



2021

**UNE REPRISE
GLOBALE
INÉGALE**



**PERSPECTIVES
ÉCONOMIQUES
ET DES MARCHÉS
FINANCIERS
SEPTEMBRE 2020**

ARKEA
SERVICES FINANCIERS



LES AUTEURS

PAUL CHOLLET
Économiste Senior
02 98 00 46 70
paul.chollet@arkea.com

RODRIGUE MEAR
Économiste - Actuaire
02 98 00 36 62
rodrigue.mear@arkea.com

JULIEN LECUMBERRY
Économiste
02 98 00 27 66
julien.lecumberry@arkea.com

LES POINTS CLÉS

- **MONDE** : le rebond de l'activité mondiale plafonnerait en 2021. Les conséquences de la crise sont un accroissement des inégalités et de l'extrême pauvreté
- **ETATS-UNIS** : un plan de relance sera nécessaire pour relancer l'activité. Son orientation dépendra du futur Président
- **FED** : en conséquence de la crise, la Fed demeurerait accommodante jusqu'en 2024
- **CHINE** : l'activité a déjà renoué avec son niveau pré-crise grâce à un soutien public massif, qui accroît cependant les déséquilibres internes de l'économie
- **ZONE EURO** : la croissance de la zone épouserait une forme de «racine carrée», la reprise progressive de l'activité étant soutenue par les plans de relance (nationaux et communautaires) et la BCE
- **BCE** : la politique monétaire européenne resterait accommodante au moins jusqu'en 2023
- **CHANGE** : l'euro s'apprécierait face au dollar, porté par le resserrement des écarts de taux en euros et en dollars
- **TAUX** : les rendements obligataires resteraient plafonnés par les mesures des Banques centrales
- **BREXIT** : un accord de libre-échange a minima (sans droit de douane sous condition) serait trouvé d'ici la fin de l'année. Les discussions sur plusieurs aspects de la relation (passeport financier, sécurité, certains services) devraient se poursuivre en 2021 et continueront à alimenter l'incertitude. La livre sterling resterait ainsi sous pression
- **ACTIONS** : dans ce contexte d'incertitudes multiples couplées à des valorisations extrêmement élevées pour les valeurs technologiques, la prudence reste de mise. La volatilité devrait se maintenir sur les marchés financiers d'ici la fin de l'année

2021

UNE REPRISE GLOBALE INÉGALE

2020 MARQUERA L'HISTOIRE. LA PANDÉMIE DE CORONAVIRUS A HISTORIQUEMENT AFFECTÉ L'ENSEMBLE DES PAYS DE LA PLANÈTE. EN QUELQUES MOIS, LE RÔLE DES ETATS S'EST RENFORCÉ, UN CONFINEMENT QUASI GÉNÉRALISÉ A ÉTÉ INSTAURÉ ET LES ÉCONOMIES ONT VACILLÉ.

Au 1er septembre, 850 000 personnes sont décédées du virus à travers le globe et les systèmes de santé ont pour la plupart montré leurs limites. Face à ces maux, les institutions ont réagi rapidement, avec force et concertation. Les Banques centrales ont adopté des mesures d'assouplissement historiques afin de sauvegarder la liquidité des systèmes financiers internationaux. Les Etats ont mis en place des plans de sauvegarde de l'emploi et des entreprises, avant d'adopter des plans de relance tout aussi importants. Enfin, l'Union européenne a su préserver l'unité de ses membres et mettre en place un plan historique de 750 Md€, qui acte la possibilité d'émettre de la dette mutualisée européenne.

Les modalités de son remboursement demeurent toutefois encore inconnues. Outre le coronavirus, **le second semestre 2020 sera marqué par les élections présidentielles américaines.** Le candidat Trump est en retard dans les sondages. La stratégie qu'il adopte pour rattraper Joe Biden est de jouer sur les clivages. Ce jeu est dangereux et l'embrasement de la société américaine n'est pas impossible. **Sur le plan international, les risques de conflit armé se sont accrues (Moyen-Orient, Chine), même entre pays membres de l'Otan. La position turque en Méditerranée est par exemple fortement contestée par les autorités françaises** (rôle de la Turquie au Liban) **et grecques** (forages gaziers dans des eaux appartenant à la Grèce

selon elle). En mer de Chine, les bateaux militaires américains et chinois se font face alors que la situation à Hong Kong s'est particulièrement tendue en 2020.

