9	-4.0	-4.3	0.0	11.5	3.2	2.6	4.3	4.0	3.0	2.8
Consommation publique	0.7	1.7	2.3	2.7	2.1	0.4	-1.0	1.0	1.8	-2.0	-2.5	-1.4	-0.8	-1.7	0.7	0.2	0.8
Investissement	4.2	4.6	1.8	-4.9	-17.6	-3.7	0.6	-6.4	-7.9	1.2	22.4	5.3	7.1	9.0	6.5	5.3	4.9
› Investissement en équipement	3.5	-1.5	0.0	6.6	-4.0	6.6	9.0	4.5	-	4.0	20.0	7.0	8.0	9.8	-	6.7	-
› Investissement dans la construction	4.4	6.4	1.0	-1.3	-8.9	-5.0	-4.0	-4.8	-	-2.3	9.8	4.9	6.0	4.6	-	5.1	-
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.1	0.1	-1.0	-1.8	-0.2	0.4	-0.6	-	0.4	1.5	0.1	0.1	0.5	-	-0.1	-
Exportations	3.5	3.0	0.0	-2.6	-23.9	-14.6	-14.0	-13.8	-13.4	-5.0	13.0	5.0	5.5	4.6	5.5	4.5	4.5
Importations	4.7	4.4	1.0	-5.3	-22.4	-8.9	-5.0	-10.4	-11.3	-1.0	13.0	5.0	5.5	5.6	7.8	4.6	4.1
Balance commerciale (contribution)	-0.4	-0.4	-0.2	0.6	0.9	-0.3	-1.0	0.1	-	-0.5	-0.6	0.8	0.4	0.0	-	-0.1	-
Balance courante (en % du PIB)	-2.3	-2.4	-2.3	0.6	-	-	-	-2.3	-2.6	-	-	-	-	-2.0	-2.5	-2.2	-2.7
Déficit budgétaire (en % du PIB)	-3.4	-4.2	-4.7	0.0	-	-	-	-18.0	-16.1	-	-	-	-	-10.5	-9.8	-5.0	-6.3
Dette publique (en % du PIB)	102.9	109.0	105.0	0.0	-	-	-	138.0	-	-	-	-	-	140.5	-	-	143.0
Chômage (%)	4.4	3.9	3.9	3.8	13.0	8.8	6.8	8.1	8.4	6.4	5.8	5.2	4.8	5.6	6.7	5.0	5.5
Inflation globale	2.1	2.4	1.8	2.1	0.4	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	2.4	1.5	1.4	1.7	1.8	1.8	1.9
Fed - Fed Funds Rate	1.13	1.18	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	-	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	-	0.25	-
Obligations souveraines à 2 ans (%)	1.39	2.52	1.57	1.11	0.25	0.14	0.14	0.46	-	0.15	0.15	0.20	0.25	0.19	-	0.80	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	2.33	2.91	1.92	1.39	0.65	0.75	0.90	0.90	-	0.90	1.00	1.10	1.25	1.06	-	1.80	-

* Consensus

Une réaction de l'État plus rapide et importante que lors de la crise de 2008 à la hauteur du choc sur l'emploi

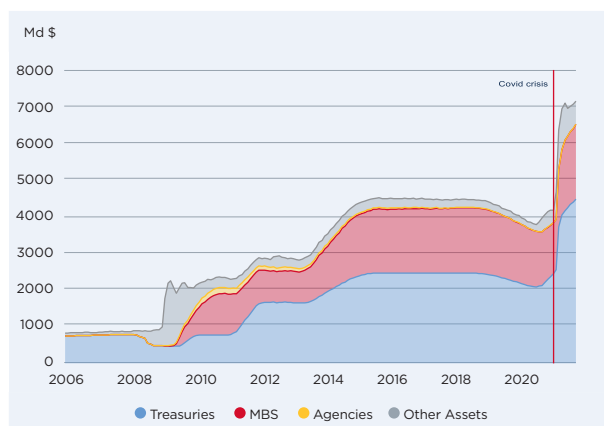
- La crise du Covid-19 a eu un impact extrêmement violent sur le marché du travail puisque plus de 30 millions de personnes ont eu recours de manière plus ou moins importante à l'assurance chômage. Il apparaît que cet accroissement a été beaucoup plus brutal dans son ampleur et sa vitesse que lors de la crise de 2008. En effet, à l'époque, au pic, c'était environ 12 millions de personnes qui avaient bénéficié de ces mécanismes. Notons que la hausse a été beaucoup plus lente que celle que l'on a connue au printemps 2020. Un autre point saillant est la différence de réaction de l'État. Ce dernier a réagi immédiatement et massivement avec des allocations qui ont atteint 1400 milliards de dollars soit près de 50 fois plus qu'en temps normal. La situation n'est toujours pas revenue à la normale avec 21 millions de personnes qui touchent des allocations chômage et des transferts mensuels qui représentent encore un peu moins de 400 Md\$.



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

La Banque centrale a fortement augmenté son bilan

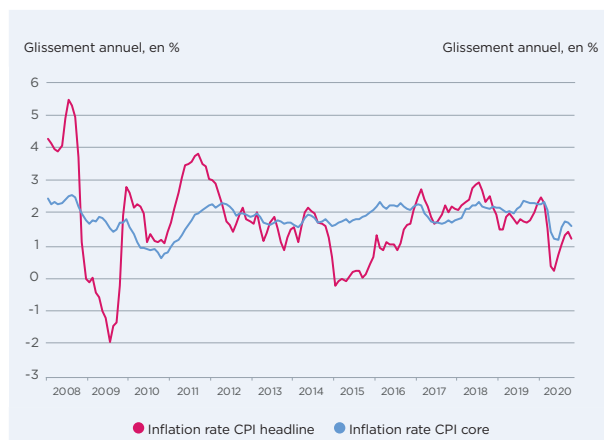
- Le fort soutien budgétaire apporté aux ménages et aux entreprises par l'État a été complété par les décisions de la Réserve fédérale. Cette dernière a décidé dès le mois d'avril d'augmenter son bilan en achetant des bons du Trésor américain, de manière à permettre une hausse des dépenses publiques. Le bilan de la Banque centrale américaine a connu une augmentation de plus de 3000 Md\$, à un peu plus de 7000 Md\$ (soit un peu plus de 30% du PIB) depuis le printemps 2020. Même si récemment, la Fed n'a pas accru son soutien à l'économie, elle se tient prête à agir en fonction du diagnostic qu'elle établit à propos de la situation économique et des besoins de financements des entreprises en particulier.



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Le taux d'inflation a ralenti avec la crise sanitaire avant de légèrement réaccélérer

- Avant la crise, le taux d'inflation aux États-Unis évoluait autour de 2%, tant dans sa composante totale que sous-jacente. Ce taux a connu un ralentissement brutal au printemps, se rapprochant d'une croissance de 0% en variation annuelle avant de réaccélérer sans pour autant atteindre les niveaux d'avant crise. Cette faiblesse est due en partie à une baisse des prix de l'énergie comme le pétrole qui a connu une forte chute des cours. Hors la composante énergie et produit alimentaire, l'inflation reste faible (autour de 1.5%), cette faiblesse s'explique par le coût des services qui a fortement baissé. En effet, la stratégie de distanciation sociale a surtout affecté les activités liées aux services comme la restauration, les transports ou l'hôtellerie. Par exemple, l'indice des prix dans les transports, en variation annuelle, est en territoire négatif depuis le mois de février 2020. Dès lors, il semble qu'une réaccélération substantielle des prix ne sera possible qu'avec un redémarrage complet de l'économie.



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research



Chine

Objectif de croissance abandonné

Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

- › Le PIB a déjà retrouvé son niveau d'avant pandémie...
- › ... grâce à l'investissement des collectivités locales
- › La demande intérieure au cœur du 14^e plan quinquennal

Au deuxième trimestre 2020, le PIB chinois avait déjà dépassé son niveau de fin 2019. L'investissement a été particulièrement dynamique grâce à l'intervention des collectivités locales et les exportations ont réaccélééré. Ainsi malgré une reprise des importations, la contribution du commerce extérieur a été positive au troisième trimestre 2020 après avoir été négative pendant deux trimestres. En 2020, la Chine devrait être un des seuls pays à connaître une croissance du PIB que nous anticipons à 2.1%.

En 2021, l'investissement en infrastructure continuerait à soutenir l'accélération de la croissance. Avec l'assouplissement de la politique monétaire, l'augmentation de la capacité d'emprunt des collectivités locales a été au centre des mesures de soutien de l'économie et devrait produire pleinement ses effets au premier semestre 2021. Parallèlement, la reprise des exportations pourrait dynamiser l'investissement manufacturier. Elles ont crû de 9.5% depuis le mois de juillet en glissement annuel. Les exportations vers les États-Unis ont reculé à la suite de la hausse des droits de douane bilatéraux, mais celles vers les pays asiatiques ont compensé ce déclin. En 2021, elles devraient bénéficier de la poursuite du phénomène de rattrapage que nous anticipons aux États-Unis et dans une moindre mesure en zone euro.

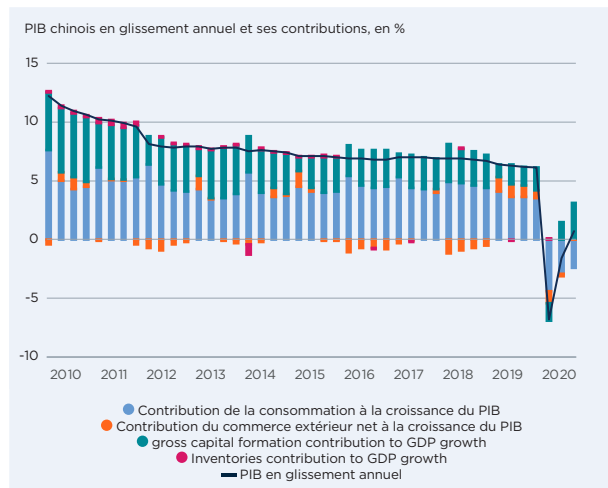
La consommation des ménages, encore décevante, devrait bénéficier de l'amélioration du marché du travail et de la reprise des exportations. Déjà depuis le mois d'août 2020, les ventes au détail recommencent à croître de 2.7% en moyenne sur un an. Le rebond des importations confirme la reprise de la demande intérieure. Par ailleurs, l'inflation a atteint un point bas en augmentant de 0.5% seulement sur un an au mois d'octobre 2020. En conséquence, la contribution de la consommation à la croissance du PIB cesserait d'être négative, ce qui participerait à l'accélération du phénomène de rattrapage.

