



EDMOND
DE ROTHSCHILD

ÉTÉ 2020
N°9

PRÉVISIONS MACRO-ÉCO 2020-2021

UNE PUBLICATION DU PÔLE RECHERCHE ÉCONOMIQUE



Offre et demande sous contrainte

Pressions déflationnistes

Asiatization des Émergents



SOMMAIRE

Notre scénario macro-économique et financier « Redressement contraint des économies »	p. 3
Synthèse de nos prévisions 2020-2021	p. 12
Les poids lourds de la croissance mondiale	p. 14
› les États-Unis	p. 14
› la zone euro	p. 16
› la Chine	P. 20
Focus sur	
› la Suisse	p. 23
› l'Italie	p. 24
› l'Espagne	p. 25
› le Portugal	p. 26
› le Brésil	p. 27
Les thématiques	
› Banques centrales	p. 29
› Changes	p. 31
› Pétrole et matières premières	p. 32

NOTRE SCÉNARIO : REDRESSEMENT CONTRAINT DES ÉCONOMIES



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

La demande va être durablement contrainte

La pandémie de Covid-19 a mis à l'arrêt des secteurs entiers à travers le monde et de nombreux gouvernements ont choisi d'obliger les citoyens à rester chez eux. Il en a résulté une chute de la production, une hausse du chômage, un effondrement de la consommation et un affaiblissement du commerce mondial. Plus les mesures de confinement ont été strictes et plus le recul de l'activité a été important. Il a surtout été marqué dans les secteurs des services et de la construction. Les études économétriques menées à partir des précédentes épidémies de grippe montrent que le choc est d'autant plus temporaire que les mesures de confinement ont limité la propagation de la maladie et les décès. Par ailleurs, les chefs d'États et de gouvernements ont pris des mesures sans précédent pour éviter que l'arrêt partiel de l'activité économique engendre des coûts indirects élevés, comme la multiplication des faillites et la généralisation de la pauvreté. Néanmoins, **le risque persistant d'une diffusion de la maladie a engendré la mise en œuvre de mesures de distance et de restrictions de passage des frontières qui vont continuer de peser tant sur la demande que sur l'offre.** En conséquence, les perspectives d'investissement resteront durablement dégradées et l'épargne de précaution élevée.

De plus, au-delà de l'impact dépressif de la pandémie de grippe et des changements de com-

Le secteur privé est évincé

portements qu'elle induit, l'économie mondiale était entrée dans une phase de ralentissement et les tensions commerciales étaient encore vives malgré l'accord signé entre la Chine et les États-Unis alors que les élections américaines se profilaient.

C'est pourquoi nous anticipons un redressement très progressif de l'activité économique dans le monde. **La croissance mondiale pourrait atteindre seulement 4.4 % en 2021 après avoir reculé de -3.5 % en 2020, selon nos dernières prévisions.** Le phénomène de rattrapage sera toutefois plus ou moins marqué en fonction des régions et des pays. Si la croissance américaine était en phase de ralentissement avant l'arrivée de la pandémie, la forte intensité capitaliste et les gains de productivité devraient accentuer l'ampleur du rebond aux États-Unis par rapport à ce que nous anticipons pour la zone euro. La surprise pourrait venir de la Chine dont le gouvernement n'a pas fixé d'objectif explicite de croissance pour 2020, mais qui pourrait soutenir son économie plus fortement une fois les élections américaines passées. Sa croissance pourrait donc atteindre 11.2 % en 2021 après 2 % en 2020. L'Union européenne souffrirait du poids du tourisme, de la vieillesse de son appareil productif et de la multiplication des créances douteuses. La zone euro connaîtrait alors un rebond contraint à 4.5 % en 2021 après -7 % en 2020.

Les États-Unis ont des atouts spécifiques

UN REDRESSEMENT TRÈS PROGRESSIF DE L'ACTIVITÉ

Comme le laissaient attendre les études économétriques menées à partir des précédentes épidémies de grippe, l'activité a chuté de 35 % environ en moyenne dans les pays de l'OCDE et de 20 % en Chine. Bien évidemment, l'ampleur est plus ou moins importante en fonction de la sévérité des mesures de confinement. Mais dans les pays ayant décidé de confiner leur population, le secteur des services a été particulièrement touché, car il a concentré les activités jugées comme «non essentielles» par les gouvernements. Les activités liées au tourisme comme celle des hôtels et des restaurants ont chuté de 90 %. Même chose dans le secteur de la construction où la grande majorité des chantiers ont été arrêtés. Le redémarrage des activités et leur ampleur dépendent de la nature du déconfinement. C'est pourquoi nous avons intégré dans nos prévisions une réouverture des restaurants, des hôtels et des activités liées au tourisme cet été en faisant l'hypothèse d'un chiffre

d'affaires limité par les mesures de distance et d'une hausse des coûts de protection sanitaire des salariés et des clients résultant du risque de reprise de la pandémie. Nous n'avons pas introduit de réouverture totale des frontières ni de découverte de vaccins et de médicaments permettant d'éloigner le risque de pandémie et de réduire l'incertitude à horizon de prévisions.

Si de telles découvertes étaient faites, la prime de risque baisserait fortement. Mais d'une part, les tensions sino-américaines et les élections américaines continueraient d'alimenter l'incertitude. D'autre part, la chute de l'investissement observée durant la période épidémique aurait un impact négatif sur le rythme d'accumulation du capital, en particulier en zone euro et en Suisse où il était particulièrement faible avant la crise. Enfin, le président chinois poursuit une politique d'ascèse comme nous l'avions anticipé. Dès lors, le rattrapage serait plus marqué, mais ne permettrait pas un retour à la normale.

Estimation des conséquences des mesures de confinement à partir d'indicateurs «haute fréquence»

	Consommation d'électricité	Trafic routier	Trafic aérien	Fréquentation des cinémas
États-Unis	-20%*	-50%	-55%	-100%
Chine	-15%	-40%	-60%	-100%
Japon	-	-29%	-30%	-70%
Allemagne	-8%	-31%	-78%	-100%
France	-15%	-62%	-95%	-100%
Espagne	-10%	-35%	-90%	-100%
Italie	-25%	-55%	-20%	-100%
Royaume-Uni	-10%	-55%	-85%	-100%

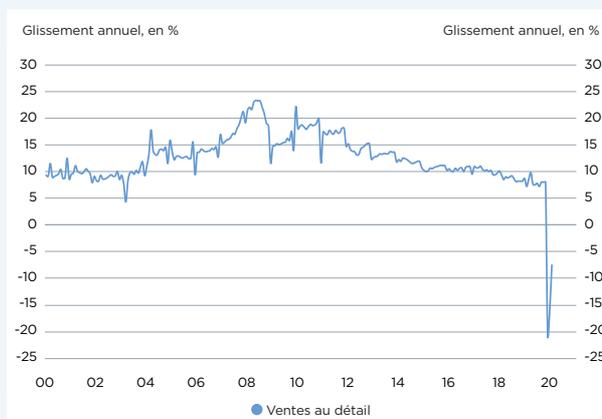
*dans les États de New York et de Californie

UNE LENTE REPRISE ASIATIQUE

Les premières statistiques asiatiques confirment **la lente remise en route des économies, la faiblesse persistante de la consommation des ménages et l'effet d'entraînement sur les exportations de la chute de la demande des pays développés**. L'autre enseignement est la relative bonne tenue de l'activité manufacturière contrairement à celle des services.

Certes, le gouvernement chinois vient d'annoncer une hausse des dépenses publiques et d'assouplir encore sa politique monétaire, mais l'ampleur du plan de relance est très limitée (0.6 % du PIB) et son objectif plusieurs fois réaffirmé est la «stabilité». De plus, le Gouvernement a montré qu'une croissance du PIB de 1 % en volume permettrait d'être très proche de l'objectif affiché par Xi Jinping lors de son acces-

La consommation se redresse mollement en Chine



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

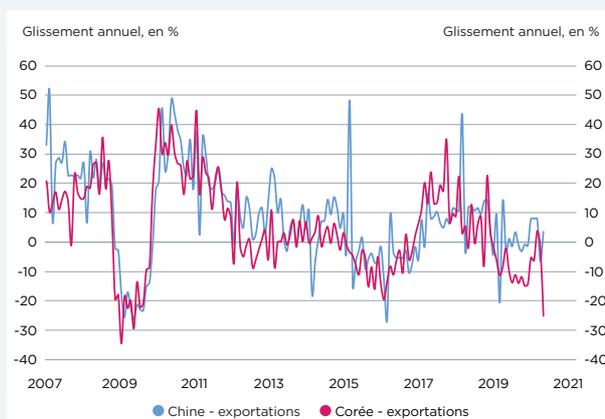
sion au pouvoir à savoir le doublement du PIB par habitant en 2020 par rapport à 2010 (1.9 fois selon le président de la Commission nationale du développement et des réformes). Ensuite, la pandémie n'a fait qu'exacerber les tensions sino-américaines, ce qui hypothèque encore un peu la perspective d'une forte accélération de la croissance chinoise en 2020. Enfin, les exportations chinoises sont dépendantes de la demande des pays développés dont la reprise d'activité est elle aussi graduelle et celle des pays asiatiques dont l'économie est fortement impactée par l'arrêt du tourisme. **C'est pourquoi nous anticipons un ralentissement de la croissance chinoise à 2 % en 2020 après 6.1 % en 2019.** Si le rebond de 2021 à 11.2 % peut paraître élevé, n'oublions pas que c'est à partir d'un niveau faible et qu'il ne suffira pas à retrouver le niveau d'activité qui aurait été atteint s'il n'y avait pas eu de pandémie. La perte de PIB serait alors de 600 milliards de yuans.

UNE ÉVICTION DU SECTEUR PRIVÉ

Avant même la confirmation du caractère pandémique de l'épidémie de grippe, les banquiers centraux et les chefs d'États et de gouvernements ont mis en œuvre des mesures pour réduire les difficultés de trésorerie et de refinancement des entreprises et pour limiter la chute de revenu des ménages en facilitant l'accès aux dispositifs de chômage partiel et en augmentant les indemnités sociales tout en distribuant des subventions pour aider les secteurs en difficulté.

Les sommes affichées sont importantes, mais elles incluent souvent les garanties de prêts que les États ont annoncé pouvoir engager. Par ailleurs, une partie de la hausse des dépenses publiques résulte du jeu des stabilisateurs automatiques. Selon nos calculs, l'augmentation des dépenses résultant des stabilisateurs automatiques est plus élevée en zone euro qu'aux États-Unis, mais seulement de 1 % du PIB. En revanche, les mesures discrétionnaires représentent 9.3 % du PIB aux États-Unis contre 4 % dans la zone euro. En Suisse, ces dernières représenteraient 6 % du PIB comme en Inde, au Royaume-Uni 3 % et en Asie cela va de moins de 1 % du PIB en Corée à plus de 8 % du PIB en Malaisie. Toutefois, ces estimations sont fondées sur une évaluation du coût des mesures annoncées. Or il semble que le choc d'offre et de demande est plus important que ne l'avaient budgété les gouvernements. De plus, le montant des garanties disponibles ne donne pas d'indications sur le coût réel pour les finances publiques dans la mesure où non seulement toutes ne seront pas utilisées, mais une partie de la garantie sera prise en charge par les banques en cas de faillite. Par ailleurs, **les plans de soutiens visant à socialiser les pertes et à limiter l'impact du choc direct de l'épidémie vont être complétés par des plans de relance destinés à accompagner le redres-**

Les exportations sont encore à l'arrêt en Asie du Sud



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

sement des économies et à éviter que les économies restent en situation de sous-emploi pendant une période trop longue, ce qui engendrerait un recul du PIB potentiel, voire un rythme plus faible de la croissance potentielle.

En conséquence à ce stade, si nous avons intégré dans nos prévisions les effets des plans de soutien, nous préférons nous attarder sur leurs conséquences de moyen terme et donc sur les distorsions de concurrence et mauvaise allocation des ressources qu'ils peuvent engendrer.

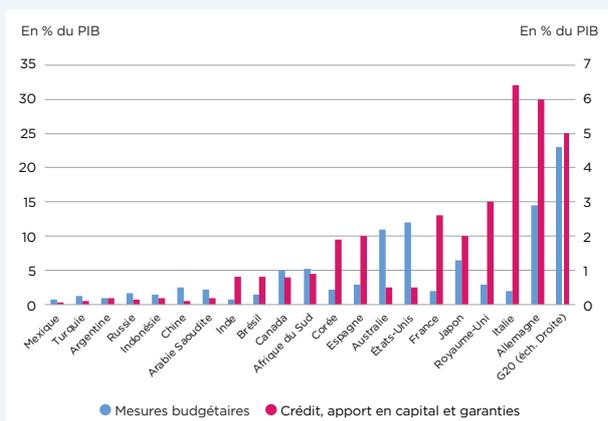
En effet, l'étude détaillée des plans de soutien à travers le monde montre que certains secteurs et certaines entreprises ont été privilégiés. Par exemple, aux États-Unis des prêts ont été faits aux entreprises affectées par la crise comme l'aéronautique et la sécurité nationale et des aides ont été versées aux agriculteurs; l'Allemagne s'est engouffrée dans la brèche ouverte par l'assouplissement des règles européennes sur les aides d'État pour fournir des fonds propres aux entreprises en difficulté; en France les plans sectoriels se multiplient (automobile, culture, restaurateurs...); en Espagne, en Italie et en Malaisie, les entreprises du tourisme sont aidées; au Portugal, il faut y ajouter le textile-habillement et le bois; en Suisse, les entreprises culturelles, les manifestations sportives et les producteurs de viande; au Royaume-Uni, les entreprises de loisirs, les hôtels et les boutiques; en Chine, la production automobile nationale et électrique est soutenue par des subventions à l'achat; en Inde, la pêche, la culture de plantes médicinales, les entreprises d'électricité. Parallèlement, les banques centrales, en particulier la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne, achètent des dettes d'entreprises. Le signal prix envoyé par les rendements obligataires et par les actions est donc totalement

faussé, en particulier dans les secteurs privilégiés de l'intervention étatique. De plus, cela modifie les prix relatifs de production.

L'effet conjugué des distorsions de concurrence engendrée par les aides publiques, la chute de l'investissement, les distances sanitaires à res-

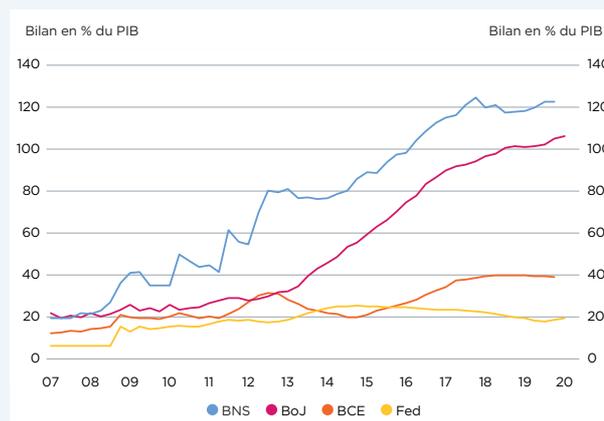
pecter qui n'ont pas le même impact selon les secteurs, les restrictions à l'exportation de certains biens agricoles, les dysfonctionnements des chaînes de valeur peut conduire à une augmentation des prix de production et de certains prix relativement à ceux des biens pour lesquels la demande restera faible et contrainte.

Des plans de relance de grande ampleur



Sources : Governments, IMF, Edmond de Rothschild Economic Research

Une forte augmentation de la base monétaire



Sources : Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

UN POLICY-MIX FAVORABLE AUX ÉTATS-UNIS ?

L'analyse sectorielle est particulièrement importante pour appréhender le rythme de la reprise, car l'impact du respect des mesures de distances sanitaires sur le chiffre d'affaires diffère en fonction des secteurs. Toutefois, les caractéristiques macro-économiques d'avant crise et les plans de relance permettent eux aussi de mesurer la capacité de rebond des économies.