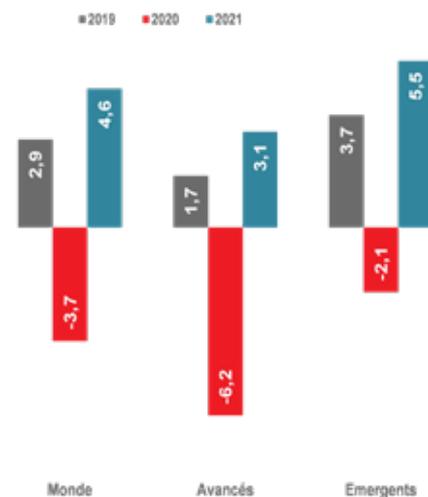
La loi sur la sécurité nationale, mise en place le 1er juillet, brise l'autonomie de Hong Kong, met en place un bureau de la sécurité relevant directement de Pékin et pourrait conduire à l'extradition des suspects arrêtés. Elle réduit également les libertés en renforçant la surveillance des médias et des ONG. Donald Trump a annoncé la signature d'un décret mettant fin au statut commercial préférentiel de Hong Kong avec les Etats-Unis, ainsi que la promulgation d'une loi ouvrant la voie à des sanctions contre la Chine.

REBOND INSUFFISANT DE L'ACTIVITÉ MONDIALE

Après s'être effondrée en 2020 (-3,7%) en conséquence de la pandémie liée au coronavirus, la croissance mondiale reviendrait en 2021 (4,6%, cf. graphique 1). Ce scénario demeure ponctué d'incertitudes très fortes, notamment sur la résurgence du virus à l'automne prochain. Nous estimons probable la mise en place de mesures de confinement localisé à travers le globe dans les prochains mois. Celles-ci n'auraient toutefois pas d'impact majeur sur l'économie en raison de leur caractère sporadique.

Dans le détail, l'activité des pays avancés rebondirait de 3,1 % en 2021 (après -6,2% en 2020), en lien avec l'évolution de l'activité aux Etats-Unis (2,5% en 2021 après -4,7%). La croissance en Zone euro serait de 5,1% (après -8,3%). Dans les pays émergents, le rebond serait plus important (5,5% après -2,1% en 2020). La croissance chinoise serait le premier contributeur de ce rebond (8,5% en 2021 après 2,8%).

Graphique 1 : évolution de la croissance mondiale



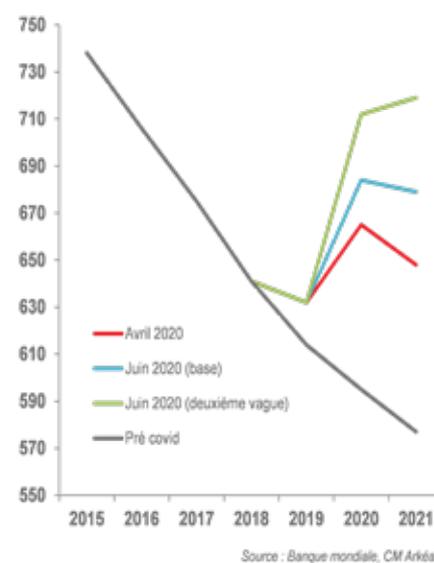
Sources : FMI, CM Arléa

UNE CRISE INÉGALITAIRE ?

L'impact négatif de la pandémie sur les ménages à bas revenus est très sévère, et pourrait compromettre les progrès accomplis en matière de réduction de l'extrême pauvreté dans le monde depuis 1990 et in fine accroître les inégalités. Quand, en 1990, 1,9 milliard de personnes vivaient dans la pauvreté¹, ce n'était le cas "que" de 740 millions en 2015. La pauvreté est ainsi passée d'un tiers de la population mondiale à moins de 10 %. Selon une étude de la Banque mondiale², si la plupart des pays ont mis en place des mesures de soutien exceptionnelles aux ménages et aux entreprises afin de sauvegarder l'emploi notamment, **les pays émergents semblent plus à risque en raison de la part du travail informel dans ces économies**. Selon la Banque mondiale, le poids du travail informel y serait de

40% du PIB en moyenne entre 2010 et 2016. Dans les économies avancées, cette part diminue largement mais est néanmoins loin d'être négligeable (15 à 20% du PIB selon le FMI³). En France par exemple, selon le Conseil d'orientation pour l'emploi (COE), le poids de l'économie souterraine s'élèverait à 12,6% du PIB en 2018 et 2,5 millions de personnes seraient concernées. En mai 2020, l'Organisation internationale du travail (OIT) signalait que la pandémie avait un impact dévastateur sur près de 1,6 milliard de travailleurs informels. Pour ces personnes, le confinement très rapidement dans l'extrême pauvreté en l'absence de revenu de substitution. Ils seraient 71 millions de plus en 2020 selon la Banque mondiale (cf. graphique 2).