La Banque centrale chinoise a pu paraître prudente en privilégiant le canal traditionnel de la baisse des taux d'intérêt et en gardant un bilan stable. Mais d'une part, elle a mis en place des mesures de soutien direct à l'économie, par exemple des prêts aux PME ne licenciant pas. D'autre part, elle a poursuivi son objectif de stabilité financière qui est un des piliers constitutifs du développement économique chinois et de son influence régionale et internationale. Fin octobre 2020, le Parti communiste s'est réuni pour discuter du nouveau plan quinquennal qui régira la politique économique de 2021 à 2025. L'objectif de croissance chiffré a été abandonné après avoir été au centre du 13^e plan quinquennal pour un objectif de « qualité ». L'innovation, la réduction des inégalités entre les aires urbaines et les campagnes, le soutien de la demande intérieure vont désormais être au cœur des décisions dont les modalités seront précisées lors du prochain congrès du Parti communiste en mars 2021. La consommation ne représente encore que 40% du PIB chinois et le PIB par habitant est plus de 4 fois inférieur à celui de la zone euro. Néanmoins, la libéralisation financière reste capitale, comme le commerce extérieur dans un but qualitatif « high-quality opening up ». Contrairement à ce qu'avait dit Xi Jinping lors du fameux congrès de l'automne 2017 le consacrant, la croissance du PIB n'est plus mise en avant comme un élément de domination dans la conquête pour le leadership mondial, à la différence de l'innovation, de la qualification de la main-d'œuvre et de la réduction des inégalités.

En conséquence, après un phénomène de rattrapage et un effet de base qui explique un taux de croissance du PIB de 9.8% en 2021, il devrait être moins dynamique que l'objectif de 6% affiché jusqu'en 2019. En effet, l'écart entre le PIB courant et le PIB potentiel pourrait être comblé dès 2021. La monnaie chinoise ne devrait se réapprécier que modestement, compte tenu de l'ambition de stabilité réitérée par le pouvoir et de l'objectif de faire du yuan une monnaie digitale afin de faciliter son internationalisation.

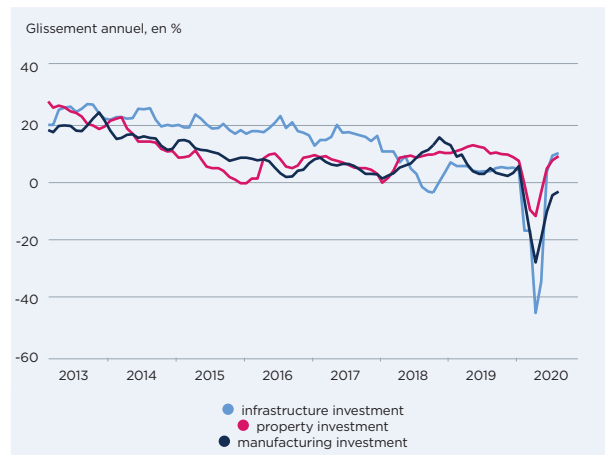
CHINE				2020f			2021f					2022f
% annuel	2017	2018	2019	Q3	Q4f	2020f	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	2022f
PIB	6.9	6.7	6.1	4.9	8.5	2.1	20.3	8.3	6.2	4.3	9.8	5.0
Ventes au détail	10.3	9.0	8.1	0.9	5.0	-2.8	18.0	7.7	4.7	3.0	8.3	9.0
Investissements en actifs fixes	12.6	4.1	6.5	3.7	5.0	-0.8	17.3	13.3	8.0	5.0	10.9	6.0
Production industrielle	6.5	6.2	5.7	5.8	5.3	2.9	15.0	6.0	4.0	3.7	7.2	6.2
Exports	7.6	11.2	0.4	8.8	7.0	4.0	10.0	9.0	9.0	9.0	9.3	7.0
Inflation	1.6	2.1	2.9	2.3	0.5	2.7	0.5	2.3	2.3	2.5	1.9	1.7
USD/CNY	6.76	6.62	6.91	6.92	6.90	6.97	6.80	6.75	6.75	6.70	6.75	6.70
Taux directeurs												
› Taux de prêt à 1 an	3.17	3.28	3.30	2.95	2.95	3.04	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	3.20
› Taux de réserves obligatoires	17.00	15.85	13.40	12.50	12.50	12.50	12.00	11.50	11.50	11.50	11.63	11.50

Le redressement de l'investissement est déterminant



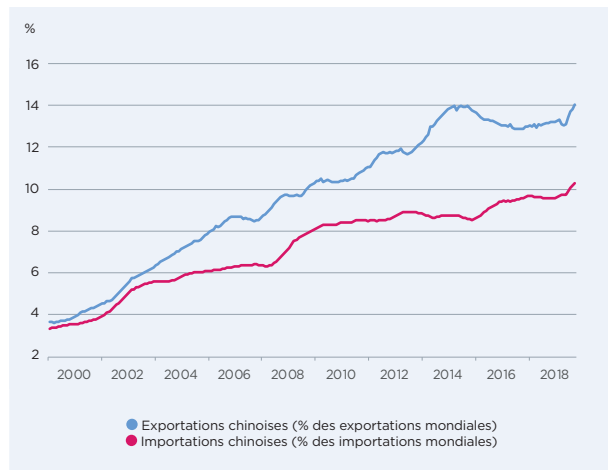
Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

L'investissement des collectivités locales reste clé



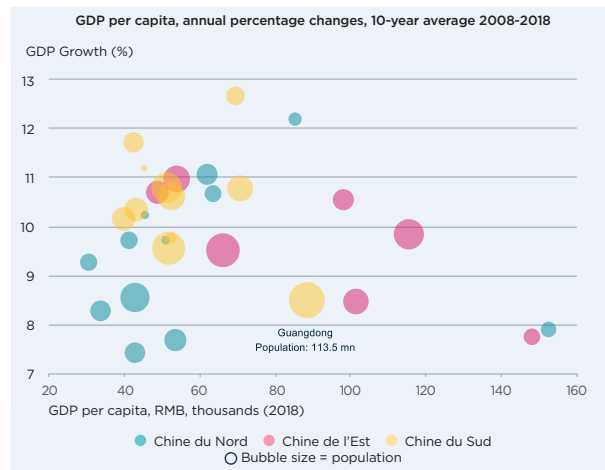
Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

La réappréciation du RMB ne devrait pas peser sur les exportations



Sources: Refinitiv Datastream, MLF, Edmond de Rothschild Economic Research

Les inégalités intrachinoises sont criantes



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research



Zone euro

Rattrapage plus poussif

Jean-Christophe Delfim
Économiste zone euro et immobilier
jc.delfim@edr.com

- › L'activité en zone euro en 2020 serait plutôt en « W » qu'en « V », à cause de la seconde vague
- › Le soutien apporté par les états serait déterminant, mais inégal entre les pays
- › L'inflation resterait faible, ce qui laisserait davantage les coudées franches à la BCE

Des trois grands espaces économiques, la zone euro a été la plus durement impactée par les conséquences de la pandémie de Covid-19. Après un déclin de l'activité amorcé au premier trimestre (-3.7% en glissement trimestriel, g.t. ensuite) a succédé l'effondrement provoqué au second trimestre par les contraintes sanitaires implémentées dans les différents pays (-11.8% g.t.). Néanmoins, avec la levée des principales restrictions dès le début du mois de mai, l'activité a fortement rebondie au T3 (12.7% g.t.), à seulement 4.3% de son niveau d'avant crise.

La résurgence de la pandémie à la fin de l'été a conduit la plupart des États à revenir à des mesures sanitaires plus strictes, surtout dès la fin octobre, ce qui entrainera une nouvelle contraction de l'activité au T4 2020 estimée à 3.4% en glissement trimestriel selon nos prévisions. Elle serait moins prononcée qu'au printemps, d'abord car les mesures prises au T4 sont dans l'ensemble moins strictes et moins homogènes sur les territoires nationaux. De plus, le virus est mieux connu et les autorités devraient pouvoir implémenter une politique sanitaire plus efficace et moins contraignante pour l'économie. Surtout, les entreprises et les ménages ont adapté leur comportement et se sont organisés pour réduire l'impact sur leur activité.

Le soutien des états aux entreprises comme aux ménages se poursuivrait, comme le montre la prolongation de différents mécanismes pour l'emploi dans les principaux pays de la zone euro jusque dans le courant du T1 2021. Cela serait essentiel pour préserver au mieux le pouvoir d'achat des ménages et limiter le nombre de faillites d'entreprises, qui devrait toutefois progresser durant les premiers trimestres de 2021. Ce serait particulièrement le cas dans les activités les plus ciblées telles que l'hôtellerie et la restauration, les transports et les loisirs d'intérieur.

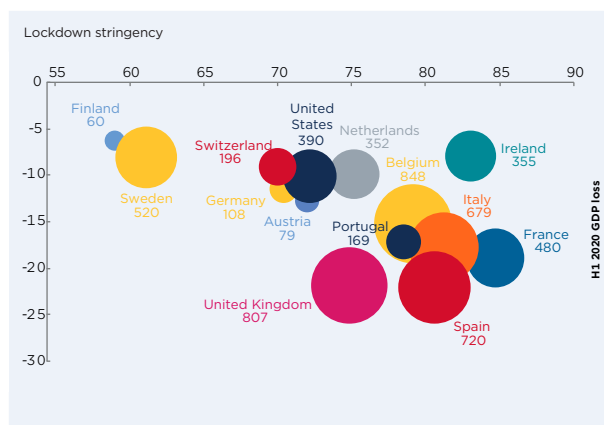
En 2021, l'activité devrait commencer à rebondir au T1, alors que le taux de chômage y culminerait et des contraintes résiduelles pèseraient encore et ne se résorberaient que graduellement jusqu'à la fin de l'année. La croissance serait ensuite entretenue en 2022 par les plans de relance nationaux, surtout allemands et dans une moindre mesure français, qui développeraient alors leur plein potentiel, quand vraisemblablement environ 1/3 du plan de 750 milliards d'euros de la Commission européenne seulement serait alloué à la fin de cette période. Par ailleurs, les budgets publics resteraient dans l'ensemble largement déficitaires et la dette publique dépasserait les 100% du PIB pour plusieurs années.