La plupart des pays sont entrés dans la crise avec un écart de production (output gap) proche de zéro, mais cette similitude ne reflétait pas les différences de situation entre les pays de la zone euro ni avec les États-Unis. L'écart de production était de -0.8 % aux États-Unis et de -0.1 % en zone euro comme en Chine en 2019, selon nos calculs. Toutefois, depuis 2010, le PIB potentiel a augmenté de 18 % outre-Atlantique quand il n'a cru que de 10 % en zone euro, surtout grâce à une contribution importante de l'Allemagne. Ainsi, le potentiel de vitesse de rattrapage est supérieur aux États-Unis et en Allemagne, où par ailleurs, les plans de relance sont plus conséquents. En Suisse, l'output gap était de 0.3 en 2019. Selon nos calculs, l'écart de production qui persisterait fin 2021 serait moins important aux États-Unis et en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro ou en Chine. Premièrement, l'ampleur du plan de relance est sans commune mesure (14 % du PIB hors garanties aux prêts et interventions de la Réserve

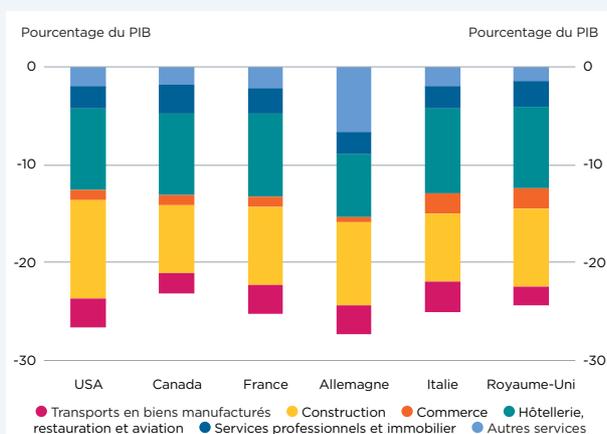
fédérale). Deuxièmement, le comportement d'épargne de précaution est moins marqué. Troisièmement, non seulement la banque centrale américaine est massivement intervenue sur le marché des dettes d'entreprises pour limiter les faillites d'entreprises liées au refinancement, mais elle a aussi mis en place avec le Trésor américain un véhicule hors bilan afin de racheter les prêts accordés par les banques aux PME et garanties par la Small business administration (SBA). Cela va permettre aux banques de continuer à prêter lors de la phase de redressement alors que les faillites engendreront une hausse des créances douteuses (Non-performing loans). Quatrièmement, les États-Unis sont entrés dans la crise avec un stock de capital rajeuni par des mesures de politique économique ciblées et une accélération de la productivité. Cinquièmement, l'incitation à retravailler va être forte, car l'augmentation des indemnités chômage de 600 dollars par semaine est beaucoup limitée dans le temps qu'en Europe par exemple et fortement dégressive à partir du 31 juillet 2020. Cela pourrait engendrer une pression à la baisse sur les salaires, mais contribuer à une reprise plus rapide du marché du travail. Dernièrement, la perte durable de PIB serait alors très faible. Nous prévoyons donc un recul limité du PIB américain en 2020 (-3.7 %) et un rebond correspondant en 2021 (2.2 %).

En Chine, l'activité continuerait d'être limitée par l'orientation politique. Lors de la session annuelle du Parti communiste qui avait été

décalée de mars à mai à cause de la pandémie de Covid-19, le Premier ministre Li Keqiang a déclaré que si la croissance économique était très importante, l'objectif du Président de doublement du PIB par habitant entre 2010 et 2020 serait presque atteint avec une croissance du PIB de 1 % en 2020 et totalement atteint avec une croissance de 5 %. De plus, le traditionnel objectif de croissance a été abandonné. Cela conforte notre dernière prévision selon laquelle, Xi Jinping n'engagera pas de plan de relance massif avant les élections présidentielles américaines afin de ne pas soutenir la croissance mondiale et d'aider ainsi Donald Trump. Depuis

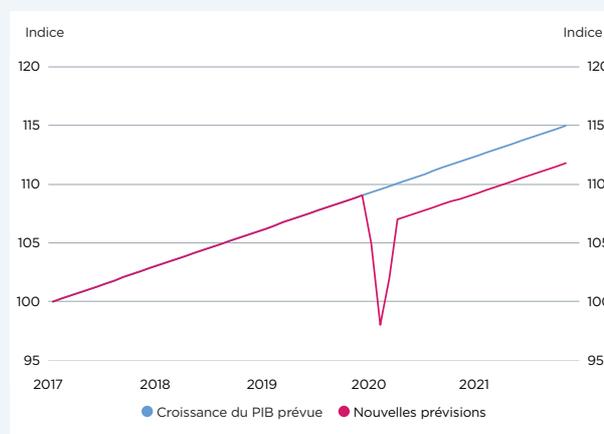
début avril 2020, l'administration américaine n'a cessé de prendre des mesures visant à réduire l'accès aux étrangers et en particulier à la Chine, à la technologie américaine. Nous anticipons donc une croissance de 2 % en 2020 et une reprise dynamique en 2021 lorsque les mesures de soutien public auront produit leur effet (le déficit public devrait atteindre 3.6 % fin 2020 au li des 3 % prévus en début d'année. Par ailleurs, le plan de soutien a surtout consisté en des mesures monétaires en faveur du secteur privé qui devrait avoir un impact exponentiel au fur et à mesure de la reprise.

L'impact direct est particulièrement élevé sur les activités de loisirs



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Le niveau du PIB mondial pourrait rester inférieur à celui qu'il aurait atteint sans crise



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

DES PRESSIONS DÉFLATIONNISTES

Les prix à la consommation ont fortement chuté dans les pays développés comme émergents. Le recul des prix du pétrole, à un plus bas historique, a pesé sur les indices d'inflation comme sur les prix à la production. Parallèlement, la demande a plongé en particulier pour les biens et services non essentiels comme pour les vêtements, les chambres d'hôtel et les billets d'avion, mais les perturbations d'approvisionnement ont entraîné une hausse des prix de certains produits d'épicerie, notamment de la viande et des produits frais. Ainsi, **les prix relatifs de biens et services devraient rester durablement modifiés**. De plus, **l'offre comme la demande resteraient contraintes par la hausse du chômage et le recul des revenus qui en résulte, la distance sociale, les restrictions aux frontières et la persistance de l'incertitude**.

Certes, une partie de l'épargne forcée due aux mesures de confinement va soutenir la consommation comme la faiblesse des prix de l'essence une fois les mesures de confinement levées, mais l'épargne de précaution pourrait rester élevée

dans un contexte sanitaire incertain, un environnement de taux d'intérêt faibles et de taux de chômage élevé.

En revanche, la remontée des prix du pétrole même modeste que nous anticipons à 54 dollars fin 2020 pourrait accroître les coûts de production alors que la mise en place des mesures sanitaires les a déjà fait progresser. L'effet ciseau pourrait être particulièrement fort dans des secteurs où le chiffre d'affaires est contraint par la mise en place de mesure visant à garantir une certaine distance. Si les prix à la consommation peuvent augmenter, leur hausse devrait être limitée par la faiblesse de la demande. Le niveau de chômage plus élevé que nous anticipons en 2021 en zone euro, aux États-Unis comme en France devrait peser sur le revenu comme sur la croissance des salaires.

À ce stade, l'augmentation des bilans des banques centrales reste dans le système financier et a pour objectif d'une part de fournir de la liquidité aux banques à moindres coûts afin de limiter les restrictions de crédit et des fail-

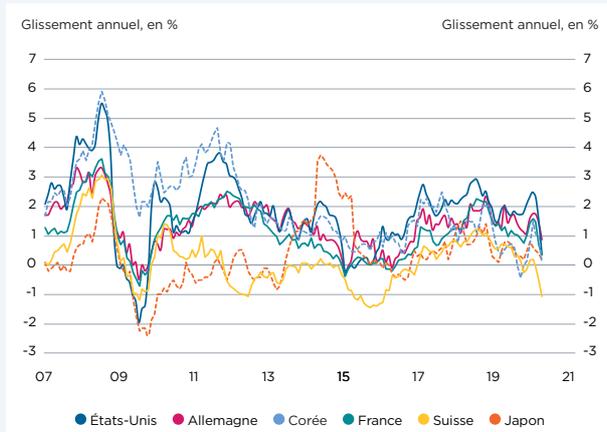
lites en nombre. D'autre part, les achats de titres ont pour conséquence une réduction de la prime de risque et le maintien de taux d'intérêt de long terme à un faible niveau. Enfin, les «forward guidances» garantissent la persistance de taux d'intérêt de court terme et donc influencent elles aussi les taux à long terme. **Bien sûr, si les capacités de production étaient pleinement utilisées et que la vitesse de circulation de la monnaie accélérât fortement, une inflation pourrait apparaître comme le résultat d'un phénomène monétaire.** Mais la hausse du taux de chômage et la pression à la baisse sur les salaires qu'elle exerce réduisent significativement la probabilité d'une inflation à cause d'une augmentation de la masse monétaire. Quant au risque d'éclatement de bulles d'actifs financiers, les banques centrales et les conseils de stabilité financière nationaux ont déjà prévu qu'ils mettraient en place des mesures macro-prudentielles pour les éviter.

En revanche, les banquiers centraux ont été tellement loin dans le soutien à l'activité économique et la modification du prix relatif des actifs que le risque de perte de crédibilité et de **défiace monétaire** est réel, selon nous. **Dans un tel scénario, l'épargne investie serait amputée par la chute de la valeur des avoirs plutôt que par une hausse des prix.** Par ailleurs, en cherchant à éviter les risques de liquidités sur les marchés, les banques centrales deviennent un acteur financier important et évincent les autres intervenants. **Le prix ne reflète alors plus le résultat des échanges** (*loss of price discovery*). Enfin, comme nous l'avons déjà démontré,

les prix relatifs des actifs sont artificiellement modifiés et la prime de risque compressée. Cela conduit à un effet de levier excessif et pousse les institutions financières à pratiquer de la transformation de maturité «*maturity transformation*» c'est-à-dire à emprunter de l'argent sur des délais plus courts qu'elles ne prêtent de l'argent. Cela déstabilise les fonds de pension et les fonds de prévoyance et remet en question les modalités de fonctionnement des assureurs et des banques. En mars dernier, la Réserve fédérale a dû intervenir massivement pour contrer la pire crise d'illiquidité sur le marché du dollar. Elle a injecté 2331 Mds de dollars et 12 mesures exceptionnelles de soutien aux marchés clés du financement en dollar ont été prises. Parallèlement, de nombreux accords de swaps ont été conclus avec de grandes banques centrales des pays développés comme émergents.

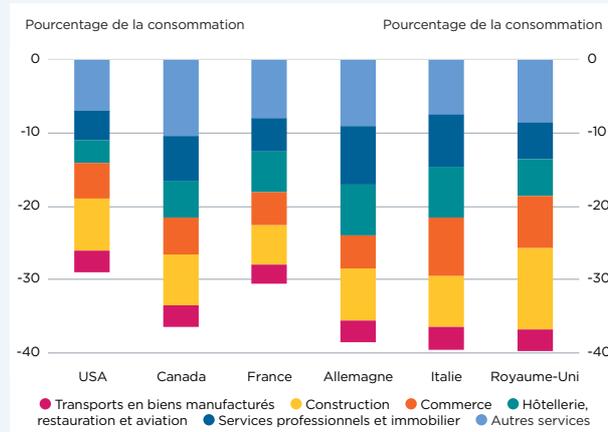
La persistance de taux d'intérêt faibles et la poursuite de l'ajustement par les quantités plutôt que par les prix restent donc notre scénario central. Bien sûr, nous pourrions être surpris par une adaptation des acteurs économiques et des consommateurs plus rapide que ce que nous anticipons à ce stade et par l'influence positive de la création du plan de relance européen «Recovery Fund» sur le redressement des anticipations d'inflation de la zone euro. Mais le vieillissement commun à l'Europe et à la Chine ainsi que la chute des revenus récents renforce la théorie du paradoxe de l'épargne (*paradox of thrift*) c'est-à-dire son impact dépressif sur la demande. De plus, la faiblesse de la productivité limite les perspectives de hausse de salaire.

Le recul des prix est impressionnant



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

La consommation va rester contrainte par les mesures sanitaires et l'incertitude



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

NOS POINTS D'ATTENTION

La réactivité des banques centrales et des gouvernements a permis de socialiser les pertes et d'éviter que la crise économique ne se transforme en crise bancaire et financière. Mais elle a introduit de nouvelles incertitudes. L'objet n'est pas de les énumérer ici, mais de présenter celles qui nous semblent les plus dangereuses pour les investisseurs. L'attention est focalisée sur la hausse de l'endettement et le risque d'inflation. **Toutefois, l'éviction des investisseurs privés par les États et les banques centrales des marchés d'actifs comme la perte d'information des prix qu'elle engendre sont une source de volatilité et de risque de perte en capital** beaucoup plus inquiétante, me semble-t-il. En effet, elles sont plus difficilement appréhendables et mesurables, ce qui d'ailleurs facilite le consentement des épargnants et des retraités à la politique menée actuellement.

RISQUE BANCAIRE

Une partie des garanties de prêts est apportée par les banques. En conséquence, **une augmentation du nombre de faillites d'entreprises pourrait engendrer une hausse des créances douteuses et un resserrement des conditions financières**. Si la réserve fédérale a anticipé ce problème en achetant 95 % du montant des prêts faits aux PME par les banques et garantis par la Small business administration (SBA), ce n'est pas le cas de la Banque centrale européenne. D'ailleurs, l'Autorité bancaire européenne (ABE) anticipe une forte dégradation de la qualité des actifs détenus par les banques en

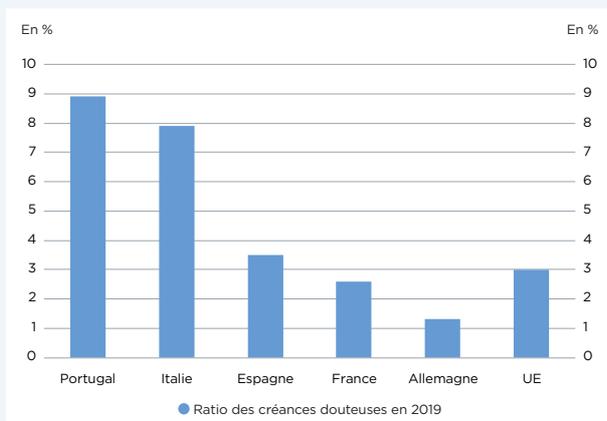
raison de la crise sanitaire et a demandé «une recapitalisation de précaution sur le modèle du TARP» (Trouble asset relief program). La création d'une «bad bank» serait aussi de nature à réduire la prime de risque qui pourrait remonter sur le secteur bancaire européen.

CHUTE INQUIÉTANTE DE L'INVESTISSEMENT

Non seulement la persistance d'une demande sous contrainte et l'incertitude vont limiter les investissements à court terme. Mais les remboursements des prêts de trésorerie, des dettes contractées pour renforcer la liquidité et l'augmentation des coûts de production auront un effet durablement négatif sur l'investissement. Il faut aussi y ajouter le prix unique du risque et sa sous-tarification pour les prêts garantis par les États. Ces prêts constituent également une désincitation à accroître les fonds propres. Par ailleurs, les agences de notation ont déjà commencé à dégrader les notations des dettes d'entreprise. S'ajoutent les tensions éventuelles au moment du refinancement des dettes de certains secteurs comme l'hôtellerie et la restauration qui doivent refinancer 20 % de leurs 33.5 milliards d'euros de dette d'ici fin 2020 et 50 % d'ici fin 2022, selon la BCE.

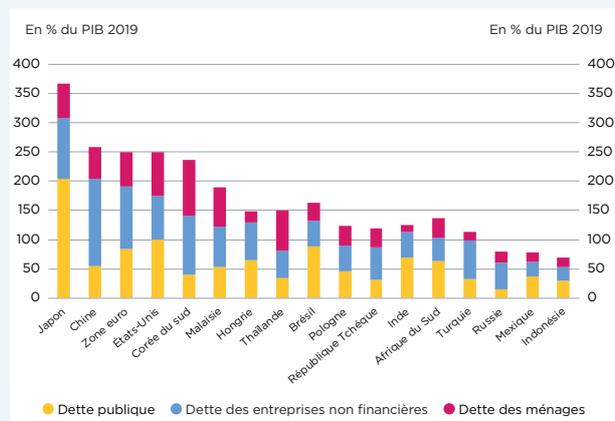
Si la chute de l'investissement a un impact négatif immédiat sur la croissance en diminuant la demande agrégée, elle engendre également un vieillissement du stock de capital et donc une diminution de la rentabilité marginale du capital.