Graphique 2 : impact de la pandémie sur l'extrême pauvreté dans le monde selon les scénarios de la Banque mondiale en millions de personnes gagnant moins de 1,90\$/jour



Source : Banque mondiale, CM Arléa



¹ Personne dont le revenu n'excède pas 1,90\$ par jour.

² *How does informality aggravate the impact of covid19?*, Global economic prospect, June 2020.

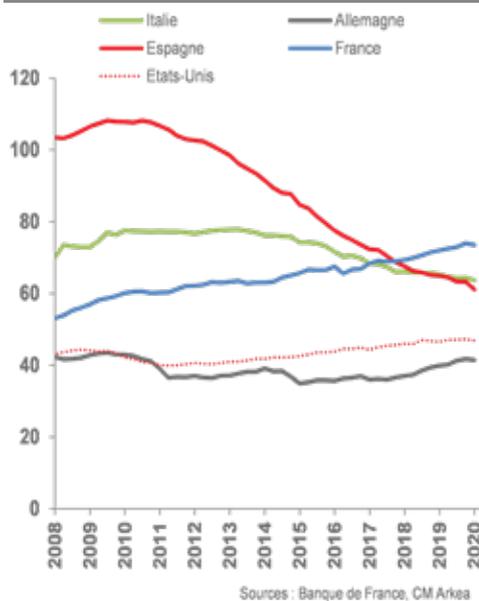
³ *Explaining the shadow economy in Europe: size, causes and policy options*, Ben Kelmanson, Koralai Kirabaeva, Leandro Medina, Borislava Mircheva and Jason Weiss, 2019.

LA DETTE EXPLOSE, MAIS LES TEMPS CHANGENT

2020 marque également un tournant dans l'approche de l'endettement.

Si ce dernier a toujours été proscrit par les institutions internationales et les organismes de contrôle, notamment s'il se faisait en devises, il semble que le caractère exogène et unilatéral du choc sanitaire ait conduit à laisser les pays s'endetter de nouveau, avec l'appui des Banques centrales. **La barre symbolique de 100% du PIB, qui a pourtant longtemps servi de référence en matière de surendettement sera allègrement franchie par de grandes économies** (Espagne, France, Royaume-Uni), qui en rejoignent ainsi d'autres (Etats-Unis, Japon) souvent identifiées jusqu'ici comme fragiles par les marchés (Italie, Grèce notamment).

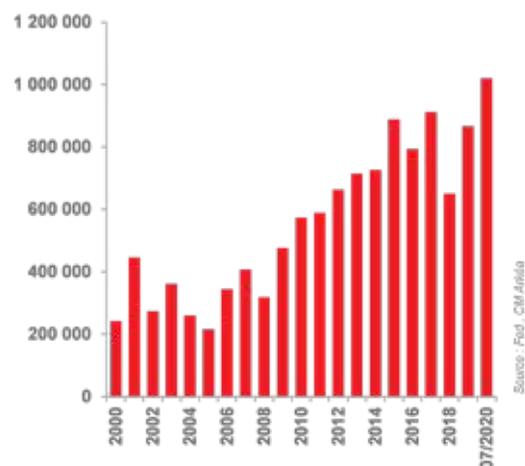
Graphique 4 : évolution de la dette des entreprises non financières par pays



Si la maturité des émissions de dette a tendance à augmenter en moyenne et à des taux toujours plus bas, réduisant le risque de solvabilité des émetteurs, ce n'est pas le cas du crédit. 40% des crédits octroyés en 2020 ont une maturité inférieure à 5 ans, contre 15% en 2019. Un risque pèse donc sur les entreprises les plus fragiles qui ont bénéficié de prêts garantis par l'Etat (PGE) et de reports de charges en 2020, et qui pourraient être qualifiées de "zombie"⁴ dans les prochains mois. En accaparant des ressources, leur survie freine la croissance des entreprises pérennes et entrave l'émergence de nouvelles entreprises créatrices⁵. En France d'après une étude de France Stratégie⁶, en 2015, ces