ZONE EURO				2020f							2021f						2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*	
PIB	2.7	1.9	1.3	-3.3	-14.8	-4.3	-7.6	-7.5	-7.6	-1.6	12.8	1.1	5.6	4.5	5.2	3.8	2.8	
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-3.7	-11.8	12.7	-3.4	-	-	2.5	1.1	1.0	0.9	-	-	-	-	
Consommation privée	1.9	1.5	1.4	-3.9	-16.0	-4.5	-9.8	-8.5	-8.1	-2.9	13.2	0.8	7.5	4.7	5.1	4.6	2.6	
Consommation publique	1.1	1.2	1.8	0.6	-2.4	-0.3	-1.5	-0.9	0.1	1.3	2.1	-0.2	1.5	1.2	3.0	2.5	1.6	
Investissement	4.2	3.2	5.7	1.3	-21.0	-5.6	-13.8	-9.8	-10.1	-6.9	13.5	0.8	5.5	3.2	5.0	4.6	3.9	
› Investissement en équipement	5.7	3.8	2.2	-10.4	-28.5	-8.4	-20.4	-16.9	-	-10.8	21.0	1.9	8.7	5.2	-	6.6	-	
› Investissement dans la construction	3.8	3.8	3.4	-2.2	-14.2	-3.9	-9.8	-7.5	-	-4.5	9.1	0.1	3.6	2.1	-	3.4	-	
Variations de stocks (contribution)	0.2	0.1	-0.5	0.1	-0.1	-1.6	0.5	-0.3	-	0.0	0.1	1.9	0.1	0.5	-	0.1	-	
Exportations	5.9	3.6	2.5	-3.1	-21.4	-9.3	-7.9	-10.4	-11.3	-1.0	22.7	7.0	6.5	8.8	7.2	4.5	4.9	
Importations	5.4	3.6	3.9	0.3	-20.9	-8.3	-9.8	-9.7	-9.8	-3.8	18.4	6.2	6.9	6.9	6.4	5.3	4.5	
Balance commerciale (contribution)	0.4	0.1	-0.5	-1.7	-0.8	-0.8	0.7	-0.6	-	1.3	2.3	0.6	0.1	1.1	-	-0.2	-	
Chômage (%)	9.1	8.2	7.6	7.3	7.6	8.2	8.9	8.0	8.2	9.5	9.3	9.1	8.5	9.1	9.3	8.3	8.8	
Inflation globale	1.5	1.8	1.2	1.1	0.2	0.0	-0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.9	1.1	0.7	1.0	1.6	1.3	
EUR/USD	1.20	1.15	1.12	1.10	1.12	1.17	1.17	1.13	1.18	1.18	1.15	1.15	1.15	1.16	1.21	1.13	1.25	
Balance du compte courant (% PIB)	3.1	3.1	2.7	-	-	-	-	2.6	2.3	-	-	-	-	3.3	2.6	4.2	2.3	
Balance fiscale (% PIB)	-1.0	-0.5	-0.6	-	-	-	-	-8.6	-9.5	-	-	-	-	-6.3	-5.5	-4.6	-3.8	
Dette publique (% PIB)	87.8	87.9	84.2	-	-	-	-	105.2	-	-	-	-	-	105.1	-	105.8	-	
Taux de dépôt	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	
Schatz 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.67	-0.68	-0.70	-0.70	-0.71	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.62	-0.65	-0.45	
Bund 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.42	-0.45	-0.50	-0.60	-0.48	-0.51	-0.60	-0.50	-0.30	-0.30	-0.43	-0.28	-0.20	-0.02	

* Consensus

Les contraintes strictes affectent plus l'activité sans assurer la meilleure efficacité sanitaire

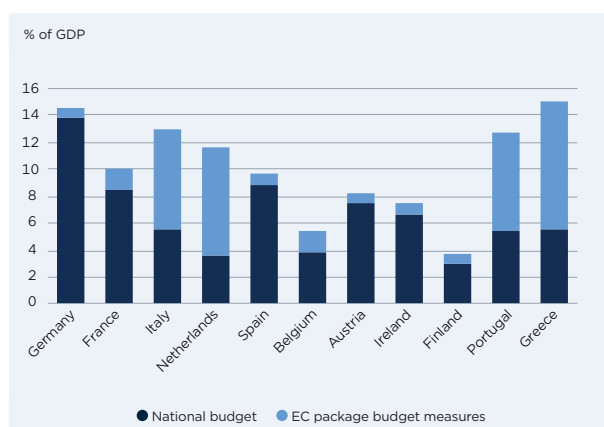
- › Ce graphique représente le niveau moyen de l'indice de rigueur de contraintes sanitaires du 15 mars au 31 mai (abscisses), la contraction du PIB au premier semestre (ordonnées) et le nombre cumulé de décès causés par le Covid-19 sur cette période (taille des bulles). L'impact des mesures de confinement sur le PIB a été linéaire avec, un déclin du PIB de 0.4% pour un accroissement de l'indice de rigueur sanitaire d'une unité. En revanche, les pays qui ont adopté les mesures les plus strictes n'ont souvent pas réussi à éviter un nombre de victimes du covid-19 supérieur à la moyenne, mais cette fermeté accrue semble souvent liée à un manque de réactivité avant l'accélération de la pandémie. Ainsi, au T4 2020, les contractions de PIB les plus importantes devraient encore être observées dans les pays les plus restrictifs.



Sources: Oxford Blavatnik, Eurostat, Edmond de Rothschild Economic Research

Le plan budgétaire de la Commission européenne (CE) aiderait surtout les pays du sud

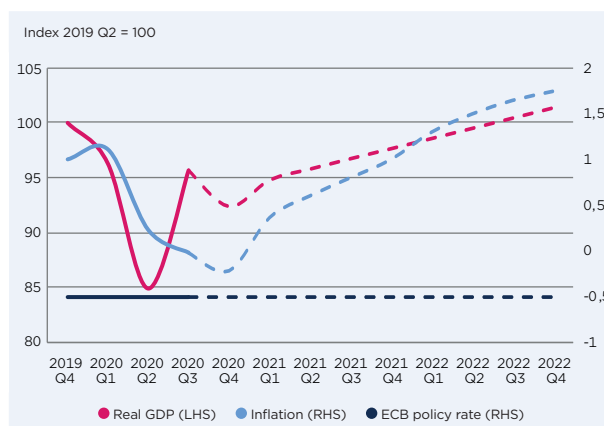
- › Les plans de relance élaborés en Allemagne sont les plus importants, bien que cette économie ait été des plus résilientes. À l'inverse, les pays du sud, qui ont été largement plus affectés par la pandémie, et dont la marge de manœuvre budgétaire était déjà plus mince, n'ont pas été en situation d'implémenter des plans de soutien et de relance aussi conséquents. Ces pays profiteraient des montants issus du fonds de relance de la Commission européenne pour accroître le soutien à leur économie. Malgré le blocage récent sur le plan de 750 milliards d'euros de la Commission européenne, il devrait être validé ces prochaines semaines. Néanmoins, les premiers montants substantiels ne devraient pas être alloués avant le milieu de 2021 et ce processus pourrait s'étendre jusqu'à fin 2026. Dans l'attente, ce sont toujours les solutions nationales qui soutiendraient la reprise.



Sources: IMF, European Commission, Edmond de Rothschild Economic Research

L'inflation resterait faible, permettant à la BCE de maintenir une politique accommodante

- › La crise du covid-19 a conduit l'économie de la zone euro à entrer en déflation au T3 2020. Les pressions déflationnistes devraient perdurer tant que la demande dans l'ensemble de l'économie ne retrouve pas un niveau satisfaisant. Nous ne prévoyons pas un retour au niveau d'activité d'avant crise d'ici le T3 2022. Cela devrait permettre à la BCE de maintenir sa politique accommodante sans être contrainte par son objectif d'inflation, qui devrait être assoupli afin de pouvoir dépasser un certain temps les 2.0% avant que la BCE ne réagisse, afin ne pas mettre en péril l'activité. Ainsi, le taux de dépôt devrait rester fixé à 0.5% et les programmes d'achat d'actif pourraient continuer à progresser, au moins pour 2021, alors qu'il est prévu qu'ils soient accrus de 500 milliards d'euros en décembre 2020 pour le PEPP¹.



Sources: Eurostat, ECB, Edmond de Rothschild Economic Research

¹ : Pandemic Emergency Purchasing Program



Allemagne

Reprise tournée vers l'avenir

Jean-Christophe Delfim

Économiste zone euro et immobilier
jc.delfim@edr.com

› L'Allemagne sera encore la grande économie européenne la plus résiliente au T4 2020

› Les plans de relance allemands seraient les plus orientés sur des sources de croissance future

Alors que l'économie allemande a été parmi les plus résilientes au printemps, les mesures de relance budgétaires en Allemagne ont été les plus importantes de la zone euro (€ 485 mds, soit 14% du PIB). Ces mesures budgétaires ont non seulement été élaborées au niveau fédéral, mais aussi de manière significative par les Länder et les municipalités (~€ 170 mds). Elles sont complétées par des garanties de prêts (€ 820 mds), des prêts avantageux aux entreprises (€ 100 mds) et des prises de participation (€ 100 mds). Dans leur première phase, ces mesures budgétaires ont surtout visé à amortir le choc économique direct des conséquences de la pandémie en assurant la liquidité des entreprises et en préservant le pouvoir d'achat des ménages, notamment par l'amplification des mécanismes de travail partiel, « Kurzarbeit » (jusqu'à 17% des actifs en avril). Dans les phases ultérieures, les mesures prises visaient à prolonger les mécanismes précédents, ainsi qu'à commencer à établir des sources de croissance futures, surtout par des investissements, qui devraient s'effectuer sur les trimestres et les années à venir. Les principaux axes poursuivis par ces investissements sont la modernisation des réseaux d'énergie et des infrastructures au sens large, la recherche dans les technologies de pointe (ordinateurs quantiques, IA et 6G) et le développement de l'énergie hydrogène. L'ensemble de ces mesures budgétaires devrait déployer leur effet maximal sur la croissance à partir de 2022 (+0.9%). L'effet de traction de l'économie allemande sur le reste de la zone euro, dont elle représente 29%, devrait néanmoins rester modéré, autour de 0.1% du PIB.