Les créances douteuses pourraient se multiplier...



Sources: EBA, Edmond de Rothschild Economic Research

La hausse de l'endettement pèse sur l'investissement



Sources: Banque des règlements internationaux, Edmond de Rothschild Economic Research

Elle ralentit également le rythme de l'accumulation du capital et pèse sur le potentiel de croissance. Or les économies de la zone euro sont entrées dans la crise avec un déficit d'investissement privé et public important. Le risque est donc que le processus cumulatif génère une baisse durable du rendement des investissements, le maintien de taux bas pendant une longue période et l'alimentation d'un cercle vicieux dépressif. Bien sûr, la création d'un fonds de relance européen pourrait éviter un tel enchaînement. En effet, le fonds «Next generation EU» de 750 milliards d'euros dont 500 milliards de subventions et 250 milliards de prêts a pour vocation de soutenir les investissements publics, l'investissement dans le numérique et la transition énergétique notamment. Pour une fois, il ne s'agit pas de gérer le problème de la liquidité des dettes passées, mais d'investir pour accroître le rythme de croissance à venir. Par ailleurs, 60 % des sommes doivent être engagées avant fin 2022 et le reste avant fin 2024 alors que l'Union européenne empruntera à long terme. Mais la croissance potentielle est tellement affaiblie par le vieillissement en Europe que cette avancée incontestable de cohésion européenne devrait s'avérer insuffisante. Dès lors, **le ratio de dette publique en pourcentage du PIB devrait rester supérieur en zone euro une fois la reprise engagée, malgré l'ampleur du plan de relance allemand.** La question des dettes publiques et de leur financement devrait alors continuer à retenir l'attention des investisseurs et alimenter l'incertitude.

L'ASIATISATION DES PAYS ÉMERGENTS

Les pays émergents et en développement font face à de multiples chocs. **Premièrement**, les pays exportateurs de matières premières subissent une chute du prix des matières premières (30 % depuis le 1er janvier pour les matières premières hors énergie et -42 % pour le Brent en dollar). Or la plupart des pays émergents hors Asie non seulement ont accru leur part d'exportations de matières premières par rapport à leurs autres types d'exportations, mais aussi leur dépendance à la Chine et à ses satellites. **Deuxièmement**, les pays émergents particulièrement dépendants de la Chine sont confrontés à un fort ralentissement de la demande qui leur est adressée. Par exemple, la part des exportations brésiliennes vers la Chine est passée de 5 % à près de 30 % depuis 2005 alors que ses exportations de matières premières représentent désormais 52 % de ses exportations totales contre 22 % en 2000. **Troisièmement**,

les exportations des pays asiatiques sont, quant à elles, freinées par la faible croissance de l'Europe et des États-Unis qui représentent un tiers de leurs ventes totales à l'étranger, et en particulier par la chute de l'investissement qui est plus intensif en importations. **Quatrièmement**, une part importante de la population des pays émergents dépend du tourisme (un quart de la population en Indonésie, Malaisie, Brésil et Mexique) sans compter l'économie informelle. Or les restrictions aux frontières devraient persister jusqu'à fin 2020. **Enfin**, ces pays font face à une pénurie de dollars due à la forte demande d'actifs sûrs et de dollars alors que l'entrée de devises est réduite par l'arrêt du tourisme et le recul des investissements directs étrangers.

Les pays à fort déficit courant sont ainsi particulièrement vulnérables à une crise de leur balance des paiements à cause de la chute des flux entrants et de la dépréciation de leur monnaie. Par ailleurs, les agences de notation ont déjà commencé à abaisser la notation de certaines dettes souveraines ou à dégrader les perspectives comme pour l'Inde, la Bulgarie, la Mongolie, l'Argentine, le Sri Lanka. Les pays dont la monnaie a le plus reculé par rapport au dollar sont l'Afrique du Sud, le Brésil, le Mexique, la Colombie, la Russie, la Turquie et le Chili. Certes, la Réserve fédérale a mis en place des lignes de swap avec le Brésil et le Mexique notamment, mais les réserves de change sont concentrées en Asie et au Moyen-Orient. De plus, 100 pays ont demandé assistance au Fonds monétaire international (FMI) qui fournit trois sortes de liquidités. Le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et la Pologne ont eu accès à la ligne de crédit illimitée créée en 2009 ; le Maroc a demandé des fonds via la ligne de précaution (Precautionary liquidity line) et le reste des pays a préféré la ligne de court terme.

Toutefois, **la reprise asiatique même graduelle devrait soutenir les exportations des pays exportateurs de matières premières** comme l'augmentation des dépenses publiques annoncées par la Chine dont les effets devraient être particulièrement visibles en 2021, selon nos prévisions. Mais le risque de contrôle de capitaux et de défauts pourrait persister.

En ce qui concerne le développement des chaînes de valeurs régionales plutôt qu'inter-régionales que nous anticipons, l'effet sur le commerce mondial devrait être limité, car une augmentation des flux régionaux va se substituer à certains flux entre l'Asie et les pays développés sans pour autant que le volume structurel des échanges de biens diminue.

DISTINGUER LE STRUCTUREL DU CONJONCTUREL

Certaines filières étaient déjà mises à mal par l'évolution de la demande environnementale. Le secteur automobile européen était encore en phase d'ajustement face aux nouvelles normes de pollution et à la réorientation de la demande chinoise vers l'électrique produit nationalement. La Chine vient d'ailleurs de mettre en œuvre une subvention aux achats d'automobiles électriques produites en Chine. L'aéronautique n'avait pas pris le virage environnemental et les modèles de développement du tourisme étaient, dans beaucoup de pays, insoutenables. La crise que traversent ces secteurs pourrait donc durer, même si la demande asiatique devait redémarrer une fois les restrictions aux frontières levées. Toutefois, contrairement aux crises précédentes,

la demande se déforme en faveur des biens manufacturiers, ce qui pourrait soutenir les services aux entreprises.

Les mesures de confinement ont accéléré la généralisation des technologies de travail à distance et valorisé les pays qui avaient investi dans les infrastructures en nouvelles technologies d'information et de communication. Mais cette accélération renforce l'exclusion de ceux qui n'ont ni les moyens ni la possibilité d'utiliser ces technologies. Dès lors, la valorisation de ces outils devrait s'accompagner, selon nous, d'une demande en investissement en capital humain plus importante, afin de faciliter la diffusion des innovations et des nouveaux modes de production. Par ailleurs, cela accroît encore l'écart entre l'Asie mieux outillée en infrastructure de réseaux et les autres émergents.

INFLATION OU PAUPÉRISATION ?

Les premières statistiques publiées depuis la fin des mesures de confinement observées en Asie confortent les conclusions théoriques des modèles d'évaluation de l'impact des épidémies de grippe et nos premières projections faites le 2 mars dernier.

La demande devrait être durablement affectée par la chute des revenus même si les gouvernements ont mis en place des mesures de soutien. Les mesures de distance devraient limiter la consommation de services tant qu'un médicament ou un vaccin n'aura pas été trouvé. Selon nos prévisions, le taux de chômage devrait rester supérieur à 6 % en 2021 aux États-Unis et à 8 % en zone euro et un écart de production persistera fin 2021.

L'équipement sanitaire va accroître les coûts de production dans l'industrie manufacturière et la distance va diminuer le chiffre d'affaires des entreprises de services à la clientèle qui devront licencier pour ajuster leurs coûts. Les ruptures de chaînes de valeurs ont également engendré une hausse des coûts de production.

Les mesures de confinement et de travail à distance ont perturbé le travail des statisticiens qui ont plus de difficultés à relever les prix et à évaluer l'impact réel de la pandémie sur l'activité économique. Or les plans de soutien et de relance ont été calibrés sur les premières évaluations statistiques faites dans ces conditions. De plus, les gouvernements interviennent directement dans la valorisation des entreprises en

augmentant leurs fonds propres, en prêtant à des taux non différenciés et en achetant certaines obligations d'entreprises.

Compte tenu de ces hypothèses et de nos modèles, nous anticipons un redressement très progressif de l'activité économique en particulier en zone euro. Bien évidemment, les prévisions devront être modifiées si un médicament était trouvé ou si la menace disparaissait, mais dans ce cas les déséquilibres de l'économie mondiale «pré-pandémie» constitueraient toujours une limite à la progression de la croissance tant dans les pays développés qu'émergents. En décembre dernier, nous anticipions un ralentissement de l'économie mondiale à cause de celui des États-Unis et de la persistance des tensions sino-américaines. De plus, la Chine avait décéléré sa croissance à 6 % fin 2019, afin notamment de ne pas soutenir la croissance américaine. Cela avait pesé sur le prix des matières premières et limitait donc déjà les perspectives de croissance des pays émergents. Ensuite, la campagne présidentielle américaine est une source supplémentaire d'incertitude. Enfin, dans un tel scénario, les banques centrales multiplieraient les mesures macro-prudentielles de restriction de crédit et les entreprises devraient rembourser les «prêts Covid». Ainsi, la balance des risques est donc plutôt déflationniste selon nos prévisions. Mis à part l'inflation, l'autre moyen de réduire l'endettement est la répression financière. Le risque alors est celui de la défiance monétaire et de la perte de crédibilité de la monnaie.

NOS PRÉVISIONS 2020 - 2021

CROISSANCE

Croissance PIB en volume (%)	2017	2018	2019	2020f						2021f			
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
États-Unis	2.4	2.9	2.3	0.3	-7.9	-4.1	-2.8	-3.7	-5.7	-1.5	6.9	2.2	3.9
Zone euro	2.7	1.9	1.2	-3.3	-12.5	-7.4	-4.7	-7.0	-6.9	0.2	11.2	4.5	4.8
France	2.4	1.8	1.5	-5.0	-14.2	-9.1	-5.8	-8.6	-8.3	0.8	11.6	5.3	5.9
Allemagne	2.8	1.5	0.6	-2.3	-9.2	-5.6	-3.2	-5.1	-6.0	-0.1	8.2	3.4	4.5
Espagne	2.9	2.4	2.0	-4.1	-14.6	-10.4	-8.0	-9.3	-7.5	-1.7	10.6	4.0	5.0
Italie	1.7	0.7	0.3	-5.4	-15.2	-10.2	-7.6	-9.6	-9.0	-2.2	9.9	3.1	5.5
Europe hors zone euro	2.5	1.9	1.3	-	-	-	-	-8.0	-6.7	-	-	3.4	5.4
Royaume-Uni	1.9	1.4	1.4	-1.6	-19.0	-15.0	-8.0	-10.9	-7.8	1.0	13.0	7.8	5.5
Suisse	1.8	2.8	1.0	-1.3	-17.1	-10.1	-4.9	-8.4	-5.3	-0.2	18.2	8.6	3.9
Japon	2.2	0.3	0.7	-2.0	-8.0	-7.5	-1.0	-4.6	-4.9	0.0	3.5	2.0	2.4
Émergents	4.9	4.7	4.0	-	-	-	-	-1.0	0.3	-	-	4.6	6.4
Chine	6.9	6.7	6.1	-6.8	0.1	3.6	11.1	2.0	1.8	17.5	12.8	11.2	8.0
Brésil	1.1	1.1	1.2	-0.3	-17.0	-6.3	-5.0	-7.2	-4.7	-1.0	7.0	2.8	3.2

* Consensus

INFLATION

Indice des prix à la consommation (%)	2017	2018	2019	2020f						2021f			
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
États-Unis	2.1	2.4	1.8	2.1	0.3	0.2	0.2	0.7	0.8	0.5	1.8	1.5	2.3
Zone euro	1.5	1.8	1.2	1.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.7	0.9	0.9	1.2
France	1.2	2.1	1.3	1.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.8	1.0	1.2	1.1
Allemagne	1.7	1.9	1.4	1.6	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1.1	1.2	1.5
Espagne	2.0	1.7	0.8	0.7	-0.8	-0.6	0.0	-0.2	0.1	0.4	0.6	0.7	1.1
Italie	1.3	1.2	0.6	0.2	-1.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.4	0.7	0.8	0.8
Europe hors zone euro	1.3	2.3	1.7	-	-	-	-	0.2	0.4	-	-	1.6	1.8
Royaume-Uni	2.7	2.5	1.8	1.7	0.4	0.4	0.7	0.8	0.9	0.6	1.3	1.3	1.5
Suisse	0.5	1.0	0.4	-0.1	-1.3	-1.2	-0.9	-0.9	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.3
Japon	1.0	0.3	0.8	0.4	-0.4	-0.4	-0.6	-0.3	0.0	-0.4	0.1	0.0	0.3
Émergents	3.6	4.0	4.0	-	-	-	-	3.0	3.5	-	-	2.7	2.8
Chine	1.6	2.1	2.9	4.9	2.8	1.6	0.6	2.5	3.2	-0.2	0.3	0.6	2.1
Brésil	3.5	3.7	3.8	3.8	2.2	2.5	2.5	2.8	3.7	2.2	3.3	3.1	3.0

* Consensus

POLITIQUE MONÉTAIRE

Taux d'intérêt (%)**	2020f								2021f				
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
États-Unis													
Taux directeur	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.40
Rendement 2 ans	1.39	2.52	1.97	1.11	0.25	0.30	0.40	0.51	0.49	0.40	0.40	0.45	0.56
Rendement 10 ans	2.33	2.91	2.14	1.39	0.65	0.75	0.90	0.92	0.92	1.00	1.05	1.10	1.13
Zone euro													
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	0.00
Rendement Schatz 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.65	-0.65	-0.60	-0.65	-0.69	-0.55	-0.55	-0.50	-0.54
Rendement Bund 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.40	-0.50	-0.50	-0.45	-0.46	-0.44	-0.45	-0.40	-0.35	-0.21
Rendement OAT 2 ans	-0.48	-0.44	-0.59	-0.60	-0.50	-0.50	-0.45	-0.51	-0.52	-0.40	-0.40	-0.35	-0.28
Rendement OAT 10 ans	0.81	0.78	0.13	-0.07	0.00	0.00	0.05	-0.01	-0.02	0.05	0.12	0.20	0.14
Royaume-Uni													
Taux directeur	0.50	0.75	0.75	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10
Rendement 2 ans	0.25	0.75	0.61	0.38	0.00	-0.05	0.00	0.11	0.20	0.05	0.15	0.20	0.34
Rendement 10 ans	1.20	1.41	0.88	0.55	0.27	0.25	0.35	0.36	0.41	0.45	0.50	0.55	0.61
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	-0.75	-0.70
Rendement 2 ans	-0.85	-0.76	-0.83	-0.80	-0.75	-0.75	-0.70	-0.75	-0.79	-0.65	-0.65	-0.60	-0.98
Rendement 10 ans	-0.09	0.00	-0.50	-0.61	-0.70	-0.70	-0.65	-0.66	-0.55	-0.65	-0.60	-0.55	-0.36
Japon													
Taux directeur	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
Rendement 2 ans	-0.17	-0.13	-0.19	-0.16	-0.20	-0.15	-0.15	-0.17	-0.16	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09
Rendement 10 ans	0.06	0.08	-0.09	-0.03	0.00	-0.05	0.00	-0.03	-0.05	0.00	0.00	0.00	-0.03
Pays émergents													
Taux directeur Chine													
Taux de prêt à 1 an	4.35	4.35	4.15	4.05	3.75	3.65	3.55	3.55	-	3.55	3.55	3.55	-
Taux de réserves obligatoires	17.00	14.50	13.00	12.50	12.00	12.00	12.00	12.00	-	12.00	12.00	12.00	-
Taux directeur Brésil	7.00	6.50	4.50	3.75	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00	2.75	3.25	3.75	3.50

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

CHANGE

Taux de change**	2020f								2021f				
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
Dollar													
EUR/USD	1.13	1.18	1.12	1.10	1.10	1.13	1.11	1.11	1.10	1.11	1.10	1.10	1.15
USD/JPY	112	110	109	109	107	108	109	108	108	110	112	112	108
GBP/USD	1.29	1.34	1.28	1.28	1.24	1.25	1.22	1.25	1.26	1.22	1.20	1.18	1.26
USD/CHF	0.98	0.98	0.99	0.97	0.96	0.95	0.97	0.96	0.98	0.97	0.98	1.00	0.95
USD/CNY	6.75	6.62	6.91	6.99	7.10	7.05	7.05	7.05	7.05	6.95	6.90	6.90	6.95
USD/BRL	3.19	3.66	3.95	4.47	5.60	5.80	5.70	5.39	5.21	5.60	5.40	5.20	4.70
Euro													
EUR/JPY	127	130	122	120	118	122	121	120	118	122	123	123	124
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.86	0.89	0.90	0.91	0.89	0.87	0.91	0.92	0.93	0.91
EUR/CHF	1.11	1.15	1.11	1.07	1.06	1.07	1.08	1.07	1.08	1.08	1.08	1.10	1.09

* Consensus | ** Moyenne sur la période



Les États-Unis

devraient souffrir, malgré des plans de soutien exceptionnels

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

En 2019, l'économie américaine a connu une croissance qui a atteint 2.3% en moyenne annuelle en ligne avec la croissance des années précédentes. La crise du Covid-19 et la stratégie de distanciation sociale ont toutefois bouleversé le fonctionnement de l'économie du pays qui s'est quasiment retrouvé à l'arrêt à partir du mois de mars. Cela a provoqué un fort recul de la croissance au 1^{er} trimestre, avec un taux de croissance en glissement annuel de 0.3%, qui se caractérise par une contraction marquée de la consommation des ménages d'un trimestre sur l'autre. Celle-ci représente deux tiers de la croissance du pays et les investissements ont aussi reculé.