Ce constat est également vrai pour les acteurs privés et notamment les entreprises. Au niveau des économies avancées, les entreprises américaines, qui ont davantage recours aux émissions obligataires, ne se sont jamais autant tournées vers les marchés, quel que soit leur notation (cf. graphique 3). **L'appétit des investisseurs pour les actifs en catégorie spéculative croît par ailleurs.** En juillet 2020, reflet de cette demande, le rendement moyen de cette classe a ainsi baissé de 6,85% à 5,46% sur le mois, un différentiel jamais vu depuis mai 2009. En parallèle, pour les actifs les plus sûrs, les rendements étaient inférieurs à 2%. **Les taux d'intérêts ajustés de l'inflation sont donc proches de zéro, voire négatifs pour les entreprises les mieux notées.**

entreprises en difficulté représentaient 4,6% du total des entreprises matures, contre 5,3% en Italie, 6,2% en Espagne et 3,7% en Allemagne. Selon Creditreform, institut allemand spécialisé sur les faillites d'entreprises, elles pourraient atteindre 16,5% de toutes les entreprises allemandes d'ici un an. Ce ratio inquiète notamment Christian Sewing, le Président du directoire de la Deutsche Bank, la première banque privée outre-Rhin. **En effet, dans les prochains mois, les banques vont devoir arbitrer entre enregistrer la montée de prêts non performants dans leur bilan ou la restructuration des prêts mis en place et notamment des PGE.**



Graphique 3 : émissions annuelles de dette des entreprises non financières américaines, en M\$ à fin juillet (sur 7 mois) en 2020

En Zone euro, les entreprises ont davantage recours au canal du crédit. La dette obligataire des entreprises non financières y a progressé de 148 Md€ entre janvier et juin 2020 (à 1 553 Md€) contre une progression de 86 Md€ sur l'ensemble de l'année 2019. Le crédit à ces mêmes sociétés a augmenté de 257 Md€ (à 4 730 Md€) au premier semestre 2020 contre 70 Md€ en 2019. In fine, la dette des entreprises non financières va donc augmenter fortement en 2020 dans chacune des économies, de 10 points de PIB en moyenne. Au sein des grandes économies, les entreprises françaises figurent parmi les plus endettées (cf. graphique 4) faisant in fine peser un risque sur les prêteurs, à savoir les banques.

⁴ On appelle « zombies » des entreprises ayant au moins dix ans d'âge et dont le revenu opérationnel est insuffisant pour couvrir leur charge d'intérêts pendant trois années consécutives.

⁵ « Productivity growth and resource reallocation in France: The process of creative destruction », Ben Hassine H., 2019.

⁶ Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies, octobre 2019.

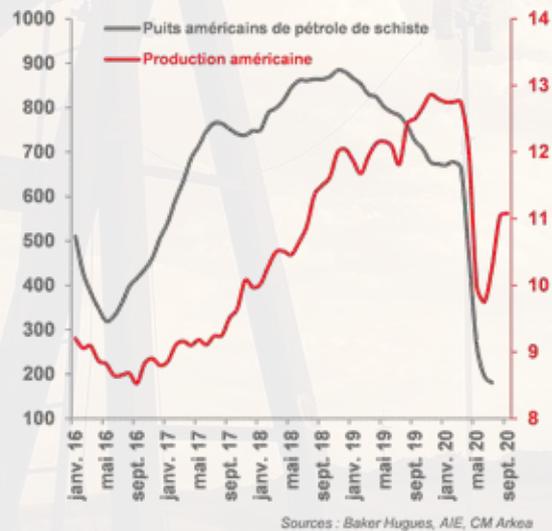
PÉTROLE

Le choc de demande suite au confinement généralisé lié au coronavirus a eu un impact important sur l'évolution des cours des matières premières et en particulier sur le pétrole. Selon l'Agence d'information sur l'énergie (AIE), la demande s'est effondrée de plus de 20 millions de barils par jour (bpj) entre décembre 2019 et avril 2020. Le cours du baril de Brent a alors atteint un point bas fin avril à 16,5\$ et surtout, le baril de WTI s'est échangé quelques minutes à -40\$ dans le même temps (cf. graphique 5). A cette date, **les capacités de stockage étaient saturées** et les activités de négoce de matières premières fragilisées. Revenu au-dessus de 40\$ en juillet, le prix moyen du baril de Brent a finalement atteint 42\$ au premier semestre après 64\$ en 2019. **Ce léger rebond en fin de semestre traduit un ajustement de l'offre.** La production quotidienne de pétrole a diminué de plus de 12 000 bpj entre avril et mai 2020, à 88 000 bpj selon l'Agence d'information sur l'énergie. Cette baisse est intervenue suite à un accord entre les membres de l'Opep et la Russie (réduction de 10 % de l'offre mondiale). L'Arabie saoudite et la Russie en sont les principaux artisans (2,5 millions de bpj chacun). La réduction doit ensuite passer à 8 millions de barils au second semestre 2020, puis à 6 millions de janvier 2021 à avril 2022. Au second semestre, le pétrole de la mer du Nord demeurerait autour de 40\$, et progresserait à 50\$ en moyenne en 2021.