Parmi les mesures budgétaires, la réduction de la TVA en juillet, de 19% à 16% (7% à 5% pour le taux réduit), qui a contribué à soutenir la consommation et l'investissement a aussi amplifié une baisse marquée de l'inflation. Ces effets devraient s'effacer dès janvier avec le retour aux taux de TVA habituels. Au T4 2020, l'Allemagne devrait être aussi plus résiliente grâce à son exposition accrue au commerce extraeuropéen, contrairement au T1 et au T2, car le nouveau choc économique serait peu synchronisé globalement cette fois-ci.

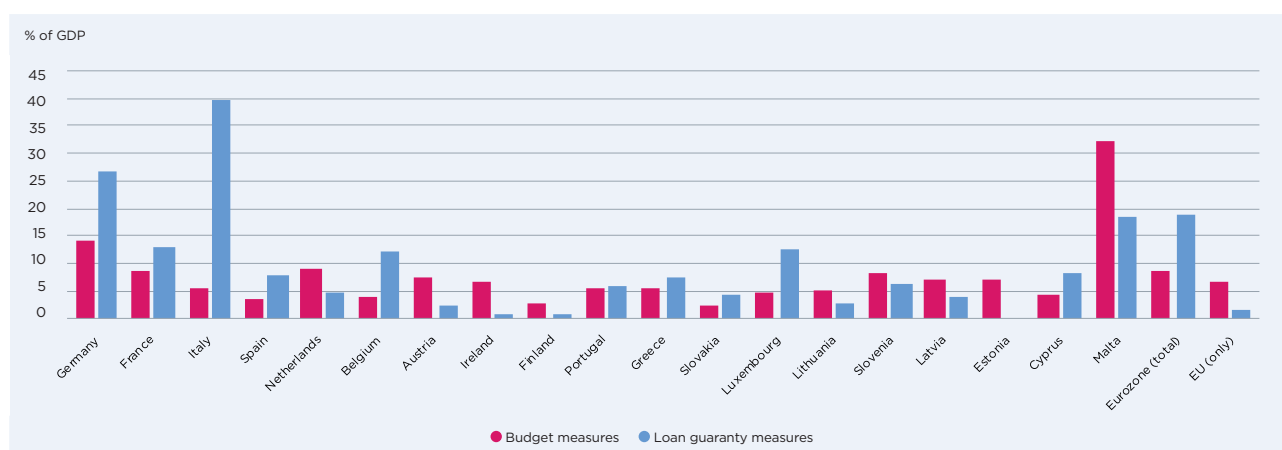
L'élection fédérale de septembre prochain pourrait faire peser un risque. Le scénario le plus probable est celui d'une victoire de la CDU/CSU. Le futur chancelier pourrait être plus conservateur que Mme Merkel, tels M. Söder, dont la gestion de la crise sanitaire en Bavière est saluée, et M. Mertz, alors que M. Laschert, plus proche de la ligne actuelle, est distancé dans les sondages. Cela pourrait rendre plus difficile une coalition CDU/CSU-Grünen, pour l'heure la plus soutenue. Alors que des voix se lèvent contre l'expansion budgétaire, une orientation plus conservatrice pourrait vouloir revenir à la règle de budget équilibré, « Schwarze Null », dès que la conjoncture semblerait le permettre. Enfin, alors que nous n'anticipons pas un retour de l'activité à son niveau d'avant crise d'ici le deuxième semestre 2022, une aggravation des conditions socio-économiques pourrait conduire à une progression des partis plus radicaux et compliquer ainsi la constitution d'une coalition.

ALLEMAGNE				2020f							2021f					2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
PIB	2.9	1.3	0.6	-2.1	-11.2	-4.0	-4.9	-5.6	-5.8	-1.3	10.7	6.7	4.9	5.2	4.4	4.0	2.7
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-1.9	-9.8	8.5	-0.9	-	-	1.6	1.1	1.1	1.1	-	-	-	-
Consommation privée	1.8	1.5	1.6	-2.0	-12.9	-3.7	-6.0	-6.1	-6.4	-2.6	10.9	1.8	4.8	3.7	3.8	4.4	2.1
Consommation publique	1.6	1.2	2.7	2.9	4.8	4.2	2.2	3.5	3.6	2.3	0.3	0.0	1.3	1.0	2.9	2.4	1.1
Investissement	3.2	3.6	2.6	-1.1	-7.3	-3.9	-6.7	-4.7	-5.0	-4.6	4.9	3.7	5.8	2.4	3.2	5.1	3.7
› Investissement en équipement	5.1	4.5	0.7	-10.1	-23.6	-10.2	-15.6	-14.9	-	-11.4	13.2	10.0	13.7	6.4	-	10.8	-
› Investissement dans la construction	1.6	2.7	3.8	4.8	1.4	-0.9	-4.3	0.2	-	-2.8	2.7	2.0	3.7	1.4	-	3.6	-
Variations de stocks (contribution)	0.7	-0.1	-0.7	-0.4	-0.6	-1.6	0.1	-0.6	-	0.1	0.1	2.8	0.0	0.8	-	-0.2	-
Exportations	5.4	2.5	1.0	-3.9	-22.3	-9.4	-6.6	-10.5	-11.7	0.6	28.3	13.2	8.8	12.7	8.6	5.6	4.9
Importations	5.8	3.8	2.6	-2.0	-17.2	-9.7	-4.7	-8.4	-8.7	0.2	21.2	10.8	7.8	10.0	6.4	6.1	5.0
Balance commerciale (contribution)	0.2	-0.4	-0.6	-1.0	-3.4	-0.4	-1.2	-1.5	-	0.2	3.5	1.7	0.8	1.6	-	0.1	-
Chômage (%)	5.7	5.2	5.0	5.0	6.2	6.3	6.3	6.0	6.0	6.4	6.3	6.2	6.0	6.2	6.3	5.7	5.8
Inflation globale	1.7	1.9	1.4	1.6	0.7	-0.2	-0.5	0.4	0.5	0.2	0.6	1.4	1.9	1.0	1.4	1.8	1.4
Balance du compte courant (% PIB)	8.0	7.3	7.8	-	-	-	-	6.2	6.3	-	-	-	-	7.9	6.6	10.0	6.0
Balance fiscale (% PIB)	1.2	1.9	1.4	-	-	-	-	-6.0	-7.1	-	-	-	-	-4.0	-3.5	-2.5	-1.9
Dette publique (% PIB)	65.3	61.9	61.1	-	-	-	-	71.2	-	-	-	-	-	70.4	-	70.2	-
Schatz 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.67	-0.68	-0.70	-0.70	-0.71	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.70	-0.62	-0.65	-0.45
Bund 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.42	-0.45	-0.50	-0.60	-0.48	-0.51	-0.60	-0.50	-0.30	-0.30	-0.43	-0.28	-0.20	-0.02

* Consensus

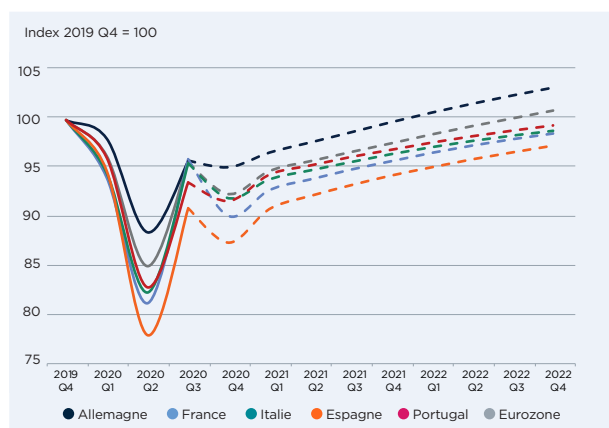


L'Allemagne est le grand pays qui a de loin adopté les mesures budgétaires les plus importantes, et depuis cet été les trois autres principales économies ont aussi augmenté leur dispositif, alors que le fonds de € 750 md de l'UE doit encore être validé et réparti



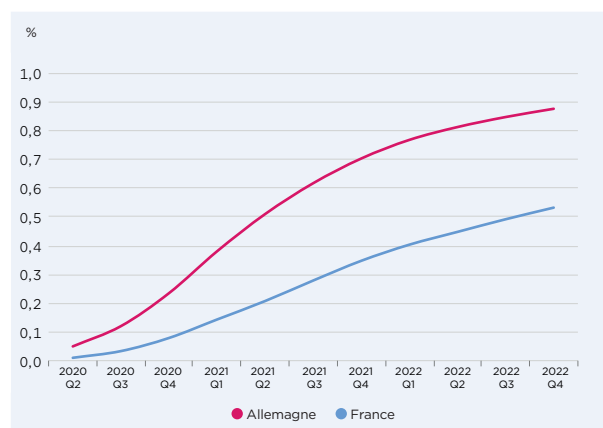
Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

Comme au printemps, l'Allemagne serait moins affectée économiquement au T4 2020, alors qu'avec l'aide des plans de relance importants qui y sont engagés, elle retrouverait plus rapidement son niveau d'avant-crise



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

Les points de pourcentage de PIB additionnel par trimestre qu'engendreraient les mesures budgétaires prises par les États seraient plus élevés en Allemagne qu'en France



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research



France

Économie affectée

Jean-Christophe Delfim
Économiste zone euro et immobilier
jc.delfim@edr.com

- › La France sera parmi les économies les plus affectées par la pandémie en 2020 et début 2021
- › Bien que conséquents, les plans de relance français nécessiteraient d'être complétés par l'UE

La France est un des pays de la zone euro les plus affectés économiquement par la crise du Covid-19, à cause des contraintes sanitaires très strictes qui y ont été imposées, ce qui a conduit à la contraction du PIB la plus importante au premier semestre (18.9%), sauf Espagne (-22.7%). La perte d'activité y aurait atteint 30% en avril. Bien que moins sévèrement qu'au printemps, l'économie française devrait encore être l'une des plus en repli au T4 2020 et des entraves demeureraient encore au T1 2021. L'économie française bénéficierait moins que d'autres pays européens de la désynchronisation internationale du choc au T4 2020, car ses exportations dépendent relativement plus de secteurs particulièrement impactés, tels que le tourisme et l'aéronautique, du moins tant qu'un vaccin ne sera pas concrètement disponible.