Ce mouvement devrait s'amplifier au 2^e trimestre, suite à l'arrêt de l'économie dû à l'expansion de l'épidémie, qui, au moment d'écrire ces lignes, a fait plus de 100 000 victimes aux États-Unis. Nous prévoyons donc que la croissance américaine devrait reculer de 3.7% en moyenne annuelle en 2020, contre -2.5% en 2009 en raison de la crise financière. Contrairement à une crise financière qui porte un coup direct aux investissements, une crise sanitaire commence par frapper le secteur des services, puisque la distanciation sociale a pour effet de limiter les activités qui nécessitent de nombreuses interactions humaines. Dès lors, le premier et plus fort impact serait sur la consommation des ménages, qui est le principal moteur de la croissance et qui devrait connaître un recul historique de 3% en moyenne annuelle, avec un plus bas au 2^e trimestre. L'assouplissement des règles de distanciation sociale devrait permettre par la suite un retour de la consommation et de l'activité économique. Cette dernière, qui est fortement liée à l'investissement des entreprises et à l'investissement immobilier, devrait elle aussi souffrir du fait du quasi-arrêt de l'économie au printemps, mais aussi des incertitudes engendrées par la situation actuelle. En effet, devant cette situation inédite, les entreprises sont très peu enclines à investir ou embaucher. De plus, ce comportement devrait mettre du temps à s'estomper et ce n'est qu'avec un haut degré de certitude qu'elles lanceront des programmes d'investissement, de même pour les ménages au niveau immobilier. Nous prévoyons donc un recul de l'investissement total de 10% en moyenne annuelle. Aussi le commerce extérieur devrait fortement ralentir, avec une baisse des exportations et des importations. Ainsi, nous anticipons que la contribution à la croissance devrait être quasi nul.

L'année 2021 devrait être marquée par un rebond, toutefois insuffisant pour compenser le recul du PIB en 2020. Nous prévoyons donc une croissance de 1.8% en moyenne annuelle qui aurait pour principal moteur une consommation des ménages robuste.

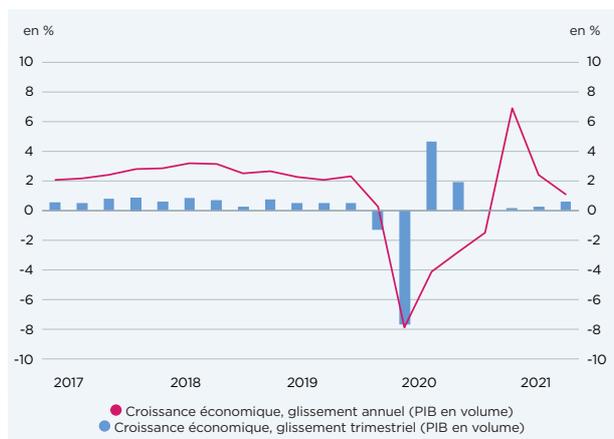
% annuel	2020f									2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	2.4	2.9	2.3	0.3	-7.9	-4.1	-2.8	-3.7	-5.7	-1.5	6.9	2.2	3.9
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-1.3	-7.7	4.7	1.9	-	-	0.1	0.2	-	-
Consommation privée	2.6	3.0	2.6	0.6	-8.1	-3.0	-1.5	-3.1	-6.5	0.5	9.5	3.3	3.9
Consommation publique	0.7	1.7	2.3	2.4	1.6	2.0	1.5	1.9	2.2	1.7	1.2	1.4	1.6
Investissement	4.2	4.6	1.8	-6.6	-15.0	-11.6	-8.3	-10.0	-9.8	-4.1	1.5	2.7	5.4
Investissement en équipement	3.5	-1.5	0.0	-3.4	-11.0	-8.8	-8.5	-8.0	-	-6.0	2.5	-0.3	-
Investissement dans la construction	4.4	6.4	1.0	6.4	-6.0	-10.0	-9.0	-4.5	-	-10.0	8.0	4.6	-
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.1	0.1	-1.0	-0.9	-0.5	0.0	-0.5	-	0.5	0.7	0.4	-
Exportations	3.5	3.0	0.0	-2.9	-18.0	0.3	0.1	-5.1	-7.1	5.0	7.5	5.2	3.3
Importations	4.7	4.4	1.0	-5.8	-9.5	3.0	7.0	-3.8	-9.7	12.0	18.0	9.8	4.2
Balance commerciale (contribution)	-0.4	-0.4	-0.2	0.7	1.0	-0.4	-1.1	0.0	-	-1.6	-2.3	-1.1	-
Balance courante (en % du PIB)	-2.3	-2.4	-2.3	-	-	-	-	-2.1	-2.1	-	-	-2.5	-2.4
Déficit budgétaire (en % du PIB)	-3.4	-4.2	-4.7	-	-	-	-	-13.5	-15.5	-	-	-10.2	-10.0
Dette publique (en % du PIB)	76.0	77.4	79.2	-	-	-	-	98.7	99.3	-	-	103.9	104.7
Chômage (%)	4.4	3.9	3.9	3.8	17.5	12.0	8.0	10.3	11.0	7.0	6.5	6.4	8.1
Inflation globale	2.1	2.4	1.8	2.1	0.3	0.2	0.2	0.7	0.8	0.5	1.8	1.5	2.3
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	0.25	0.4
Obligations souveraines à 2 ans (%)	1.39	2.52	1.57	1.11	0.25	0.30	0.40	0.51	0.49	0.40	0.40	0.45	0.56
Obligations souveraines à 10 ans (%)	2.33	2.91	2.14	1.39	0.65	0.75	0.90	0.92	0.92	1.00	1.05	1.10	1.13

* Consensus

La croissance du 1^{er} semestre 2020...

- Après des années de croissance économique autour de 2% en moyenne annuelle, l'année 2020 devrait être marquée par un net recul de la croissance. La crise du Covid-19 et la stratégie de distanciation sociale ont provoqué un quasi-arrêt de l'économie américaine. Cela devrait très fortement impacter la croissance du deuxième trimestre avec une baisse qui devrait atteindre les -7% en variation annuelle.
- Le rebond au second semestre, qui s'appuierait sur une consommation des ménages et une reprise de l'activité un peu plus vigoureuse, ne devrait pas suffire pour totalement compenser le recul du PIB enregistré au premier semestre. Nous prévoyons qu'il faudra attendre fin 2021-début 2022 pour retrouver un niveau de PIB d'avant-crise.

... devrait connaître un recul historique en 2020

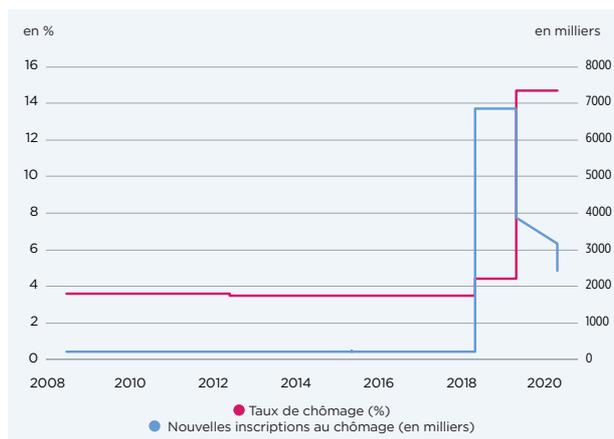


Sources : Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research

Le chômage devrait connaître un pic au 2^e trimestre...

- Après des années de baisse du taux de chômage, les États-Unis font face à une remontée historique du nombre de demandeurs d'emploi. Le taux de chômage a atteint presque 15% en avril et plus de 25 millions de personnes s'y sont inscrites.
- La tendance ne devrait toutefois pas perdurer, et il devrait reculer au cours de l'année 2020, après un pic au deuxième trimestre où il pourrait dépasser les 17%.
- Ensuite, en lien avec l'assouplissement de la distanciation sociale, l'activité devrait redémarrer et les embauches se multiplier. Dès lors, nous anticipons un taux de chômage aux alentours de 8% en fin d'année. Ce taux devrait continuer de décroître tout au long de 2021 pour se trouver entre 5% et 6% en fin d'année 2021.

... avant de connaître une forte décrue

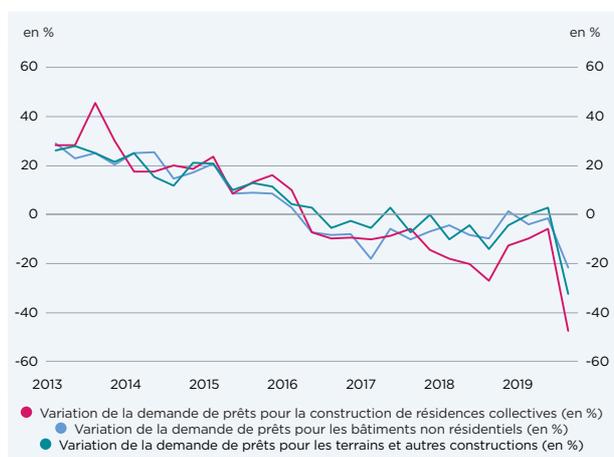


Sources : Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research

L'investissement des entreprises devrait souffrir...

- Face à l'incertitude générée par la crise du Covid-19, les entreprises ont fortement réduit leurs projets d'investissements. Ainsi, les demandes de prêts faites aux banques pour des investissements immobiliers sont actuellement en net recul, et ce, dans tous les secteurs.
- Il faut noter des différences entre les investissements qui ont pour objet de développer des ensembles d'habitations et les investissements industriels. Les demandes pour les premiers reculent d'environ 20% tandis que les deuxièmes connaissent une chute de l'ordre de 40%. Nous prévoyons que l'investissement des entreprises devrait continuer à souffrir dans les trimestres à venir du fait de l'incertitude et de l'impact négatif de l'épidémie. Toutefois, il devrait être plus vigoureux en 2021.

... et ne se rétablir qu'à partir de 2021



Sources : Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research



La zone euro dépassée

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

- › L'activité se contracterait fortement dans tous les pays, mais de grandes disparités s'observeraient
- › Les activités de services devraient encore rester plus affectées que le secteur industriel
- › Les plans de relance ne permettraient pas, à court terme, d'absorber le choc dans tous les pays

La zone euro a été particulièrement affectée par la pandémie de covid-19. Ses effets économiques se sont en premier lieu fait sentir à travers la perturbation des chaînes d'approvisionnement, d'abord en Asie, ensuite en Europe, avec le développement rapide de l'important foyer pandémique du nord de l'Italie, qui est un pôle majeur de l'industrie européenne.

Même s'il faut noter que le secteur manufacturier et celui des services ont été touchés, ce dernier a subi un choc d'une plus grande ampleur. Les transports, le tourisme, la restauration et le commerce de détail ont été parmi les premiers et les plus durement touchés. La progression de la pandémie, surtout dans les pays du Sud et en France, et la mise en place de mesures de limitation de l'activité à divers degrés selon les pays, ont eu un impact déterminant sur l'activité dans les différentes branches. En général, les pays du Nord ont été moins affectés et les mesures restrictives y ont été moins contraignantes. En plus de divergences qui perdureraient entre pays, la différence d'impact et de dynamique entre industrie et services devrait se poursuivre.

La perte d'activité et l'incertitude ont conduit les entreprises à revoir leurs objectifs, ce qui se traduirait par encore moins d'investissement en équipement. L'emploi en pâtirait et le taux de chômage augmenterait encore sensiblement. Ceci pousserait les ménages à la prudence et à privilégier l'épargne. Ainsi, ils réduiraient leurs dépenses et repousseraient leurs projets d'achat d'un bien immobilier. Cela continuerait à peser sur la consommation et les investissements résidentiels, alors que les dépenses des ménages ont de facto été contenues en raison de la fermeture imposée à de nombreux fournisseurs et prestataires de services.

La contraction de la demande en zone euro et dans le reste du monde conduirait aussi à une baisse marquée du commerce extérieur. En Allemagne, qui est davantage exposée, le fait que la demande intérieure résisterait mieux que chez la plupart de ses partenaires européens en particulier pourrait aggraver la contribution du commerce, les exportations se contractant relativement plus que les importations.

En revanche, les dépenses publiques devraient continuer de progresser. D'ordinaire plus stables que les autres composantes du PIB, elles seraient désormais largement soutenues par les différents plans de relance économique adoptés, ou sur le point de l'être, dans la plupart des pays de la zone euro. Les pressions inflationnistes resteraient contenues en raison des moindres tensions sur les prix engendrés par la baisse de la demande et de la chute très marquée des prix du pétrole en mars dernier.

% annuel	2020f									2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	2.7	1.9	1.2	-3.3	-12.5	-7.4	-4.7	-7.0	-6.9	0.2	11.2	4.5	4.8
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-3.8	-9.4	6.2	3.0	-	-	1.1	0.5	-	-
Consommation privée	1.8	1.4	1.3	-3.1	-11.9	-7.0	-4.4	-6.6	-6.2	0.2	9.0	3.6	4.8
Consommation publique	1.3	1.1	1.7	1.2	2.6	1.8	1.4	1.7	2.8	1.1	0.6	0.8	1.5
Investissement	3.7	2.4	5.5	-3.9	-15.0	-8.8	-5.6	-8.4	-7.5	0.3	14.6	5.8	5
Investissement en équipement	4.4	4.3	1.5	-4.3	-16.3	-9.6	-6.1	-9.1	-	0.4	18.2	7.2	-
Investissement dans la construction	3.9	3.3	2.9	-2.3	-8.8	-5.2	-3.3	-4.9	-	0.2	9.8	4.0	-
Variations de stocks (contribution)	0.2	0.0	-0.5	-0.8	-2.5	-1.6	-1.1	-1.5	-	-0.2	2.4	0.8	-
Exportations	5.7	3.3	2.5	-3.8	-14.4	-8.5	-5.4	-8.0	-4.6	0.3	14.0	5.6	6.1
Importations	5.2	2.7	3.8	-3.6	-13.7	-8.1	-5.2	-7.7	-5.7	0.3	13.4	5.4	6.3
Balance commerciale (contribution)	0.4	0.4	-0.5	-0.3	-0.8	-0.5	-0.3	-0.5	-	0.0	0.6	0.3	-
Chômage (%)	9.1	8.2	7.6	7.3	9.1	8.5	8.3	8.3	9.3	8.2	8.2	8.2	8.6
Inflation globale	1.5	1.8	1.2	1.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.7	0.9	0.9	1.2
EUR/USD	1.13	1.18	1.12	1.10	1.10	1.13	1.11	1.11	1.10	1.11	1.10	1.10	1.15
Balance du compte courant (% PIB)	3.1	3.1	2.7	-	-	-	-	3.4	3.0	-	-	3.0	2.9
Solde budgétaire (% PIB)	-1.0	-0.5	-0.6	-	-	-	-	-8.4	-9.5	-	-	-3.6	-4.4
Dette publique (% PIB)	87.8	87.9	84.2	-	-	-	-	100.3	-	-	-	99.3	-
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	0.00
Schatz 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.65	-0.65	-0.60	-0.65	-0.69	-0.55	-0.55	-0.50	-0.54
Bund 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.40	-0.50	-0.50	-0.45	-0.46	-0.44	-0.45	-0.40	-0.35	-0.21

* Consensus

L'évolution de la consommation d'électricité éclairc...