Graphique 5 : évolution du cours du baril de Brent et du WTI, en \$ par baril



Parmi les producteurs de pétrole, les américains sont probablement les plus impactés par cette baisse des prix. Selon le cabinet Deloitte⁷, l'industrie du pétrole de schiste aux États-Unis a vu ses actifs se déprécier de 300 Md\$ au deuxième trimestre. Le seuil de rentabilité élevé (entre 40 et 50\$ par baril selon les sources) des sociétés extractrices de pétrole de schiste n'est pas atteint, ce qui les condamne à réduire leur production en fermant des puits de forage. De plus, selon le cabinet Haynes and Boone, les entreprises du secteur sont historiquement endettées à 170 Md\$. Le 29 juin dernier, l'un des producteurs les plus agressifs et les plus innovants de la révolution pétrolière américaine, Chesapeake Energy, s'est placé sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites après avoir accumulé une dette de plus de 7 Md\$. Cette entreprise rejoint une trentaine d'autres (32 au total au premier semestre contre 42 en 2019 et 28 en 2018) du secteur comme Whiting Petroleum ou Extraction Oil and Gas. Selon le cabinet Rystad Energy⁸, 150 autres devraient suivre d'ici 2022 si le cours du baril de WTI demeure autour de 40\$.



Graphique 6 : évolution de la production de pétrole américain et du nombre de puits de forage

⁷ Implications of COVID-19 for the US shale industry, juin 2020.

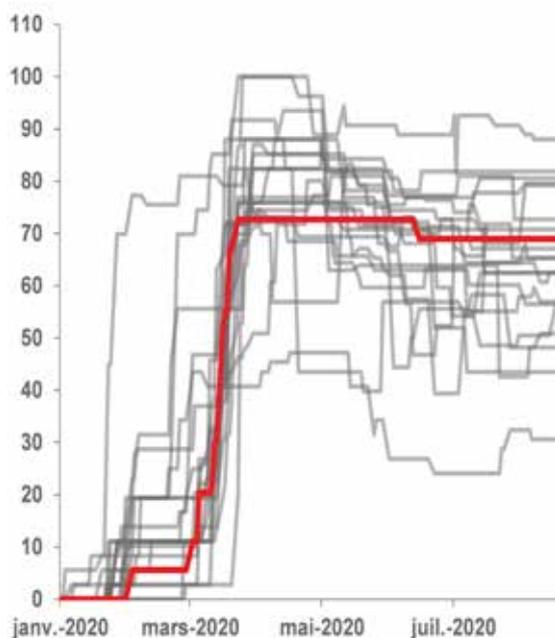
⁸ Even at \$40 WTI, about 150 more North American E&Ps will need Chapter 11 protection by end-2022, 21 août 2020.

ÉTATS-UNIS

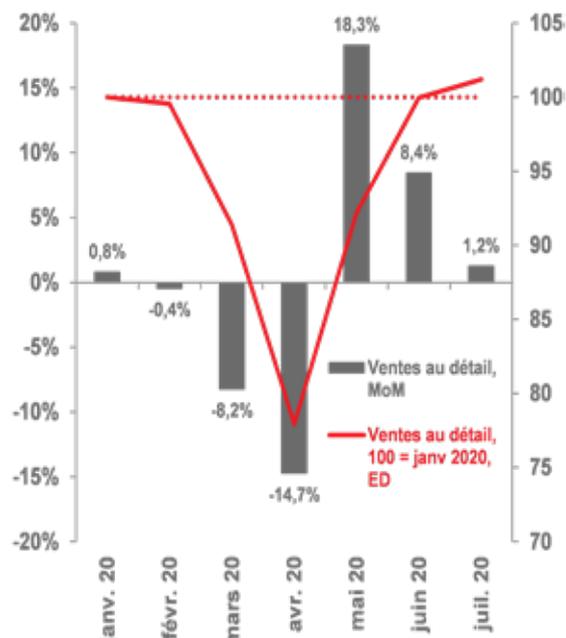
UN RALENTISSEMENT SOUS CONTRÔLE

La croissance américaine a été historiquement grevée par les conséquences du Covid. Si les restrictions ont été moins marquées qu'en moyenne (cf. graphique 7), elles ont été appliquées longtemps car la vague pandémique a duré. Au final, l'activité rebondira au troisième trimestre dans des proportions plus limitées qu'espéré, alors que la croissance pourrait bénéficier en 2021 d'un large plan de relance mis en place par le futur Président américain, au début de son mandat.