Pour soutenir son économie, les mesures budgétaires élaborées en France sont plus importantes que la moyenne de la zone euro, mais l'importance de l'effondrement économique subi nécessiterait un soutien supplémentaire offert par le plan de relance de € 750 mds de la Commission européenne (CE). La France devrait pouvoir en espérer € 40 mds (1.6% du PIB), qui s'ajouteraient aux € 205 mds (8.5% du PIB) de mesures budgétaires nationales, assorties de € 315 mds de garanties de prêts. Dans un premier temps, ces mesures visaient à amortir le choc économique direct des contraintes sanitaires sur les entreprises et les ménages, en préservant leurs liquidités et leur pouvoir d'achat, respectivement.

Dans un second temps, les mesures prises prolongeaient quelque peu les premières, mais visaient davantage à soutenir des secteurs en difficulté tels que l'automobile, l'aéronautique et le tourisme, directement ou par des exonérations et des reports de cotisations sociales et de taxes. La troisième phase du plan français prolonge encore certains soutiens et tente d'amorcer le développement de sources de croissance future par des investissements ciblés. Cette troisième phase se concentre sur les trois principaux axes que sont le social et l'emploi, la transition écologique, ainsi que la productivité. Le plan français passe surtout par la dépense publique (52%) et non par le secteur privé, par exemple en Allemagne (94%) selon nos calculs. Nous estimons que l'impulsion du plan français serait la plus forte dès la fin de 2022, augmentant la croissance de 0.5%.

Alors que la gestion de la pandémie par le gouvernement apparaît particulièrement critiquée, les tensions sociales seraient exacerbées par le chômage qui serait toujours de plus de 9% en 2022, ce qui pourrait radicaliser une partie de l'électorat à l'approche de l'élection présidentielle du printemps de cette année-là. À un tel niveau, aucun président n'a été réélu par le passé. Le gouvernement pourrait hésiter à poursuivre des réformes économiques impopulaires, ce qui pourrait peser à plus long terme sur la compétitivité française et à plus court terme dégrader davantage les comptes publics. Ces éléments feraient peser un risque baissier sur les perspectives de croissance en France et pourraient, dans le pire des cas, induire davantage de pression haussière sur ses taux souverains.

FRANCE				2020f							2021f						2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*		Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
PIB	2.4	1.8	1.5	-5.8	-18.9	-4.3	-9.9	-9.7	-9.5		-1.4	16.8	-0.2	6.6	5.5	6.5	3.5	2.7
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.9	-13.7	18.2	-6.1	-	-		3.0	1.1	1.1	1.0	-	-	-	-
Consommation privée	1.7	0.8	1.5	-4.8	-16.4	-1.9	-2.6	-6.4	-7.5		5.1	15.3	-2.4	-1.8	4.0	6.7	2.1	1.8
Consommation publique	1.4	0.9	1.7	-1.9	-12.6	0.4	-3.5	-4.4	-4.5		3.5	13.4	-1.4	2.8	4.6	5.7	1.6	2.0
Investissement	5.0	3.2	4.3	-7.9	-22.1	-5.1	-13.8	-12.2	-13.3		-6.7	12.6	-0.1	4.5	2.6	7.8	3.6	4.4
› Investissement en équipement	4.5	2.4	4.0	-11.5	-27.1	-3.4	-20.5	-15.6	-		-10.7	20.0	1.0	7.6	4.5	-	5.6	-
› Investissement dans la construction	4.6	2.4	4.4	-10.8	-27.9	-6.9	-9.8	-13.9	-		-4.3	8.2	-0.8	2.6	1.4	-	2.4	-
Variations de stocks (contribution)	0.2	0.0	-0.4	-0.1	0.9	-0.6	-0.8	-0.2	-		-0.9	-0.4	0.4	0.8	0.0	-	0.5	-
Exportations	4.6	4.6	1.8	-8.3	-31.5	-15.2	-9.3	-16.1	-16.5		1.6	34.6	10.8	5.7	13.2	8.5	3.4	3.7
Importations	4.7	3.1	2.6	-5.8	-21.9	-9.9	-6.9	-11.1	-11.3		3.3	21.9	5.9	4.5	8.9	8.3	3.4	4.0
Balance commerciale (contribution)	-0.1	0.4	-0.3	-0.7	-2.7	-1.5	-0.6	-1.4	-		-0.6	2.3	1.2	0.2	0.8	-	-0.1	-
Chômage (%)	9.4	9.0	8.5	7.8	7.1	7.5	9.2	7.9	8.5		10.8	11.2	10.7	10.1	10.7	10.0	9.3	9.2
Inflation globale	1.2	2.1	1.3	1.3	0.3	0.4	0.1	0.5	0.5		0.7	0.9	1.1	1.3	1.0	0.9	1.4	1.3
Balance du compte courant (% PIB)	-0.7	-0.6	-0.8	-	-	-	-	-3.1	-1.7		-	-	-	-	-2.8	-1.1	-1.8	-1.0
Balance fiscale (% PIB)	-2.9	-2.3	-3.0	-	-	-	-	-10.5	-11.2		-	-	-	-	-8.2	-6.9	-6.1	-4.6
Dette publique (% PIB)	99.8	99.0	100.0	-	-	-	-	115.7	-		-	-	-	-	117.0	-	119.1	-
OAT 2 ans	-0.48	-0.44	-0.59	-0.61	-0.53	-0.61	-0.69	-0.60	-0.60		-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.53	-0.55	-0.20
OAT 10 ans	0.81	0.78	0.13	-0.07	0.00	-0.22	-0.36	-0.17	-0.33		-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.15	-0.13	0.70	0.30

* Consensus



Italie



Espagne



Portugal

Nécessaire soutien additionnel

Jean-Christophe Delfim
Économiste zone euro et immobilier
jc.delfim@edr.com

- › L'Espagne, l'Italie et le Portugal ont été particulièrement affectés par la crise au printemps 2020
- › Au T4 2020, le nouveau repli de l'activité devrait être plus important en Espagne et en Italie
- › Le plan de relance de la Commission européenne bénéficierait en particulier aux pays du sud

Les pays du sud de la zone euro ont été très fortement affectés par les conséquences de la pandémie de Covid-19 durant le premier semestre 2020. Sur cette période, le PIB s'est largement contracté en l'Italie (-17.8%), où se trouva le premier grand foyer pandémique européen, ainsi qu'en l'Espagne (-22.1%), et au Portugal (-17.2%). Le rebond de l'activité au T3 2020 n'a pas permis de se rapprocher autant du niveau d'avant crise en Espagne (-9.1% par rapport au T4 2019), et dans une moindre mesure au Portugal (-6.4), que ce ne fut le cas en Italie (-4.5), laquelle talonnait la France (-4.1%) à cette période. Ces différences de rétablissement entre les trois pays du sud s'expliqueraient notamment par la plus grande part dans le PIB des activités liées au tourisme au Portugal (19%) et en Espagne (15%), comparé à l'Italie (12%), alors qu'une part prépondérante des revenus de ces activités s'effectue entre juillet et septembre, ainsi que par le fait que les contraintes sanitaires seraient restées moins ciblées en Espagne. Aussi, les plans de soutien et de relance ont été relativement plus faibles en Espagne (3.6% du PIB), mais plus importants au Portugal et en Italie (5.5% dans les deux cas).

Au T4 2020, l'activité se contracterait davantage en Espagne et en Italie, qu'au Portugal, ce dernier ayant resserré ses contraintes sanitaires plus tard et relativement moins que ces deux autres pays. En 2021, les contraintes sanitaires résiduelles seraient relâchées progressivement au cours de l'année entière. Ces trois pays auraient particulièrement besoin de l'aide supplémentaire qu'offrirait le plan de relance de 750 milliards d'euros de la Commission européenne (CE), dont les premiers montants substantiels devraient être mis à disposition autour du milieu de l'année 2021. Ce processus devrait s'étaler jusqu'en 2026. L'Espagne, plus éprouvée, serait relativement plus aidée (8.0% du PIB) par le plan de la CE que l'Italie (7.5%) et le Portugal (7.3%), qui ont aussi élaboré des mesures budgétaires relativement plus importantes au niveau national. En 2022, l'activité continuerait à se redresser progressivement dans ces pays, mais, comme en France, ne retrouverait pas encore son niveau d'avant crise avant 2023.