- › Nous anticipons des contractions économiques variables selon les pays. Avec une contraction de 5.1% en 2020, l'Allemagne serait parmi les grands pays le moins affecté, alors que l'Italie, l'Espagne et la France vivraient des récessions records de 9.6%, 9.3% et 8.6%, respectivement. Parmi les éléments clés de l'ampleur de la récession se trouvent la dureté de la pandémie, ainsi que la rigueur des mesures de limitation d'activité et leur durée.
- › L'évolution de la consommation d'électricité permet de jauger l'impact économique: l'activité en Allemagne n'aurait commencé à se contracter qu'après la France et l'Espagne, alors qu'en Italie la contraction avait commencé plus tôt encore. La perte d'activité serait moins prononcée en Allemagne qu'ailleurs en raison de mesures limitatives moins strictes.

La réponse des États est très hétérogène...

- › Les plans de soutien économiques nationaux combinent des mesures budgétaires, qui se composent de dépenses directes ou d'allègement fiscaux, et de garanties de prêts. Ces dernières devraient rassurer les agents économiques, mais ne seraient des dépenses effectives qu'en cas de faillites. Les mesures budgétaires engendreraient davantage de dépenses effectives. Au niveau de la zone euro, les garanties avoisinent les 17% du PIB et les mesures budgétaires près de 7.0%.
- › L'Allemagne paraît être le pays le plus à même de compenser la perte d'activité engendrée par la crise.
- › Le récent plan de l'UE serait appréciable pour les pays du Sud, mais il serait encore difficile à valider en raison de désaccords.

La marge de manœuvre financière est plus étroite...

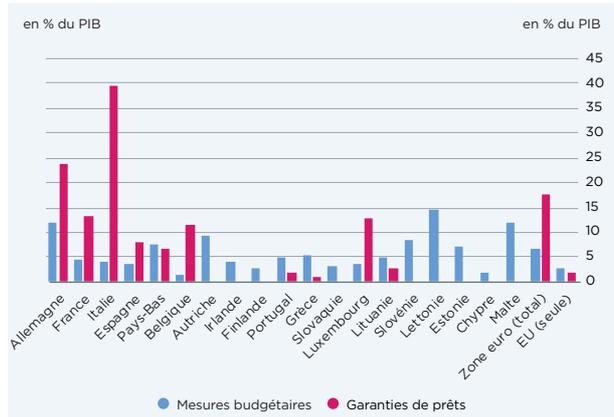
- › Alors que les états devraient être amenés à fortement contribuer à la relance de l'économie, ils feraient face à des pertes de revenus importantes. Le déficit public pour l'ensemble de la zone euro pourrait atteindre 8.4% en 2020 et le recours massif à l'emprunt serait nécessaire. Cela conduirait la dette en zone euro à dépasser les 100%, avec de larges disparités entre pays.
- › Les pays les plus affectés économiquement par la crise sont aussi souvent les moins robustes en termes de finances publiques. Cela limite leur capacité à emprunter, du moins aux conditions les plus avantageuses, malgré la politique de la BCE.
- › Les larges déficits publics occasionnés amplifient le risque de trajectoire difficilement soutenable des dettes publiques.

... sur les divergences entre pays



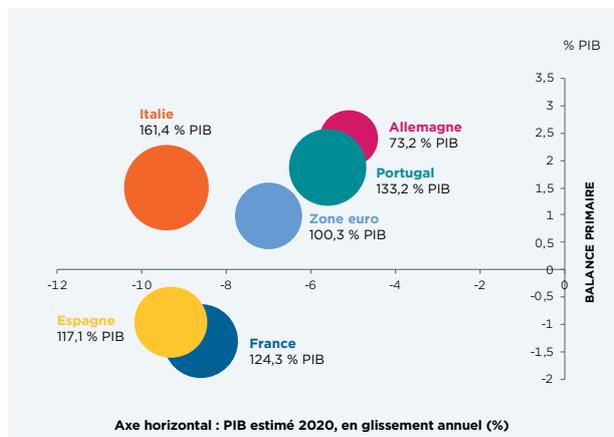
Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

... comme les équilibres entre dépenses et garanties



Sources: FMI, Edmond de Rothschild Economic Research

... pour les pays les plus affectés



Sources: FMI, Edmond de Rothschild Economic Research



L'Allemagne et la France

- › L'Allemagne subirait une récession moins profonde que la plupart des grands pays de zone euro
- › Les mesures de restriction strictes en France engendreraient une perte d'activité importante

L'Allemagne a été moins affectée par la pandémie que les autres grands pays de la zone euro et les mesures de restriction y ont été moins fortes. Les entreprises ont eu largement recours aux mécanismes de chômage partiel, qui ont déjà été éprouvés lors des dernières crises. Cela augmenterait la flexibilité de l'emploi. La résilience de l'économie s'en trouverait renforcée et la hausse du chômage, ainsi que les pertes de compétences, en seraient limitées. Les plans de soutien en Allemagne sont les plus importants déployés en zone euro, représentant 35% du PIB, dont près de 12% en mesures budgétaires.

Nos prévisions pour l'Allemagne				2020f						2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
% annuel													
PIB	2.8	1.5	0.6	-2.3	-9.2	-5.6	-3.2	-5.1	-6.0	-0.1	8.2	3.4	4.5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-2.2	-7.3	4.3	2.4	-	-	0.9	0.5	-	-
Consommation privée	1.6	1.2	1.6	-2.4	-9.7	-5.8	-3.4	-5.3	-3.8	-0.1	7.9	3.2	2.4
Consommation publique	2.4	1.4	2.6	0.9	3.7	2.2	1.3	2.0	2.6	1.5	0.2	0.7	2
Investissement	3.1	3.5	2.7	-2.6	-10.2	-6.1	-3.6	-5.6	-5.6	-0.2	8.7	3.5	3.8
- Investissement en équipement	4.9	4.5	0.8	-4.7	-18.4	-11.0	-6.5	-10.2	-	-0.4	15.7	6.2	-
- Investissement dans la construction	1.5	2.6	3.9	-2.1	-8.2	-4.9	-2.9	-4.5	-	-0.2	7.0	2.8	-
Variations de stocks (contribution)	0.4	0.3	-0.9	-0.8	-1.8	-1.1	-0.9	-1.2	-	-0.3	1.2	0.3	-
Exportations	5.5	2.3	0.9	-3.0	-12.0	-7.2	-4.3	-6.6	-5.0	-0.2	11.6	4.7	3.1
Importations	5.7	3.7	1.9	-2.8	-11.1	-6.6	-3.9	-6.1	-2.3	-0.2	10.8	4.4	3.9
Balance commerciale (contribution)	0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-1.1	-0.7	-0.4	-0.6	-	0.0	0.9	0.4	-
Chômage (%)	5.7	5.2	5.0	5.0	6.1	5.8	5.7	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6	6.1
Inflation globale	1.7	1.9	1.4	1.6	-0.1	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1.1	1.2	1.5
Balance du compte courant (% PIB)	8.0	7.3	7.8	-	-	-	-	7.1	6.1	-	-	6.5	6.0
Solde budgétaire (% PIB)	1.2	1.9	1.4	-	-	-	-	-6.9	-7.2	-	-	1.5	-3.0
Dette publique (% PIB)	65.3	61.9	61.1	-	-	-	-	73.2	-	-	-	71.9	-
Schatz 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.65	-0.65	-0.60	-0.65	-0.69	-0.55	-0.55	-0.50	-0.54
Bund 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.40	-0.50	-0.50	-0.45	-0.46	-0.44	-0.45	-0.40	-0.35	-0.21

* Consensus

La France a été parmi les pays les plus impactés par la pandémie et les mesures limitatives parmi les plus draconiennes. Alors que la gestion de la pandémie a essuyé des critiques, le gouvernement s'est montré réactif dans son aide à l'économie. Le plan de soutien, renforcé récemment, permettrait de mieux absorber l'impact de la crise (4.7% du PIB en mesures budgétaires et 13.4% en garanties de prêts), mais cela péjorerait les finances publiques.

Nos prévisions pour la France % annuel				2020f						2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	2.4	1.8	1.5	-5.0	-14.2	-9.1	-5.8	-8.6	-8.3	0.8	11.6	5.3	5.9
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.3	-9.0	6.3	3.5	-	-	0.7	0.7	-	-
Consommation privée	1.6	0.9	1.3	-4.5	-15.0	-9.6	-6.3	-9.0	-5.9	0.8	11.7	4.9	4.8
Consommation publique	1.5	0.8	1.3	-0.4	4.4	2.8	1.8	2.0	2.4	0.1	1.8	0.8	1.6
Investissement	5.0	2.8	3.7	-8.1	-15.3	-9.8	-6.4	-10.2	-6.4	0.9	13.9	5.9	4.6
- Investissement en équipement	1.4	2.1	3.7	-10.2	-19.1	-12.3	-8.0	-12.8	-	1.1	17.4	7.3	-
- Investissement dans la construction	5.6	2.1	3.3	-7.3	-13.8	-8.8	-5.8	-9.2	-	0.8	12.5	5.3	-
Variations de stocks (contribution)	0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-3.8	-2.4	-1.5	-1.9	-	0.0	1.7	0.6	-
Exportations	4.0	3.5	2.0	-7.4	-16.0	-10.2	-6.7	-9.9	-9.0	1.0	14.5	6.1	5.8
Importations	4.1	1.2	2.3	-5.8	-15.6	-10.0	-6.6	-9.5	-6.1	1.0	14.2	5.9	6.4
Balance commerciale (contribution)	-0.1	0.7	-0.1	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	-	0.0	-0.1	0.0	-
Chômage (%)	9.4	9.0	8.5	8.1	10.2	9.5	9.2	9.3	9.8	9.1	9.1	9.0	9.3
Inflation globale	1.2	2.1	1.3	1.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.5	0.8	1.0	1.2	1.1
Balance du compte courant (% PIB)	-0.7	-0.6	-0.8	-	-	-	-	-0.6	-0.7	-	-	-0.4	-0.6
Solde budgétaire (% PIB)	-2.9	-2.3	-3.0	-	-	-	-	-10.0	-10.7	-	-	-4.1	-4.9
Dette publique (% PIB)	99.8	99.0	100.0	-	-	-	-	124.3	-	-	-	123.0	-
OAT 2 ans	-0.48	-0.44	-0.59	-0.60	-0.50	-0.50	-0.45	-0.51	-0.52	-0.40	-0.40	-0.35	-0.28
OAT 10 ans	0.81	0.78	0.13	-0.07	0.00	0.00	0.05	-0.01	-0.02	0.05	0.12	0.20	0.14

* Consensus



La Chine

Un choc temporaire pour l'offre, mais durable pour la demande

Sophie Casanova
Économiste Banques centrales
s.casanova@edr.com

- › La crise sanitaire a provoqué un choc d'offre et de demande simultané pour l'économie
- › Si la production industrielle pourrait se redéployer, la faiblesse de la demande mondiale...
- › ... et de la demande intérieure, malgré la relance, limiteraient le rebond de l'activité en 2020

En 2019, le ralentissement de la croissance chinoise, amorcé mi-2018, qui résultait de l'intensification de la guerre commerciale sino-américaine et, surtout, de l'affaiblissement de la demande intérieure, s'est poursuivi. Au quatrième trimestre, le PIB a progressé en glissement annuel de 6.0%, ce qui a amené la croissance annuelle à s'établir à 6.2% après 6.8% en 2018.

Au premier trimestre 2020, le choc lié à la crise sanitaire a induit une chute historique de l'activité alors que la Chine a été le premier grand pays affecté par la pandémie. Les mesures de confinement, mises en place en février, ont provoqué un choc d'offre et de demande en paralysant l'appareil productif et en provoquant un fort repli de la demande intérieure. En conséquence, la croissance du PIB a reculé de -6.8% au cours de ce trimestre. Les détails du PIB montrent que si le repli de la production manufacturière a été significatif (-10.2% en rythme annuel au premier trimestre), la baisse de l'activité dans les autres secteurs a été encore plus marquée (-17.5% pour la construction, -14.0% pour les transports et -35.3% pour l'hôtellerie et la restauration).

Le déconfinement progressif qui s'est amorcé courant mars a permis une reprise de l'activité qui demeure toutefois modérée. En premier lieu, si la production industrielle a redémarré, marquant une progression annuelle de +3.9% en avril, ce rythme de croissance demeure inférieur à ceux observés avant la crise sanitaire (+5.8% en 2019). Bien plus, la demande domestique demeure en berne : en avril, les ventes au détail en glissement annuel s'établissaient -7.5% (contre +8.0% en 2019) et l'investissement total était -10.3% inférieur à son niveau de l'année précédente (après +5.7% en 2019). Enfin, si les exportations se sont redressées en avril (+3.5% en glissement annuel), il convient de souligner que leur niveau l'année précédente était faible en conséquence de la guerre commerciale et que cette hausse pourrait résulter de la livraison de commandes antérieures à la crise sanitaire.

En 2020, l'accélération de la croissance chinoise pourrait être limitée. En effet, même si le rythme d'activité industrielle se renforçait avec la réduction des restrictions liées à la crise sanitaire, la faiblesse de la demande mondiale (exacerbée au deuxième trimestre par les mesures de confinement dans la plupart des économies) et l'atonie de la demande intérieure limiteraient ses débouchés, induisant un accroissement temporaire des stocks ce qui, in fine, contiendrait l'ampleur de la reprise.

Bien sûr, les autorités chinoises devraient continuer d'accroître leur soutien budgétaire et monétaire. Mais, comme l'a confirmé la réunion annuelle du Congrès populaire national fin mai, ces mesures devraient demeurer mesurées et notamment ciblées en faveur des PME. Leur efficacité pourrait alors être hypothéquée si l'incertitude, sanitaire et commerciale, perdurait.

% annuel	2017	2018	2019	2020f						2021f			
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	6.9	6.7	6.1	-6.8	0.1	3.6	11.1	2.0	1.8	17.5	12.8	11.2	8.0
Ventes au détail	10.4	8.9	8.0	-18.9	-4.9	2.1	5.9	-4.0	0.9	19.4	14.2	12.7	10.0
Investissements en actifs fixes	8.1	6.2	5.7	-21.7	-4.7	3.7	9.4	-3.3	2.0	25.4	17.6	19.3	6.8
Production industrielle	6.6	6.1	5.8	-8.5	4.1	4.3	4.5	1.1	1.5	22.3	15.5	14.3	8.0
Inflation	1.6	2.1	2.9	4.9	2.8	1.6	0.6	2.5	3.2	-0.2	0.3	0.6	2.1
USD/CNY	6.75	6.62	6.91	6.99	7.10	7.05	7.05	7.05	7.05	6.95	6.90	6.90	6.95
Taux directeurs													
Taux de prêt à 1 an	4.35	4.35	4.15	4.05	3.75	3.65	3.55	3.55	-	3.55	3.55	3.55	-
Taux de réserves obligatoires	17.00	14.50	13.00	12.50	12.00	12.00	12.00	12.00	-	12.00	12.00	12.00	-

* Consensus

Après sa forte chute au premier trimestre...

- › La baisse du PIB chinois au premier trimestre a résulté de la contraction de toutes ses composantes, mais le repli de la consommation a été le plus marqué, cette dernière lui ôtant -4.4 points de croissance.
- › Les données récentes confirment que malgré le déconfinement la consommation des ménages demeure faible. En particulier le glissement annuel des ventes de véhicule était encore à -2.5% en avril après -48% en mars et -82% en février. Bien plus, les ventes en ligne qui avaient crû de 17.2% en moyenne en 2019, n'ont progressé que de +1.7% en avril après avoir baissé de -0.8% en mars et -3.0% en février.
- › La baisse de -3.9% du revenu disponible réel au premier trimestre expliquerait cette atonie. Si l'incertitude demeurait élevée, les ménages pourraient accroître davantage leur épargne, ce qui limiterait le rebond de leur demande.

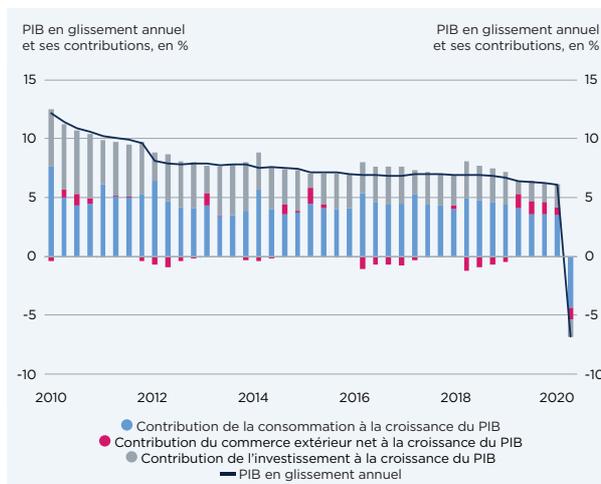
La production a redémarré timidement en avril...

- › L'interruption de l'activité et des échanges liée aux mesures prises suite à la crise sanitaire a induit une hausse significative du niveau de stocks en Chine. À titre d'exemple, les stocks de produits finis s'affichaient en hausse annuelle de 11.8% en mars et encore de 8.0% en avril.
- › Si la réduction progressive des mesures de restriction pouvait permettre une reprise de l'activité industrielle proche de son potentiel, la faiblesse des demandes mondiale et intérieure limiterait la capacité de déstockage, voire pourrait contribuer temporairement à l'accroissement de ces derniers.
- › Ainsi, l'ampleur de la reprise pourrait être grevée au second semestre 2020 si les entreprises ont besoin de réduire leurs stocks.

Les mesures de relance restent ciblées...

- › La réunion annuelle du Congrès populaire national chinois en mai 2020 a montré que si les autorités chinoises entendaient poursuivre la relance, elles continueraient de cibler celle-ci vers les PME et l'investissement en infrastructure afin de ne pas générer de déséquilibres financiers supplémentaires comme en 2008, 2012 et 2016.
- › L'absence de référence à une cible de croissance annuelle du PIB, pour la première fois depuis 1994, l'a confirmé.
- › Si la hausse des quotas d'obligations pour les collectivités locales de 75% en 2020, à 3750Mds yuans, pouvait soutenir l'infrastructure, l'efficacité des mesures en faveur des PME (réductions d'impôts, garanties d'emprunt, hausse de la quantité de crédit et poursuite de l'abaissement de son coût) pourrait être plus incertaine sans amélioration significative des perspectives de demande.

... la consommation pourrait tarder à se reprendre



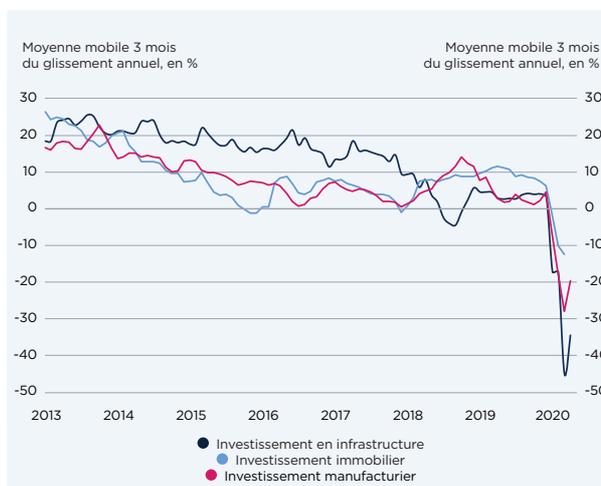
Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

... mais la faiblesse de la demande pèserait



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

... ce qui pourrait limiter l'investissement total



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

FOCUS
SUR...





- › La pandémie a créé un choc inégalé, la demande intérieure étant affectée
- › Face au risque déflationniste, la BNS limiterait la hausse du franc via des interventions...
- › ... et ne réduirait pas son taux afin de soutenir le crédit

En 2019, le rythme d'activité s'est modéré suite au ralentissement de la demande mondiale : malgré un modeste rebond du glissement annuel du PIB au quatrième trimestre (+1.6% après +1.1% le trimestre précédent), sa croissance annuelle s'est établie à +1% après +2.8% en 2018.

En 2020, la crise sanitaire a constitué un choc inédit puisqu'elle a affecté simultanément la demande extérieure et la demande intérieure, contrairement aux chocs externes de 2008 et 2012 lors desquels le dynamisme de la demande intérieure avait été stabilisateur.

La diffusion de la pandémie s'est traduite par une chute des exportations, la demande des pays partenaires se contractant alors que, dans le même temps, le franc suisse, valeur refuge, s'appréciait (+6% depuis juillet 2019 face à ses principaux partenaires). Selon les données mensuelles, les exportations réelles ont chuté, en glissement annuel, de -8.0% au premier trimestre et de -20.4% au mois d'avril.

Parallèlement, les mesures de confinement adoptées en mars ont induit un repli de l'activité et de la demande intérieure. La chute, à son plus bas historique du baromètre KOF (53.2 en mai) le confirme comme l'exceptionnel repli de l'indicateur de confiance des ménages du SECO (à -39.3 au deuxième trimestre, son plus bas niveau depuis 30 ans).

Au cours des prochains trimestres la baisse de l'activité liée à la moindre demande extérieure continuerait alors que 44% des exportations suisses sont à destination de l'Union européenne, 13% vers les États-Unis et 10% vers la Chine. Si les exportations de produits pharmaceutiques pourraient se maintenir, les exportations de produits sensibles au cycle ou à l'appréciation du taux de change devraient continuer d'être affaiblies. À titres d'exemple, les exportations de montres ont baissé en glissement annuel de -81.3% en avril. La chute des revenus liés au tourisme, qui représentait 3% du PIB en 2019, devrait également avoir un impact significatif. Enfin, les recettes résultant des licences et brevets devraient être affectées suite à l'annulation d'événements sportifs internationaux.

Du côté domestique, malgré les mesures adoptées par le Conseil Fédéral, le potentiel de reprise serait limité. Les pertes de revenus pour les ménages liées à la hausse du taux de chômage (à 3.3% en avril contre 2.3% en 2019) et du chômage partiel pourraient les inciter à épargner. La propension à consommer serait aussi bridée par les mesures de précaution sanitaire. Enfin, la baisse du taux d'utilisation des capacités de production et l'incertitude pèseraient sur l'investissement des entreprises.

De fait, le risque déflationniste serait accru puisque la hausse du franc suisse génère des pressions baissières sur les prix et que l'affaiblissement de la demande intérieure pèse également. La BNS fait ainsi face à un nouveau défi. Nous anticipons qu'elle poursuivrait ses interventions sur le marché des changes, si l'incertitude perdurait, pour limiter l'appréciation de sa devise et continuerait à mettre en œuvre des mesures de soutien pour les banques pour qu'elles puissent continuer de prêter malgré l'assèchement des flux de trésorerie.

% annuel				2020f						2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	1.8	2.8	1.0	-1.3	-17.1	-10.1	-4.9	-8.4	-5.3	-0.2	18.2	8.6	3.9
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-2.6	-14.9	8.8	6.2	-	-	1.5	0.9	-	-
Inflation globale	0.5	1.0	0.4	-0.1	-1.3	-1.2	-0.9	-0.9	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.3
EUR/CHF	1.11	1.15	1.11	1.07	1.06	1.07	1.08	1.07	1.08	1.08	1.08	1.10	1.09
USD/CHF	0.98	0.98	0.99	0.97	0.96	0.95	0.97	0.96	0.98	0.97	0.98	1.00	0.95
BNS - Taux dépôts	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.70
Obligations souveraines à 2 ans (%)	-0.85	-0.76	-0.83	-0.80	-0.75	-0.75	-0.70	-0.75	-0.79	-0.65	-0.65	-0.60	-0.98
Obligations souveraines à 10 ans (%)	-0.09	0.00	-0.50	-0.61	-0.70	-0.70	-0.65	-0.66	-0.55	-0.65	-0.60	-0.55	-0.36

* Consensus



- › **L'économie italienne est la plus affectée par la pandémie et la récession serait de 9.46% en 2020**
- › **L'effet sur les finances publiques conduirait à un niveau de dette plus difficilement soutenable**

Le nord de l'Italie fut le premier grand foyer pandémique européen, prenant rapidement de l'ampleur à partir du 19 février, et où les premières mesures de limitation de l'activité ont été implémentées. Le nord du pays représente près des deux tiers du PIB italien et concentre une large part des activités industrielles et financières. En proportion, le pays est l'un des plus affectés par la pandémie au monde, avec plus de 540 décès par millions d'habitants, contre moins de 100 en Allemagne.

L'Italie a été parmi les premiers des grands pays de la zone euro à annoncer un plan de soutien économique. La plus grande partie du plan italien consiste en des garanties de prêts à destination des entreprises (surtout PME), des indépendants et des ménages. Ces garanties de prêts augmentent les mécanismes existants de €400 milliards à un total de €750 mds (40% du PIB), soit en proportion les plus importantes garanties déployées par un pays de la zone euro.

D'autre part, le plan italien se compose de mesures budgétaires, qui conduiraient à une proportion de dépenses effectives plus importante que les garanties de prêts. Un premier volet de mesures budgétaires avait été annoncé en mars pour un montant de €25 mds. En raison des retards et de la mobilisation des entrepreneurs demandant un effort plus important, un second volet a été annoncé le 15 mai pour €55 mds. Ces mesures représentent au total 4.2% du PIB et prévoient notamment :

- › € 60 mds de dépenses de soutien à l'emploi et au revenu des ménages, des reports et réductions d'impôts, ainsi qu'un renforcement du secteur de la santé
- › € 15 mds d'incitations aux entreprises à garder leurs employés, avec les mesures de chômage partiel
- › € 4.5 mds pour les indépendants et les saisonniers

Malgré ce plan de soutien, l'activité devrait se contracter de 9.4% en 2020 et le chômage atteindrait presque 12%. Le déficit dépasserait 11% et la dette pourrait être au-delà de 160% fin 2020.

Ces développements posent la question de la soutenabilité de la dette italienne. L'action de la BCE devrait permettre un maintien plutôt stable des taux souverains italiens à moyen terme. Ainsi, selon nos analyses, si le taux à 10 ans italien ne dépasse pas 1.6% en moyenne après 2021, afin d'éviter un effet boule-de-neige et donc une augmentation mécanique de la dette existante, il faudrait soit que l'inflation atteigne 1.2% pour une croissance du PIB de 0.5% comme attendue fin 2021, soit inversement que cette dernière soit de 0.6% pour une inflation à 1.0% comme attendu fin 2021. Des réformes économiques pourraient contribuer à augmenter le PIB potentiel. D'autre part, alors que la gestion budgétaire italienne est en soi plutôt saine, avec un solde primaire médian de 1.5% sur cinq ans, des réformes visant à accroître le taux de recouvrement d'impôt et d'éventuelles hausses d'impôts pourraient permettre à l'État de ramener sa dette à des niveaux où sa trajectoire serait plus facilement contrôlable. Néanmoins, de telles mesures impopulaires pourraient exacerber les tensions politiques et raviver le risque d'une détérioration des relations avec l'UE et l'émergence de projets visant à retrouver plus de marge de manœuvre monétaire.

% annuel	2020f									2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	1.7	0.7	0.3	-5.4	-15.2	-10.2	-7.6	-9.6	-9.0	-2.2	9.9	3.1	5.5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.3	-10.2	5.9	2.6	-	-	0.9	0.4	-	-
Consommation privée	1.5	0.9	0.4	-6.3	-15.9	-10.0	-8.0	-9.7	-7.7	-2.1	9.7	3.1	3.9
Consommation publique	-0.1	0.1	-0.4	-0.3	3.0	2.0	1.5	1.9	1.0	-0.2	1.0	0.4	1.3
Investissement	3.4	2.9	1.4	-8.8	-21.2	-14.2	-10.7	-13.2	-11.4	-3.3	14.9	4.6	4.2
- Investissement en équipement	6.4	4.0	0.3	-9.2	-22.3	-14.9	-11.2	-13.9	-	-3.5	15.6	4.8	-
- Investissement dans la construction	1.8	2.4	2.6	-8.3	-20.1	-13.5	-10.2	-12.5	-	-3.1	14.2	4.3	-
Variations de stocks (contribution)	0.2	-0.2	-0.7	0.0	-1.4	-1.4	-0.7	-0.9	-	-0.5	0.5	0.0	-
Exportations	6.0	1.7	1.4	-7.5	-18.2	-12.2	-9.2	-11.4	-7.8	-3.1	14.0	4.4	3.6
Importations	6.5	2.8	-0.2	-6.3	-17.4	-11.7	-8.8	-10.9	-7.4	-2.6	12.0	3.8	3.2
Balance commerciale (contribution)	0.0	-0.3	0.5	-0.5	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-	-0.2	0.9	0.3	-
Chômage (%)	11.3	10.6	9.9	9.1	11.6	10.9	10.6	10.5	12.1	10.5	10.5	10.5	11.5
Inflation globale	1.3	1.2	0.6	0.2	-1.1	-0.6	-0.2	-0.4	0.0	0.4	0.7	0.8	0.8
Balance du compte courant (% PIB)	2.6	2.5	2.7	-	-	-	-	3.7	3.4	-	-	2.8	3.1
Solde budgétaire (% PIB)	-2.4	-2.2	-1.6	-	-	-	-	-11.1	-11.0	-	-	-5.8	-5.2
Dette publique (% PIB)	134.0	135.0	137.0	-	-	-	-	161.4	-	-	-	165.2	-
Taux italien 10 ans	2.08	2.60	1.91	1.26	1.75	1.70	1.55	1.57	1.54	1.45	1.50	1.55	1.41

* Consensus



- › La récession en 2020 serait presque aussi marquée en Espagne qu'en Italie
- › Les déboires du secteur du tourisme pèseraient sensiblement sur le rebond de l'économie

L'Espagne compte parmi les pays les plus fortement touchés par la pandémie, si l'on se fie au nombre de décès par million d'habitants, celui-ci atteignant 600 décès, contre environ 540 pour l'Italie. L'importance des mesures restrictives de l'activité a également eu un impact très marqué sur l'économie. Ceci conduirait à une contraction de l'économie de 9.3% en 2020, soit presque autant qu'en Italie alors que la pandémie s'y est déclarée plus tard. Cela s'expliquerait par le fait que les mesures restrictives affectent principalement les services et épargnent davantage le secteur manufacturier. Or, ce dernier ne représente que 12% du PIB espagnol, contre 16.5% du PIB italien. De plus, le tourisme est très sévèrement affecté et la part dans le PIB des activités économiques qui y sont directement et indirectement liées représenterait 15% en Espagne, contre 12% en Italie. Le fait qu'environ 70% des revenus touristiques espagnols sont générés entre mars et septembre illustre l'ampleur du désastre pour ces activités.