ITALIE										2020f					2021f					2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*				
PIB	1.7	0.8	0.3	-5.6	-17.9	-4.7	-8.1	-9.1	-9.8	-0.7	15.2	0.1	5.0	4.9	5.4	3.0	2.6				
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.5	-13.0	16.1	-3.8	-	-	2.1	1.0	0.9	0.9	-	-	-	-				
Consommation privée	1.5	1.0	0.5	-6.5	-17.3	-8.4	-10.0	-10.6	-9.9	-1.7	13.5	-0.3	6.2	4.4	5.5	3.3	3.2				
Consommation publique	-0.1	0.2	-0.2	-1.1	-0.9	0.6	1.7	0.1	-0.7	3.7	0.9	-1.2	-1.2	0.6	1.4	0.8	0.2				
Investissement	3.4	2.9	1.6	-7.4	-22.6	-5.6	-13.2	-12.2	-13.4	-7.1	13.0	0.1	4.2	2.5	6.7	4.0	3.8				
› Investissement en équipement	6.4	4.4	0.9	-11.4	-27.8	-7.3	-17.2	-15.9	-	-9.5	17.5	0.7	6.1	3.7	-	5.2	-				
› Investissement dans la construction	1.8	1.6	2.5	-7.3	-27.1	-4.5	-10.5	-12.3	-	-5.5	10.1	-0.4	3.0	1.8	-	3.2	-				
Variations de stocks (contribution)	0.2	0.0	-0.7	0.6	-0.5	-0.9	-0.6	-0.4	-	-0.4	-0.3	0.4	0.6	0.1	-	0.2	-				
Exportations	6.0	1.6	1.3	-7.4	-33.0	-19.0	-10.4	-17.5	-18.1	1.2	36.7	10.6	6.7	13.8	9.9	4.0	5.6				
Importations	6.5	2.9	-0.4	-6.0	-26.9	-16.0	-9.9	-14.7	-14.8	-1.4	24.6	9.4	6.7	9.8	9.4	4.4	4.4				
Balance commerciale (contribution)	0.0	-0.3	0.5	-0.6	-2.7	-1.3	-0.4	-1.3	-	0.8	3.1	0.4	0.2	1.1	-	0.0	-				
Chômage (%)	11.3	10.6	9.9	9.1	8.5	9.7	10.2	9.4	9.7	10.5	10.3	10.2	10.1	10.3	11.5	10.0	10.1				
Inflation globale	1.3	1.2	0.6	0.2	-0.2	-0.2	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.5	0.7	0.3	0.4	1.1	1.0				
Balance du compte courant (% PIB)	2.6	2.5	2.7	-	-	-	-	2.7	2.6	-	-	-	-	3.7	2.7	3.1	2.4				
Balance fiscale (% PIB)	-2.4	-2.2	-1.6	-	-	-	-	-10.9	-11.5	-	-	-	-	-7.9	-6.6	-6.1	-4.5				
Dette publique (% PIB)	134.0	135.0	137.0	-	-	-	-	161.0	-	-	-	-	-	161.6	-	161.6	-				
Taux italien 10 ans	2.01	2.74	1.41	1.52	1.26	0.87	0.73	1.17	0.70	0.65	0.70	0.85	0.85	0.76	0.93	1.00	1.56				

ESPAGNE				2020f							2021f						2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*	
PIB	3.0	2.4	2.0	-4.2	-21.5	-8.7	-12.9	-11.9	-12.0	-4.2	15.4	5.6	7.6	6.1	6.2	3.9	4.3	
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.2	-17.8	16.7	-3.9	-	-	3.9	1.5	1.2	1.1	-	-	-	-	
Consommation privée	3.0	1.8	0.9	-6.1	-24.7	-13.7	-16.0	-15.1	-13.9	-6.4	20.3	1.9	10.3	6.5	6.7	5.2	3.1	
Consommation publique	1.0	2.6	2.3	3.7	3.2	4.1	4.1	3.8	3.6	5.1	0.5	-3.0	-4.1	-0.4	1.8	0.5	1.1	
Investissement	6.8	6.1	2.7	-5.1	-25.8	-16.3	-16.3	-15.9	-15.4	-7.6	21.7	2.9	11.6	7.2	7.4	6.0	5.9	
› Investissement en équipement	9.2	5.4	4.4	-7.3	-34.2	-22.0	-22.4	-21.5	-	-11.4	29.7	5.2	17.3	10.2	-	8.9	-	
› Investissement dans la construction	6.7	9.3	1.6	-7.0	-27.7	-11.4	-11.1	-14.3	-	-4.4	14.9	1.0	6.8	4.6	-	3.5	-	
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-	0.0	0.2	0.1	-0.9	-0.2	-	0.1	-	
Exportations	5.5	2.3	2.3	-5.6	-38.1	-20.4	-10.2	-18.6	-	-2.1	37.6	14.0	11.6	15.3	12.0	5.6	6.6	
Importations	6.8	4.2	0.7	-5.4	-33.5	-21.5	-12.1	-18.1	-19.8	-1.9	38.7	10.8	10.3	14.5	8.9	6.4	5.0	
Balance commerciale (contribution)	-0.2	-0.5	0.6	-0.3	-2.9	-0.3	0.2	-0.8	-	-0.1	0.1	1.9	1.2	0.8	-	0.0	-	
Chômage (%)	17.2	15.3	14.1	13.9	15.5	16.6	18.5	16.1	16.4	19.0	18.3	18.0	17.8	18.3	17.9	16.5	16.5	
Inflation globale	2.0	1.7	0.8	0.7	-0.6	-0.6	-0.9	-0.4	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.8	0.4	0.7	1.2	1.3	
Balance du compte courant (% PIB)	2.7	1.9	2.0	-	-	-	-	1.7	1.0	-	-	-	-	2.8	1.4	2.3	1.4	
Balance fiscale (% PIB)	-3.0	-2.5	-2.8	-	-	-	-	-12.3	-12.2	-	-	-	-	-9.7	-7.5	-8.6	-5.6	
Dette publique (% PIB)	98.6	98.9	97.8	-	-	-	-	121.2	-	-	-	-	-	123.1	-	123.9	-	
Taux espagnol 10 ans	1.56	1.41	0.46	0.67	0.46	0.25	0.15	0.40	0.19	0.10	0.20	0.30	0.30	0.23	0.46	0.40	0.94	

PORTUGAL				2020f					2021f					2022f
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	2022f
PIB	3.5	2.8	2.2	-2.3	-16.3	-5.7	-8.3	-8.2	-1.8	15.1	2.8	5.7	5.4	3.0
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-3.9	-13.9	13.1	-2.1	-	2.9	1.0	0.9	0.8	-	-
Consommation privée	2.1	2.7	2.5	-1.1	-15.1	-7.6	-6.7	-7.6	-1.2	13.8	2.5	5.0	5.0	3.0
Consommation publique	0.2	0.6	0.7	0.5	-3.4	1.0	2.7	0.2	1.5	3.7	0.0	-0.2	1.3	0.2
Investissement	11.5	6.2	5.4	-0.3	-9.0	-9.8	-9.2	-7.1	-2.4	18.1	3.6	7.2	6.6	4.7
› Investissement en équipement	32.9	86.3	6.5	-67.5	-44.4	1.3	1.6	-27.3	2.2	2.4	2.8	2.6	2.5	5.3
› Investissement dans la construction	17.6	2.0	9.3	-3.2	-11.7	1.0	1.1	-3.2	0.9	1.5	1.1	0.5	1.0	3.0
Variations de stocks (contribution)	0.1	0.3	0.0	-0.4	-0.3	-1.1	-0.1	-0.5	0.0	0.8	0.3	0.1	0.3	0.2
Exportations	8.4	4.1	3.5	-4.8	-39.2	-20.1	-20.6	-21.2	-5.3	28.5	6.2	12.5	10.5	5.0
Importations	8.1	5.0	4.7	-2.0	-29.4	-14.9	-14.9	-15.3	-3.4	21.8	4.5	9.1	8.0	4.6
Balance commerciale (contribution)	0.2	-0.3	-0.4	-1.2	-4.4	-2.2	-2.7	-2.6	-0.2	3.5	1.8	2.1	1.8	0.1
Chômage (%)	9.0	7.0	6.6	6.5	6.5	7.9	8.0	7.2	8.3	8.0	8.0	7.9	8.1	7.2
Inflation globale	1.6	1.2	0.3	0.5	-0.2	-0.4	-0.7	-0.2	0.0	0.3	0.6	0.8	0.4	1.3
Balance du compte courant (% PIB)	1.3	-0.6	0.0	-	-	-	-	-0.8	-	-	-	-	-0.5	-0.4
Balance fiscale (% PIB)	-3.0	-0.4	0.2	-	-	-	-	-7.4	-	-	-	-	-4.5	-3.0
Dette publique (% PIB)	126.0	121.9	120.0	-	-	-	-	136.7	-	-	-	-	131.5	127.7
Taux portugais 10 ans	1.94	1.72	0.44	0.87	0.48	0.26	0.13	0.41	0.35	0.40	0.45	0.45	0.41	0.50

* Consensus



FOCUS SUR...



Pétrole

Pression à la hausse

Manuel Maleki
 Économiste États-Unis et pétrole
 m.maleki@edr.com

- › Après une période de très grande volatilité au 1^{er} semestre, le prix du pétrole est entré en juillet dans une période plus calme qui s'est accompagnée d'un prix du baril oscillant entre 37\$ et 45\$...
- › ... à cause de craintes sur la faiblesse de la demande et les incertitudes liées à la pandémie...
- › ... toutefois, une croissance économique plus robuste, la restauration de l'équilibre offre-demande et la baisse des stocks devraient pousser le prix à la hausse à moyen terme

Au 1^{er} semestre 2020, le prix du pétrole a connu une très forte volatilité, en lien avec la crise sanitaire et son impact sur l'économie et les transports, passant même par un prix spot négatif pour le WTI (prix de référence du pétrole américain) au mois de mai. Le 3^e trimestre a été beaucoup plus calme avec un prix du baril qui a oscillé entre 37\$ et 45\$. Ce calme relatif s'explique par un recouvrement partiel de la consommation qui est passée de 75 millions de barils par jour (Mbj) au pire de la crise à environ 95 Mbj au 3^e trimestre et une offre qui s'établit légèrement en dessous de la demande. De même, les stocks mondiaux et en particulier américains, qui sont le plus suivis par les investisseurs à cause de leur importance, ont baissé depuis leur pic du mois de mai pour s'établir actuellement à 490Mb contre 540Mb en mai, soit proche de son maximum de capacité.