Déjà très élevé en Espagne, le chômage devrait remonter rapidement jusqu'à près de 18% avant d'amorcer une décline en seconde partie d'année 2020. Afin notamment de limiter l'impact sur l'emploi, un plan de soutien à l'économie a été adopté en Espagne. En revanche, avec €45 mds de mesures (soit 3.6% du PIB), ce plan compte pour l'instant parmi les plus limités au sein de la zone euro en proportion de la taille de l'économie. D'autre part, des garanties de prêts ont été offertes pour un montant de €100 mds (8% du PIB). Les mesures budgétaires se décomposent notamment en :

- › €19.2 mds pour soutenir les revenus des chômeurs et des ménages en difficulté financière
- › €18.9 mds d'allègements fiscaux et reports d'impôts pour les PME, ainsi que des aides aux indépendants
- › €5.2 mds pour renforcer les services de santé

La récession et la réponse budgétaire qui y est donnée devraient générer un déficit public de 10.1% en 2020, ce qui amènerait la dette à dépasser à nouveau les 100% du PIB pour s'établir à 117%. Malgré cela, la dette espagnole apparaît, selon notre analyse, plus soutenable que la dette italienne en particulier. D'abord, même si contrairement à l'Italie la balance budgétaire primaire espagnole est déficitaire (-0.5%), la dette de l'Espagne reste plus faible et son taux souverain à 10 ans y est plus bas d'environ 0.9% qu'en Italie. La charge d'intérêt y est aussi moindre, à 2.5% du PIB. D'autre part, le potentiel de croissance en Espagne est parmi les plus élevés des pays de la zone euro. Le taux de croissance du PIB espagnol médian sur les cinq dernières années était de 2.9%, contre 1.9% dans l'ensemble de la zone euro. Néanmoins, l'inflation devrait rester faible comme le suggère notre prévision de 0.9% à la fin 2021, ce qui participerait peu à la réduction de la dette en termes réels. Un autre risque pourrait provenir des mesures que pourrait continuer de vouloir adopter la coalition de gauche au pouvoir, avec notamment une hausse des indemnités chômage et de la taxation des hauts revenus et de la fortune. Le potentiel de croissance s'en trouverait limité, comme la capacité de l'Espagne à réduire sa dette.

% annuel				2020f						2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
PIB	2.9	2.4	2.0	-4.1	-14.6	-10.4	-8.0	-9.3	-7.5	-1.7	10.6	4.0	5.0
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-5.2	-10.7	5.4	3.1	-	-	1.3	0.5	-	-
Consommation privée	3.0	1.8	1.1	-4.5	-16.1	-11.4	-8.8	-10.2	-5.8	-1.8	11.7	4.4	4.6
Consommation publique	1.0	1.9	2.3	0.8	2.9	2.1	1.6	1.9	2.0	-0.2	1.1	0.4	1.8
Investissement	5.9	5.3	1.8	-4.9	-17.6	-12.5	-9.6	-11.1	-8.9	-2.1	13.3	4.9	4.8
- Investissement en équipement	8.5	5.7	2.6	-5.9	-21.1	-15.0	-11.5	-13.3	-	-2.5	16.0	5.8	-
- Investissement dans la construction	5.9	6.6	0.8	-3.9	-14.1	-10.0	-7.7	-8.9	-	-1.7	10.6	4.0	-
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-	-0.2	0.6	0.1	-
Exportations	5.6	2.2	2.6	-5.7	-20.5	-14.6	-11.3	-13.1	-3.7	-2.5	16.0	5.9	4.1
Importations	6.6	3.3	1.2	-4.5	-16.1	-11.4	-8.8	-10.2	-7.5	-2.2	13.9	5.2	4.7
Balance commerciale (contribution)	-0.1	-0.3	0.5	-0.5	-1.0	-0.9	-0.9	-1.4	-	-0.2	1.5	0.4	-
Chômage (%)	17.2	15.3	14.1	14.0	17.9	16.9	16.4	16.3	15.7	16.2	16.1	16.1	14.6
Inflation globale	2.0	1.7	0.8	0.7	-0.8	-0.6	0.0	-0.2	0.1	0.4	0.6	0.7	1.1
Balance du compte courant (% PIB)	2.7	1.9	2.0	-	-	-	-	2.8	1.7	-	-	2.1	1.5
Solde budgétaire (% PIB)	-3.0	-2.5	-2.8	-	-	-	-	-10.1	-9.9	-	-	-6.9	-5.5
Dette publique (% PIB)	98.6	98.9	97.8	-	-	-	-	117.1	-	-	-	120.1	-
Taux espagnol 10 ans	1.57	1.43	0.67	0.42	0.79	0.60	0.55	0.59	0.74	0.45	0.50	0.55	0.89

* Consensus



- › **Le Portugal devrait vivre une récession moins prononcée que l'ensemble de la zone euro en 2020**
- › **En dépit d'une détérioration de ses finances publiques, la soutenabilité de sa dette perdurerait**

Le Portugal est parmi les pays européens les moins affectés par la pandémie de covid-19, avec un nombre de décès par million d'habitants d'environ 130, contre plus de 600 pour son voisin espagnol. Les mesures de restriction de l'activité y ont aussi été moins drastiques que dans la majorité des autres pays. En conséquence, nous prévoyons que la récession économique en 2020 serait moins marquée au Portugal (-6.0%) que dans l'ensemble de la zone euro. Le rebond devrait y être moins prononcé qu'au niveau de la zone euro, aussi par ce que les effets sur les activités liées au tourisme devraient perdurer plus longtemps. En effet, ces activités rassemblent au sens large 19% du PIB portugais. De plus, la part du secteur manufacturier, moins affecté que les services par les restrictions imposées en réponse à la pandémie, est plus faible (11.7%) que la moyenne en zone euro (16.3%). En revanche, la construction, qui est très robuste depuis plusieurs années, devrait en particulier demeurer plus résiliente que la plupart des autres secteurs d'activité. Quant à la résilience du secteur bancaire, elle serait meilleure que lors de la crise de la dette européenne compte tenu de son assainissement. Le taux de chômage, qui avait sensiblement baissé ces dernières années, à 6.6% en 2019, devrait connaître une remontée marquée à près de 8.0%. Quant à l'inflation, comme en Espagne et en Italie, elle devrait être négative en 2020.

Afin de soutenir l'économie, le Portugal a déployé un plan (6.8% du PIB) essentiellement composé de mesures budgétaires (5.0% du PIB), le reste étant fait de garanties de prêts à destination surtout des PME. Ces mesures budgétaires se déclinent essentiellement en :

- › € 7.9 milliards de reports d'impôt et de contribution à la sécurité sociale.
- › Un renforcement du système de santé pour € 0,4 md par mois
- › Un soutien aux revenus des employés congédiés et aux familles (€ 0,6 md/mois)

La récession et l'ampleur des dépenses engendrées par le plan de soutien portugais conduiraient à un déficit public de 6.4% du PIB en 2020 et porteraient la dette à 133.2% du PIB, alors qu'elle était de 120% en 2019. Cette détérioration des finances publiques ne devrait toutefois pas remettre en cause la soutenabilité de la dette du Portugal à moyen terme. En effet, en premier lieu, la gestion du budget portugais est saine depuis plusieurs années, avec un surplus primaire ayant atteint 3.2% du PIB en 2019, ce qui permettrait à l'avenir de continuer à compenser la charge de la dette (3.0% du PIB 2019). La dette a aussi eu tendance à se réduire au cours des dernières années, grâce notamment à la diminution des taux souverains. Ces derniers devraient rester faibles, surtout grâce à l'action de la BCE qui permet de contenir l'écart avec le taux allemand. En outre, la maturité de la dette a eu tendance à augmenter au fil des ans permettant aux finances publiques de mieux absorber les chocs de court terme. En dépit d'une inflation qui resterait relativement faible, les finances du Portugal devraient bénéficier d'un taux de croissance économique supérieur à la moyenne de la zone euro. Ainsi, la dette publique devrait pouvoir continuer à décroître mécaniquement.

% annuel	2017	2018	2019	2020f						C*	2021f			
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	Q1f		Q2f	2021f	C*	
PIB	3.5	2.6	2.2	-2.3	-9.2	-6.7	-5.7	-6.0	-4.0	-2.0	6.6	2.6	2.8	
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-3.8	-6.5	3.0	1.8	-	-	1.1	0.6	-	-	
Consommation privée	2.1	2.9	2.3	-1.1	-9.7	-7.0	-6.0	-6.0	-	-2.2	6.9	2.6	-	
Consommation publique	0.2	0.9	1.1	0.5	2.3	1.6	1.4	1.4	-	-0.3	0.8	0.3	-	
Investissement	11.5	5.8	6.3	-0.3	-10.3	-7.4	-6.4	-6.3	-	-2.5	8.0	3.0	-	
- Investissement en équipement	32.9	21.1	12.5	1.4	1.5	1.3	1.6	1.4	-	2.2	2.4	2.6	-	
- Investissement dans la construction	17.6	26.8	-13.0	1.2	1.3	1.0	1.1	1.2	-	0.9	1.5	1.0	-	
Variations de stocks (contribution)	0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-	-0.2	0.4	0.1	-	
Exportations	8.4	4.5	3.7	-4.9	-11.4	-8.2	-7.1	-7.0	-	-2.8	9.0	3.4	-	
Importations	8.1	5.7	5.2	-2.0	-9.9	-7.1	-6.2	-6.1	-	-2.6	8.2	3.1	-	
Balance commerciale (contribution)	0.2	-0.4	-0.6	0.0	-0.7	-0.4	-0.5	-0.4	-	-0.1	0.3	0.1	-	
Chômage (%)	9.0	7.0	6.6	6.7	7.8	7.6	7.4	7.4	6.6	7.3	7.3	7.3	6.6	
Inflation globale	1.6	1.2	0.3	0.5	-0.6	-0.4	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	
Balance du compte courant (% PIB)	1.3	-0.6	0.0	-	-	-	-	0.2	-0.5	-	-	0.2	-0.4	
Solde budgétaire (% PIB)	-3.0	-0.4	0.2	-	-	-	-	-6.4	-4.0	-	-	-1.9	-1.3	
Dette publique (% PIB)	126.0	121.9	120.0	-	-	-	-	133.2	-	-	-	132.2	-	
Taux portugais 10 ans	3.04	1.84	0.77	0.48	0.91	0.80	0.70	0.72	0.62	0.65	0.70	0.75	1.27	

* Consensus



- › Le Brésil est fortement impacté par la crise du Covid-19, il est le deuxième pays en nombre de cas...
- › ... ce qui devrait avoir un fort impact négatif sur l'économie brésilienne...
- › ... et ce, malgré des mesures budgétaires et monétaires exceptionnelles

Au Brésil, l'année 2019 a surtout été marquée par des considérations institutionnelles et la réforme des retraites qui devaient permettre de juguler la forte hausse de la dette publique. Les incessants débats et tractations politiques avaient plus ou moins éclipsé la conjoncture économique du pays. Ainsi, en 2019, la croissance économique devrait avoisiner les 1% suivant la tendance des deux années précédentes (1.3% en croissance en 2017 et 2018). Bien évidemment, la crise du Covid-19 a changé la donne et touche très durement le Brésil. Ainsi, l'impact sur l'économie devrait être très fort et nous prévoyons un recul de la croissance économique de 4.6% en moyenne annuelle en 2020 avec une baisse très marquée aux deuxième et troisième trimestres de cette année (environ -7% et -6% en variation annuelle).

Pour faire face à cette crise, le gouvernement brésilien a décidé d'un plan de soutien budgétaire qui devrait représenter à peu près 8% du PIB et qui vise à aider directement les ménages et les entreprises. De plus, les banques publiques ont pour instruction de faciliter les crédits, afin de soutenir le secteur privé et de prévenir les problèmes de liquidité. Ces mesures budgétaires sont aussi complétées par une politique monétaire active qui s'est traduite par une baisse du taux d'intérêt de la banque centrale. Cette dernière a abaissé au mois de février son taux directeur de 125 points de base à 3% et des accords de swap en dollar ont été conclus avec la Reserve Federal pour 60 milliards de dollars. Enfin, le réal brésilien s'est récemment fortement déprécié s'approchant de 1\$ pour 6 réaux, ce qui devrait soutenir les exportations du pays. Ces mesures de soutien devraient aider l'économie brésilienne et devraient faire sentir ses effets en fin d'année et en 2021. Ainsi, nous anticipons un rebond de la croissance en 2021 qui devrait s'établir à 5% en moyenne annuelle.

Au-delà de la consommation intérieure, le commerce extérieur devrait souffrir et il est peu probable que l'on retrouve la configuration de la crise de 2015-16 où la croissance avait bénéficié d'une forte contraction des importations et d'une bonne tenue des exportations. Dans le cas présent, la crise étant globale, les partenaires commerciaux du Brésil devraient être peu gourmands en matières premières et autres produits en provenance du pays, et ce, même avec une dépréciation du réal de plus de 30%.

Tout ceci devrait pousser les entreprises brésiennes à la prudence et les investissements devraient eux aussi connaître une forte baisse.

La forte dépréciation de la monnaie est un facteur qui pourrait laisser craindre une accélération de l'inflation, surtout que le pays a déjà dû faire face à de telles situations par le passé. Toutefois, nous ne prévoyons pas d'emballlement des prix à cause d'une contraction de la demande et des investissements privés. De plus, la faiblesse du commerce international devrait aussi peser sur les prix des matières premières qui sont un élément essentiel des exportations du pays. Dès lors, le taux d'inflation devrait se maintenir autour de 3% à 4%.

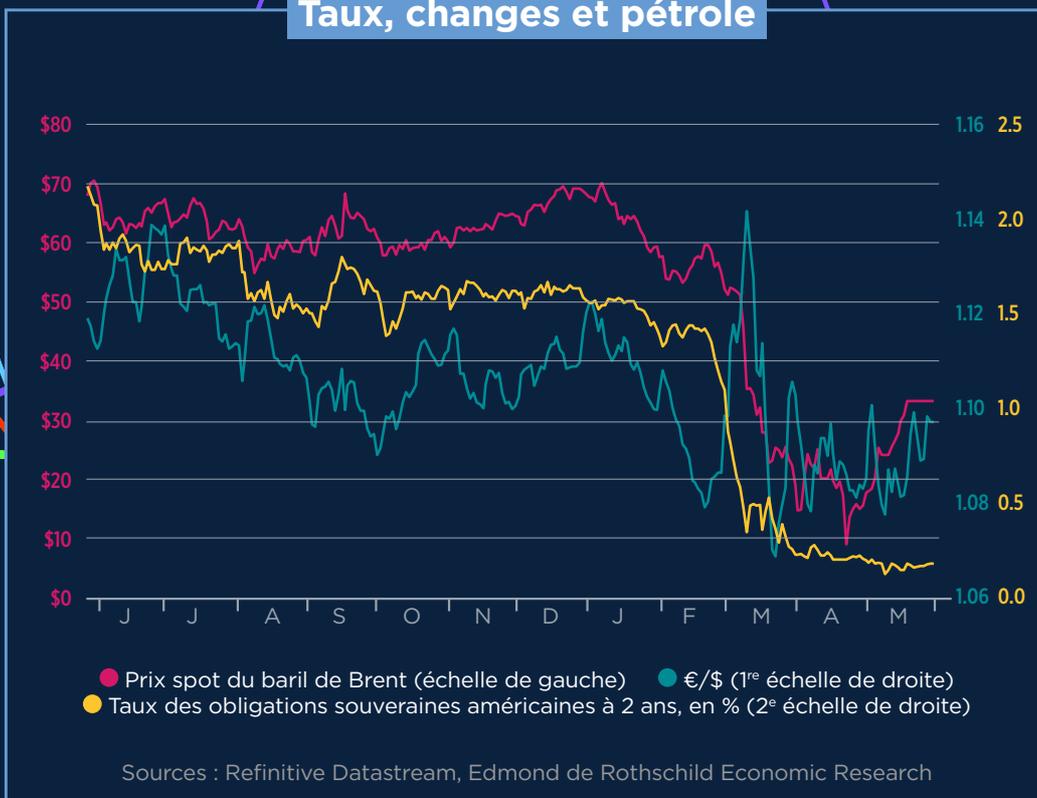
2021 devrait voir l'économie se normaliser quelque peu sans pour autant retrouver son niveau de PIB d'avant crise.

% annuel	2017	2018	2019	2020f						2021f			
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
GDP	1.1	1.1	1.2	-0.3	-17.0	-6.3	-5.0	-7.2	-4.7	-1.0	7.0	2.8	3.2
Private consumption	1.3	1.9	1.9	-1.0	-12.3	-7.2	-4.0	-6.1	-3.9	3.0	9.5	2.8	3.0
Investment	-2.4	4.1	2.8	-0.5	-40.0	-8.5	-4.3	-14.0	-4.5	1.3	8.0	4.5	4.8
Inflation	3.5	3.7	3.8	3.8	2.2	2.5	2.5	2.8	3.7	2.2	3.3	3.1	3.0
Central Bank Interest Rate	7.00	6.50	6.75	3.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.20	3.30	3.75	3.50
USD/BRL	3.19	3.66	3.85	4.47	5.60	5.80	5.70	5.31	5.21	5.60	5.40	5.20	4.70

* Consensus

LES THÉMATIQUES

Taux, changes et pétrole





Banques centrales

le déluge monétaire

Sophie Casanova
Économiste Banques centrales
s.casanova@edr.com

Face à la pandémie, les banques centrales, tant dans les pays développés que dans les pays émergents, ont su délivrer des mesures sans précédent de par leur ampleur, leur vitesse et leur étendue. Leur objectif était double : assurer la liquidité de financement, malgré le tarissement des flux de trésorerie, et maintenir le fonctionnement des marchés financiers alors que l'appétence pour la liquidité se renforçait.

La Fed a été, sans aucun doute, la plus « proactive ». Non seulement elle a abaissé en moins de deux semaines son taux directeur de 150 points de base à 0.25%, mais elle a entrepris des achats illimités de titre garantis par l'État et a racheté de la dette d'entreprise, y compris High Yield, ainsi que des crédits bancaires.

Les autres grandes banques centrales ne sont pas restées inactives. Ainsi, la BCE, a accru de 840Mds € ses achats de titres en se donnant davantage de flexibilité sectorielle et géographique. En outre, elle a assoupli ses opérations de refinancement pour les banques, leur permettant d'obtenir un taux de financement inférieur à ses taux directeurs.

De nouvelles mesures ont également été prises dans les pays émergents, via des baisses de taux directeurs et des mesures de soutien au crédit (baisses de taux de réserves obligatoires, nouvelles opérations de refinancement...), voire des programmes d'achat d'actifs (comme au Brésil, en Malaisie, en Indonésie ou aux Philippines)

Enfin, la coopération entre banques centrales s'est également accrue pour limiter les pressions haussières sur le dollar (cf. marché change).

Cet assouplissement monétaire a permis de renforcer la prise en main par les banques centrales des courbes de taux souveraines et d'entreprises et d'accroître leur capacité à orienter les flux de financement au secteur privé via le système bancaire.

Si le potentiel de baisses de taux directeurs des grandes banques centrales semble désormais limité, car il pèserait sur le secteur bancaire, l'accroissement des achats d'actifs et l'élargissement du spectre d'actifs éligibles sont possibles, en particulier pour la BCE. La Fed, qui a accru de 67% son bilan depuis début mars, pourrait opter pour un ciblage du niveau des rendements. Ainsi, même si l'incertitude relative à la pandémie devait se proroger, leur action, à défaut d'être suffisante pour relancer la demande privée, pourrait empêcher une crise de solvabilité généralisée.

En revanche, les marges de manœuvre pour les banques centrales émergentes seraient inégales, car plusieurs de ces pays sont tributaires de la confiance des investisseurs internationaux, notamment ceux disposant de faibles réserves de change et d'un important financement international.

Taux et rendements**	2020f									2021f			
	2017	2018	2019	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	C*	Q1f	Q2f	2021f	C*
États-Unis - Taux directeur	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.40
États-Unis - Rendement 2 ans	1.39	2.52	1.97	1.11	0.25	0.30	0.40	0.51	0.49	0.40	0.40	0.45	0.56
États-Unis - Rendement 10 ans	2.33	2.91	2.14	1.39	0.65	0.75	0.90	0.92	0.92	1.00	1.05	1.10	1.13
Zone euro - 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	0.00
Allemagne - Rendement 2 ans	-0.72	-0.59	-0.67	-0.69	-0.65	-0.65	-0.60	-0.65	-0.69	-0.55	-0.55	-0.50	-0.54
Allemagne - Rendement 10 ans	0.37	0.46	-0.21	-0.40	-0.50	-0.50	-0.45	-0.46	-0.44	-0.45	-0.40	-0.35	-0.21
France - Rendement 2 ans	-0.48	-0.44	-0.59	-0.60	-0.50	-0.50	-0.45	-0.51	-0.52	-0.40	-0.40	-0.35	-0.28
France - Rendement 10 ans	0.81	0.78	0.13	-0.07	0.00	0.00	0.05	-0.01	-0.02	0.05	0.12	0.20	0.14
Royaume-Uni - Taux directeur	0.50	0.75	0.75	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10
Royaume-Uni - Rendement 2 ans	0.25	0.75	0.61	0.38	0.00	-0.05	0.00	0.11	0.20	0.05	0.15	0.20	0.34
Royaume-Uni - Rendement 10 ans	1.20	1.41	0.88	0.55	0.27	0.25	0.35	0.36	0.41	0.45	0.50	0.55	0.61
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	-0.75	-0.70
Suisse - Rendement 2 ans	-0.85	-0.76	-0.83	-0.80	-0.75	-0.75	-0.70	-0.75	-0.79	-0.65	-0.66	-0.60	-0.98
Suisse - Rendement 10 ans	-0.09	0.00	-0.50	-0.61	-0.70	-0.70	-0.65	-0.66	-0.55	-0.65	-0.60	-0.55	-0.36
Japon - Taux directeur	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
Japon - Rendement 2 ans	-0.17	-0.13	-0.19	-0.16	-0.20	-0.15	-0.15	-0.17	-0.16	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09
Japon - Rendement 10 ans	0.06	0.08	-0.09	-0.03	0.00	-0.05	0.00	-0.03	-0.05	0.00	0.00	0.00	-0.03

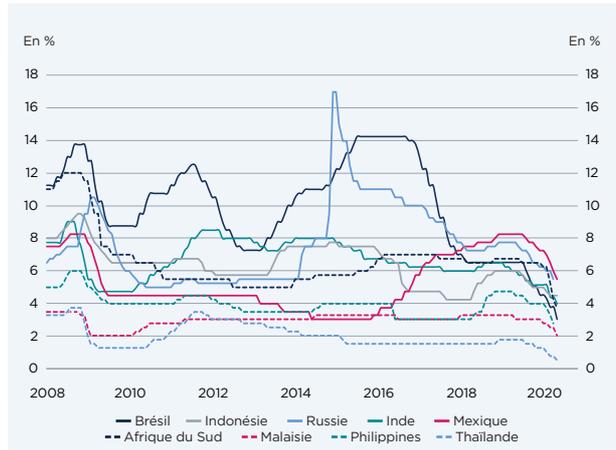
*Consensus **Les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles.

Les grandes banques centrales dont les taux directeurs étaient positifs les ont fortement baissés



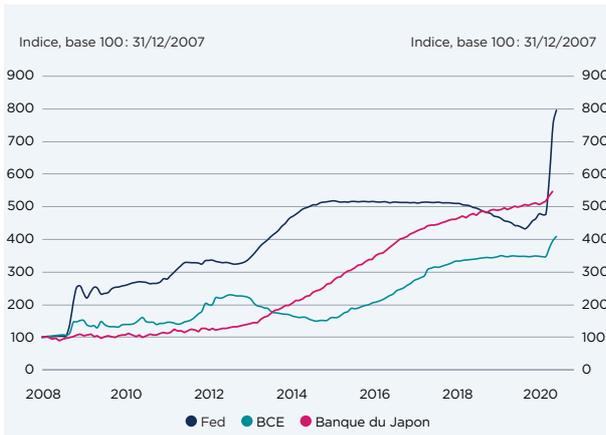
Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Les banques centrales émergentes ont également réduit substantiellement leurs taux directeurs



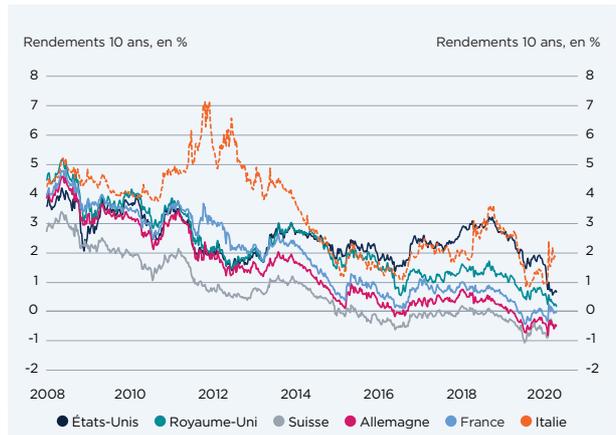
Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

La Réserve fédérale américaine demeure la banque centrale la plus « proactive »



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Les banques centrales sont encore plus en mesure que précédemment de contrôler les courbes de taux



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research



Changes

double choc sur le dollar

Sophie Casanova
Économiste Banques centrales
s.casanova@edr.com

La généralisation à l'échelle mondiale de pandémie fin février 2020 a eu des répercussions directes sur les marchés de change. Notamment, le tarissement des flux de trésorerie dans la plupart des pays et le renforcement de l'appétence pour la liquidité, suite à l'exacerbation de l'aversion au risque, ont provoqué un choc simultané de hausse de la demande et de réduction de l'offre de financement en dollar. De fait, les pressions haussières sur la devise américaine se sont significativement accrues, induisant une appréciation de son cours contre un panier de monnaies de près de 8.6% entre mi-février et mi-mars. De même, l'incertitude a favorisé l'appréciation des autres devises refuges que sont le yen ou le franc suisse.

La réaction d'ampleur de la Réserve fédérale a réussi cependant à atténuer substantiellement les tensions tant sur le marché domestique que sur plusieurs marchés internationaux. D'une part, son assouplissement monétaire inégalé a contribué à réduire l'aversion au risque et, de fait, l'appétence pour la liquidité en dollar et en devises refuge. D'autre part, le renforcement de ses mesures d'apport de liquidité en dollar auprès des banques centrales étrangères a permis de davantage satisfaire la demande internationale de monnaie américaine. Non seulement la Fed a accru la fréquence, la durée et réduit le coût de ses prêts de dollars pour la zone euro, la Suisse, le Japon, le Royaume-Uni et le Canada, mais elle a également réactivé ses prêts (swaps) de devises, déjà mis en place en 2008, avec de nombreuses autres banques centrales. Enfin, elle a créé une nouvelle facilité permettant aux banques centrales émergentes d'obtenir de la liquidité en dollars en gageant les obligations Treasuries qu'elles détiennent, les conditions de cette mesure demeurant toutefois contraignantes car plus onéreuses que les accords mis en place avec d'autres pays.

Au cours des prochains mois, l'activisme des banques centrales, et en particulier de la Fed, pourrait permettre, en contenant l'aversion au risque, de limiter la volatilité des cours des changes et, ce, même si l'incertitude relative à la pandémie devait perdurer. L'appétit des investisseurs pour les monnaies refuges ne recèderait pas en revanche tant que la crise sanitaire n'aura pas été circonscrite. Ainsi, le dollar, le yen et le franc suisse ne devraient pas connaître de rapide mouvement de dépréciation. Bien plus, la monnaie américaine devrait demeurer sous pressions haussières en 2020 et en 2021, notamment face à l'euro et plusieurs devises émergentes, compte tenu du différentiel de croissance anticipé en faveur des États-Unis, selon notre analyse.

Taux de change**	2017	2018	2019	2020f				C*	2021f				
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f		2020f	Q1f	Q2f	2021f	C*
Contre Dollar													
EUR/USD	1.13	1.18	1.12	1.10	1.10	1.13	1.11	1.11	1.10	1.11	1.10	1.10	1.15
USD/JPY	112	110	109	109	107	108	109	108	108	110	112	112	108
GBP/USD	1.29	1.34	1.28	1.28	1.24	1.25	1.22	1.25	1.26	1.22	1.20	1.18	1.26
USD/CHF	0.98	0.98	0.99	0.97	0.96	0.95	0.97	0.96	0.98	0.97	0.98	0.99	0.95
USD/CNY	6.75	6.62	6.91	6.99	7.10	7.05	7.05	7.05	7.05	6.95	6.90	6.90	6.95
USD/BRL	3.19	3.66	3.95	4.47	5.60	5.80	5.70	5.39	5.21	5.60	5.40	5.20	4.70
Contre Euro													
EUR/JPY	127	130	122	120	118	122	121	120	118	122	123	123	124
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.86	0.89	0.90	0.91	0.89	0.87	0.91	0.92	0.93	0.91
EUR/CHF	1.11	1.15	1.11	1.07	1.06	1.07	1.08	1.07	1.08	1.08	1.08	1.10	1.09

*Consensus **Moyenne sur la période.



Pétrole et matières premières

forte volatilité

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

- › Le pétrole est entré en mars dans une période de très forte volatilité qui s'est accompagnée d'une baisse de prix importante...
- › ... à cause de craintes sur la faiblesse de la demande et une situation de surproduction...
- › ... toutefois, l'équilibre offre-demande devrait rapidement revenir, mais des stocks élevés pèseraient sur les cours.

Le pétrole a connu depuis le début de l'année une volatilité de son prix extrêmement forte. Au début du mois de janvier, le cours de l'or noir a fortement augmenté, atteignant 70\$ le baril, suite à la mort du Général iranien Ghassem Sulemani, ordonnée par Donald Trump. Ceci avait laissé craindre une escalade des tensions au Moyen-Orient.

Toutefois, ces tensions ont été éclipsées dès la fin du mois de janvier et les doutes sur la croissance chinoise en lien avec la crise du Covid-19 et la décision de Pékin de restreindre les déplacements dans le pays. Ces interrogations sur la consommation se sont amplifiées avec la propagation de la maladie à travers le monde et en particulier en Europe et aux États-Unis. Face à cette faible demande, les investisseurs attendaient que l'OPEP+, qui comprend les États de l'OPEP plus une dizaine d'autres pays dont la Russie, et qui représente environ une production de 50 millions de barils jour (Mbj) soit la moitié de la production mondiale, se mette d'accord pour accentuer la baisse de sa production. Or, la Russie, qui produit environ 10 Mbj, a signifié son désaccord en mars, ce qui a provoqué immédiatement une réaction de l'Arabie saoudite, qui a décidé d'accroître sa production à environ 12Mbj et de baisser ses prix pour prendre des parts de marché. Ceci a eu pour effet de faire baisser les cours et de mettre à mal l'industrie pétrolière américaine. Début avril, les pays producteurs se sont mis d'accord pour réduire la production d'environ 10 à 15 Mbj. Toutefois, ceci est insuffisant face à un recul de la consommation qui devrait se situer aux alentours de 25 Mbj (soit 25% de la consommation mondiale) en mai.

Cette situation a provoqué une hausse des stocks de brut à travers le monde et en particulier aux États-Unis où les stocks ont fortement augmenté en quelques semaines laissant même craindre un manque de place de stockage. Actuellement, le cours oscille autour des 30-35\$ le baril. Nous estimons que le redémarrage des économies au 3^e trimestre va provoquer une hausse de la consommation. Ceci devrait donc avoir un impact positif sur le prix assez rapidement en lien avec l'intensité de ce redémarrage.

Un autre facteur qui devrait peser négativement sur les prix du pétrole est le niveau des stocks. En effet, ces derniers sont historiquement élevés et tant que l'on n'aura pas de retour à des niveaux moyens il est peu probable de revoir les prix d'avant crise. Dès lors, 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 43\$ le baril). L'année 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, soit environ 50\$ à 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\$. 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 baisse des cours. Par exemple, le boisseau de blé américain valait 5.60\$ début janvier contre environ 5.10\$ fin mai. Les métaux précieux, dont l'or, se sont distingués en voyant leur prix augmenter pendant la crise du Covid-19 grâce à leur rôle de valeur refuge. Ainsi, le prix de l'once d'or est passé de 1515\$ début janvier à environ 1710\$ fin mai.

% annuel	2017	2018	2019	2020f					2021f		
				Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2020f	Q1f	Q2f	2021f
Prix (moyenne en \$)	54.2	71.0	64.3	50.5	32.0	41.0	48.0	42.9	54.0	56.0	58.0
Prix (fin de période en \$)	66.7	50.6	67.8	14.9	36.0	46.0	54.0	-	55.0	58.0	-

Achevé de rédiger le 29 mai 2020

Rédaction en chef : Dr. Mathilde Lemoine

Crédits photos : iStock, 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 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.