L'accélération de la croissance économique à travers le monde et en particulier en Chine et aux États-Unis devrait être un facteur de soutien des cours du pétrole. De plus, les pays producteurs ont démontré leur capacité à contrôler l'offre. En effet, L'OPEP+ qui comprend les pays membres de l'OPEP, soit 14 pays pour un total de production d'environ un tiers de la production mondiale soit environ 30 Mbj dont l'Arabie saoudite qui est un des premiers producteurs avec près de 10 Mbj, et dix autres pays producteurs dont la Russie qui produit aussi plus de 10 Mbj. Ainsi, au total, l'OPEP+ représente près de la moitié de la production mondiale. Ces pays se sont entendus pour soutenir le prix de l'or noir en mettant en place des quotas de production. Il faut noter que la production américaine a connu une baisse spectaculaire de près de 2.5 Mbj, passant de plus de 13.1 Mbj en février à 10.7 Mbj en octobre 2020, en lien avec la baisse des cours. Ces deux éléments ont permis de contraindre l'offre et de l'adapter à la demande.

Un autre facteur qui a pesé sur les prix est le niveau de stockage. Nous avons pu observer que depuis le pic du mois de mai, les stocks américains ont reflué. Bien qu'ils soient au-dessus du niveau considéré comme normal (l'OPEP prend comme mesure, la moyenne sur les trois dernières années en général, soit entre 450 et 460 Mbj), on s'est éloigné de la capacité maximale de stockage en termes de réserves commerciales. Cette réduction des stocks devrait être un élément de soutien au prix du brut.

Dès lors, en s'appuyant sur une demande plus dynamique, une offre toujours sous contrôle et inférieure à la demande et des stocks moins élevés le prix de l'or noir pourrait connaître une tendance à l'appréciation.

Ainsi, les prix du baril de Brent de la mer du Nord pourraient atteindre la fourchette de 40\$ à 50\$ à la fin de l'année 2020 (avec un prix moyen autour de 41.3\$ le baril). 2021 devrait se caractériser par une hausse des cours qui, une fois les stocks revenus à leur moyenne historique, pourraient retrouver leur niveau d'avant crise en milieu d'année prochaine, soit environ 60\$ à l'été. Ceci serait un prix d'équilibre jusqu'à la fin de l'année 2021 avec un prix moyen qui pourrait s'établir autour de 58\$. En 2022, le prix du baril pourrait finir l'année aux alentours de 65\$ le baril. Bien évidemment, une grande volatilité est à attendre sur le marché du pétrole : les prix fluctuant au gré des annonces politiques ou des bonnes et mauvaises nouvelles sur le front économique.

Les autres matières premières industrielles et agricoles ont suivi l'évolution du cours du pétrole avec une remontée des cours. Par exemple, le boisseau de blé américain valait 4.70 \$ début juin contre environ 6.05 \$ fin novembre. Du côté des métaux industriels, l'aluminium a gagné plus de 25% entre début juin et fin novembre.

% annuel	2017	2018	2019	2020f						C*	2021f						2022f	
				Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f			Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
Prix (moyenne en \$)	54.2	71.0	64.3	50.5	32.9	42.8	44.0	41.3			47.0	53.0	57.0	61.0	54.5		62.0	
Prix (fin de période en \$)	66.7	50.6	67.8	14.9	41.6	40.3	45.0	-	41.0		50.0	55.0	60.0	65.0	-	48.0	67.0	55.2

* Consensus



Changes

De la volatilité sur le chemin
d'un dollar plus fort

Massimo Zarli
Responsable FX Advisory
m.zarli@edr.com

Jean-Marc Guillot
Trésorier Groupe
jm.guillot@edr.com

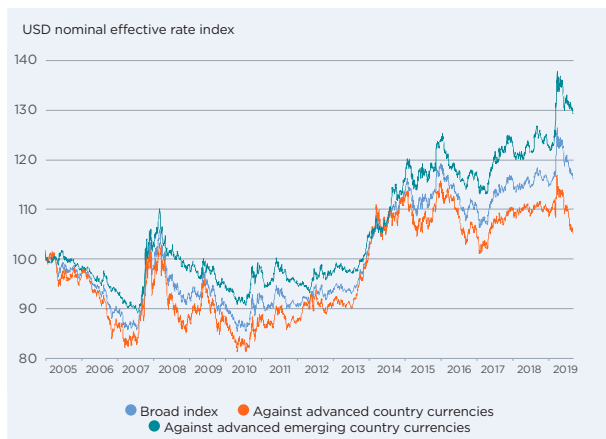
- › Le dollar a souffert d'un retour d'optimisme et de la chute des taux d'intérêt
- › Une reprise de l'inflation devrait permettre une réappréciation graduelle du billet vert
- › Le chemin reste néanmoins parsemé d'embûches au cours des prochains mois, synonyme de volatilité

Au début de l'été, l'Europe des 27 a su faire fi de ses sempiternelles dissensions internes. Sous l'impulsion du couple franco-allemand, un accord historique a ainsi été trouvé pour un plan de relance budgétaire sans précédent de 750 milliards d'euros baptisé « Next Generation UE ». Cette cohésion affichée de l'Union européenne autour d'une décision audacieuse et au-delà des clivages nationaux a fortement contribué à restaurer la confiance des investisseurs. La logique du recours aux monnaies refuges traditionnelles telles que le franc suisse, le yen japonais et surtout le dollar américain s'est alors évanouie, l'incertitude cédant la place à l'optimisme. Le Dollar Index, représentation de la valeur du billet vert contre 6 devises majeures (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK et CHF), a ainsi chuté de 11% depuis son point culminant du mois de mars. Au-delà du facteur confiance, ce mouvement à la baisse de la devise américaine s'est nourri de l'injection massive de dollars par la Réserve Fédérale et le gouvernement américain ainsi que de la chute en territoire négatif des taux d'intérêt réels à long terme américains. Il va sans dire que la devise du commerce mondial a concrètement perdu son taux de portage positif en 2020.

La période mouvementée des élections américaines s'est accompagnée d'une théorie binaire sur l'évolution du dollar. Le scénario de la vague bleue apparaissait résolument baissier avec une explosion du double déficit fiscal et budgétaire sur fond de stimulus majeur et de sortie de la crise du Covid. La perspective d'un second mandat Trump se voulait positive pour le dollar américain avec une ampleur plus faible de soutien à l'économie et un facteur de risque important lié au style Trump et à l'absence de gestion de l'épidémie. Finalement, le résultat sous forme d'une cohabitation forcée entre une Maison-Blanche démocrate et un sénat républicain est nettement moins tranché. Il devrait permettre une réappréciation progressive du dollar contre les principales devises. En effet, la dynamique de croissance reste favorable aux États-Unis dont l'économie a moins souffert que celles des pays européens en 2020. Par ailleurs, un léger retour d'inflation devrait s'accompagner d'une reprise à la hausse des taux d'intérêt à long terme, favorisant à nouveau le portage du dollar.

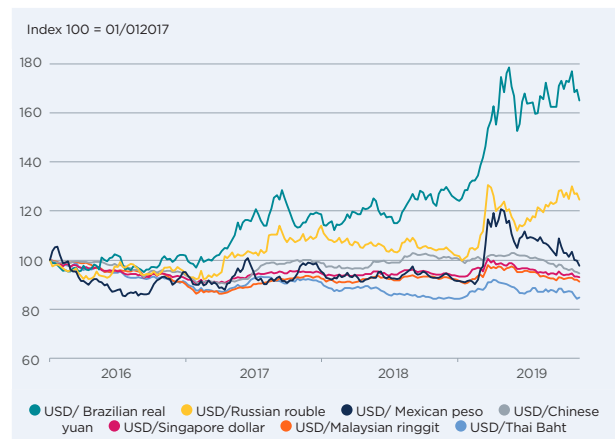
Une certaine volatilité devrait persister sur le marché des devises au cours des prochains mois. Si l'avenir s'est éclairci avec les bonnes nouvelles sur le front des vaccins, tous les nuages n'ont pas disparu. Le deuxième vague de Covid en Europe rend plus que nécessaire la concrétisation du plan de relance annoncé cet été, mais la Hongrie et la Pologne font de leur veto une arme politique. La passation de pouvoir aux États-Unis n'intervient que fin janvier, laissant le temps au président sortant de surprendre par des décisions visant à compliquer la tâche de la nouvelle administration. Peut-être ne faut-il pas sous-estimer la mesure de la SEC (organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers) permettant l'exclusion des valeurs chinoises alors que l'arrivée de Joe Biden laissait entrevoir une pause dans les tensions sino-américaines. Enfin, tout l'impact des mesures de confinement en cours sur l'économie ne se fait pas encore ressentir.

Le dollar s'est déprécié après s'être fortement apprécié



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Plus de volatilité sur le marché des changes ?



Sources: Refinitiv Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research



Brésil

Taux directeurs historiquement bas

Manuel Maleki
Économiste États-Unis et pétrole
m.maleki@edr.com

- › Le Brésil est fortement impacté par la crise du Covid-19, avec près de 5.9 millions de cas et un confinement strict...
- › ... ce qui devrait avoir un fort impact négatif sur l'économie brésilienne 2020 et peser sur les rebonds attendus en 2021 et 2022...
- › ... et ce malgré des mesures budgétaires, financières et monétaires exceptionnelles

Au Brésil, face à la crise du Covid-19 qui a fait son apparition fin février 2020, le gouvernement a réagi en mettant en place un plan de soutien à l'économie qui représente environ 12% du PIB brésilien.

Ce plan se caractérise par des aides directes aux personnes les plus fragiles comme les travailleurs du secteur informel (600 real par personne et par mois). Environ 65 millions de personnes ont profité de ce plan d'aide qui a été complété par un treizième mois versé aux retraités. Du côté des salariés du secteur formel, des mécanismes de chômage partiel ont été mis en place. Le gouvernement a aussi décidé de soutenir les autorités locales en octroyant des lignes de crédits aux villes et états.

De même, il a été demandé aux banques publiques d'offrir des lignes de crédits aux entreprises et aux ménages, ceci devrait représenter environ 4.5% du PIB. Enfin, l'État a réduit les taxes aux importations sur un certain nombre de produits médicaux provenant de l'étranger. Toutes ces mesures ont un impact sur les finances publiques brésiennes, le pays devrait connaître un déficit primaire record de 8.3% du PIB.

Du côté du système financier, la banque centrale a relâché les contraintes sur les banques commerciales de manière à faciliter les prêts en abaissant par exemple le niveau des réserves obligatoires de 8 points de base (de 25 à 17).

La banque centrale a abaissé son taux directeur à un niveau historiquement faible.

Ces mesures budgétaires et financières ont aussi été complétées par une politique monétaire active qui s'est traduite par une baisse du taux directeur de la banque centrale. Cette dernière a abaissé au mois de février son taux directeur de 125 points de base à 3%, puis elle l'a baissé à nouveau à 2.25% au mois de juin et à 2 % en août 2020 (un plus bas historique). De plus, au début de la crise sanitaire, des accords de swaps en dollar avaient été conclus avec la Réserve fédérale pour 60 milliards de dollars de façon à éviter que la banque centrale brésilienne ne se retrouve à court de devises, ce qui aurait accru l'incertitude et la crainte des acteurs économiques.

Du côté du taux de change, le réal brésilien, qui s'était fortement déprécié en mai, s'approchant de 1\$ pour 6 réal, soit une dépréciation de près de 30% par rapport à fin 2019, s'est réapprécié par la suite, mais en connaissant toutefois une très forte volatilité.

Sans pressions inflationnistes et avec une réappréciation mesurée du réal, la banque centrale devrait maintenir son taux directeur à un niveau faible

Il semble que les baisses de taux directeur en juin et août n'aient pas engendré une dépréciation durable de du réal. En effet, la banque centrale est intervenue pour soutenir la monnaie à travers différents instruments financiers pour un montant de 41 Md\$, soit 12% des réserves de change. Ainsi, il devrait falloir du temps pour que la monnaie brésilienne retrouve son niveau d'avant crise. Les difficultés économiques qui devraient perdurer en 2021 au niveau mondial et du pays ne devraient autoriser qu'une appréciation modérée de la monnaie. Nous prévoyons ainsi une parité USD/BRL aux environs de 5.20 BRL/USD en 2021.

BRÉSIL				2020f						2021f						2022f	
% annuel	2017	2018	2019	Q1	Q2	Q3	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2021f	C*	2022f	C*
PIB	1.1	1.1	1.2	-0.3	-11.4	-5.7	-5.0	-5.8	-5.2	-2.0	9.0	4.0	2.5	3.4	3.5	2.2	2.5
Consommation privée	1.3	1.9	1.9	-0.7	-13.5	-8.5	2.0	-5.2	-3.9	0.5	10.0	8.3	-4.0	3.7	3.9	2.6	2.6
Investissement	-2.4	4.1	2.8	4.3	-15.2	-17.0	-3.0	-7.7	-8.0	2.0	10.0	8.0	2.0	5.5	5.2	3.0	4.1
Inflation	3.5	3.7	3.8	3.8	2.2	2.5	2.5	2.8	2.8	2.2	3.5	3.1	3.0	3.0	3.1	3.2	3.5
Taux d'intérêt Banque centrale	7.00	6.50	6.75	3.75	2.25	2.09	2.00	3.01	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.90	3.00	4.50
USD/BRL	3.19	3.66	3.85	5.20	5.48	5.38	5.40	5.10	5.51	5.30	5.20	5.20	5.20	5.2	5.20	4.8	5.20

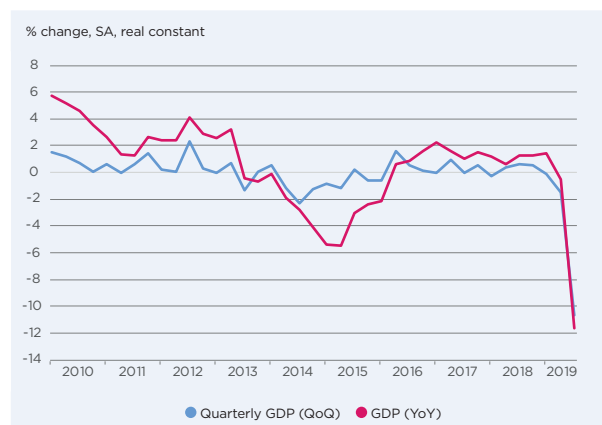
* Consensus

› La Banque centrale pourrait conserver son taux directeur à un niveau bas sans craindre de tensions inflationnistes. En effet, le faible niveau de la demande et une croissance modeste des investissements privés par rapport à la période d'avant crise devraient peser sur les prix. Ainsi, le taux d'inflation devrait ralentir en 2021 aux environs de 3% contre une prévision à 3.7% en 2020. Notons que la faiblesse des taux devrait être un frein à une rapide réévaluation du réal puisque les investisseurs financiers cherchant du rendement seraient moins enclins à aller sur le marché obligataire brésilien et, ainsi, ils ne stimuleraient pas la demande de réal. En outre, la faiblesse des taux réduirait aussi les possibilités de stratégie de « carry trade » pour les investisseurs provoquant une baisse des volumes de « hot money ». Après ses interventions sur le marché des changes lors du 1^{er} semestre 2020, la banque devrait vouloir protéger ses réserves de devises : elle devrait être donc moins active sur le marché des changes.

› En outre, lors des tensions touchant les pays émergents la monnaie brésilienne a tendance à se déprécier plus fortement que les autres comme nous avons pu l'observer lors de la crise de la livre turque à l'été 2018. La défiance des investisseurs quant aux monnaies émergentes s'était alors diffusée à de nombreux pays émergents, mais les pays d'Amérique latine et en particulier, le réal avait fortement souffert avec une dépréciation qui avait atteint 12.7% en un mois. La correction de ces forts mouvements dépréciatifs nécessite plus de temps en période de taux faible. Ainsi, nous prévoyons une légère appréciation du réal contre le dollar qui s'établirait à 4.80 BLR pour 1 USD en 2022.

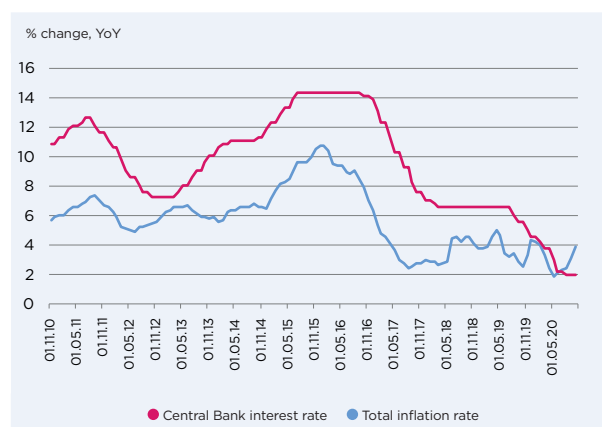
› Sur le plan de la croissance économique, l'ensemble des mesures de soutien a déjà aidé l'économie brésilienne et devrait continuer à faire sentir ses effets en 2021. Après une année 2020 où la croissance pourrait être en recul de 5.8% (contre +1.2% en 2019), nous anticipons un rebond de la croissance en 2021 qui devrait s'établir à 3.4% en moyenne annuelle. L'économie brésilienne devrait continuer de croître en 2022, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2021 (+2.2% en moyenne annuelle) avec l'essoufflement des plans de soutien à l'économie.

À peine remis de la récession de 2015, le pays retombe dans une crise encore plus violente avec un PIB qui s'effondre au deuxième trimestre 2020



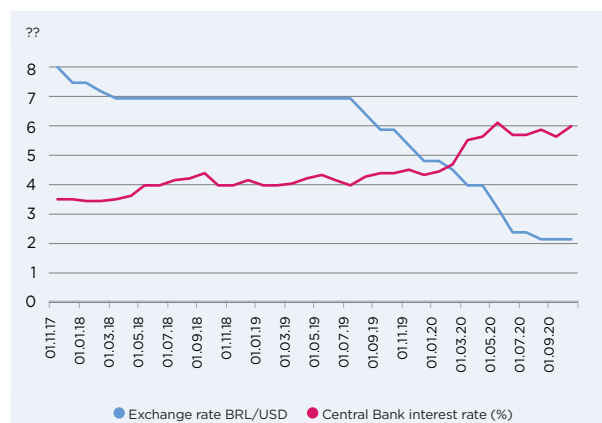
Sources: Edmond de Rothschild Economic Research

La banque centrale a agi en baissant fortement et rapidement son taux directeur à un plus bas historique...



Sources: Edmond de Rothschild Economic Research

...ce qui a participé à la dépréciation du réal



Sources: Edmond de Rothschild Economic Research

Achevé de rédiger le 30 novembre 2020

Rédaction en chef : Dr. Mathilde Lemoine

Crédits photos: AdobeStock.com

Réalisation & production : Communication & Marketing - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

RÈGLES DE DIFFUSION

Publication exclusivement destinée à l'interne et aux clients du groupe Edmond de Rothschild.

Redistribution interdite sans autorisation explicite et écrite d'un représentant autorisé du Groupe.

Diffusion interdite sur internet et/ou sur les réseaux sociaux.

INFORMATION JURIDIQUE IMPORTANTE

La présente brochure a été élaborée par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Edmond de Rothschild (Europe), établie au 20, boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.820 euros, soumise au contrôle de L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 PARIS, se contentent de mettre à disposition de leurs clients ladite brochure dans leurs propres locaux ou dans les locaux de leurs succursales.

Le présent document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce document ne peut être distribué aux personnes dans les juridictions dans lesquelles ce document serait constitutif d'une recommandation, offre de produits ou services ou sollicitation et pourrait, de ce fait, ne pas être légal.

Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à ce jour. Les données chiffrées, commentaires, analyses les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure peuvent s'avérer ne plus être actuels ou pertinents au moment où l'investisseur prend connaissance de la brochure, notamment eu égard à la date de publication de cette dernière ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation de Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. sont disponibles gratuitement sur simple demande.

En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d'Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Par ailleurs, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., d'Edmond de Rothschild (Europe) ou de Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée en raison d'un dommage subi par un investisseur et résultant du contenu ou de la mise à disposition de cette brochure.

En effet, cette brochure a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui la consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment, en s'entourant au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ces données ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie.

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. – Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.