Graphique 7 : indice d'intensité des mesures de restriction sanitaire



Graphique 8 : évolution des ventes au détail depuis janvier 2020



Les Etats-Unis ont connu un cycle de croissance historiquement long de 2009 à 2019. De nombreuses études et données suggèrent que le pays était en fin de cycle, en raison du taux de chômage historiquement bas, qui entraîne des difficultés récurrentes pour les entreprises pour recruter de la main d'œuvre. Le choc du coronavirus est venu renforcer un mouvement qui devait s'opérer. Entre janvier et juin, l'activité américaine a chuté de 10,6% par rapport au second semestre 2019. Cette baisse semestrielle, la troisième

la plus importante de l'histoire américaine (après celles de la seconde guerre mondiale et de 1929), a ramené l'activité américaine à son niveau du premier trimestre 2015. Le rebond de l'activité a été fort en mai et juin, mais plusieurs données suggèrent que la vigueur de la reprise fléchit depuis. Une des explications vient de la situation sanitaire américaine qui s'est dégradée durant l'été poussant les autorités à confiner de nouveau plusieurs grandes villes américaines. Une autre vient du soutien aux ménages et aux chômeurs

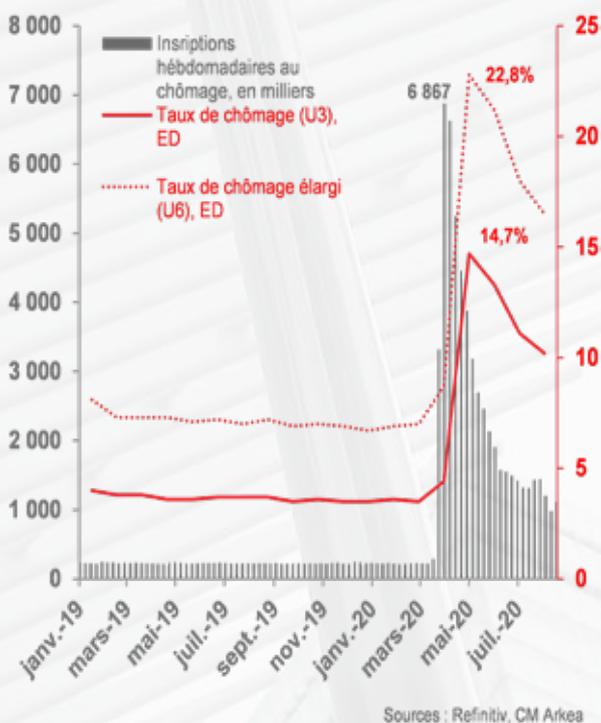
(cf. encadré 2). L'évolution des ventes au détail, qui symbolise celle de la consommation (70% du PIB), montre des signes d'essoufflement. Ces dernières ont toutefois dépassé leur plus haut niveau historique en juillet (cf. graphique 8). Depuis le 1er août, les droits au chômage ont été ramenés de 600\$ supplémentaires par semaine à 400\$. Cet ajustement devrait conduire à réduire le revenu moyen des ménages, qui paradoxalement a progressé au cœur de la crise (+4,7%).

Du côté de l'emploi, si une partie de la progression historique et spectaculaire des inscriptions hebdomadaires au chômage a pu s'expliquer par cet effet d'aubaine, la majeure partie du choc est venue de la fermeture temporaire d'entreprises. Le taux de chômage a ainsi exceptionnellement progressé en avril à 14,7% des actifs, contre 3,5% en février. Le taux de chômage élargi qui prend en compte les travailleurs découragés et ceux qui souhaiteraient travailler davantage s'établissait même à 22,8% en avril (cf. graphique 9). Ces taux devraient peiner à diminuer fin 2020 et en 2021 en raison de la fragilisation des **entreprises américaines**. Ces dernières ont bénéficié des aides mises en place par le Gouvernement et la Fed (cf. encadré 2). Elles **ont pu ainsi se constituer un matelas de trésorerie**. Les liquidations d'entreprises (chapter 7, 65% des procédures de faillites) ont fortement

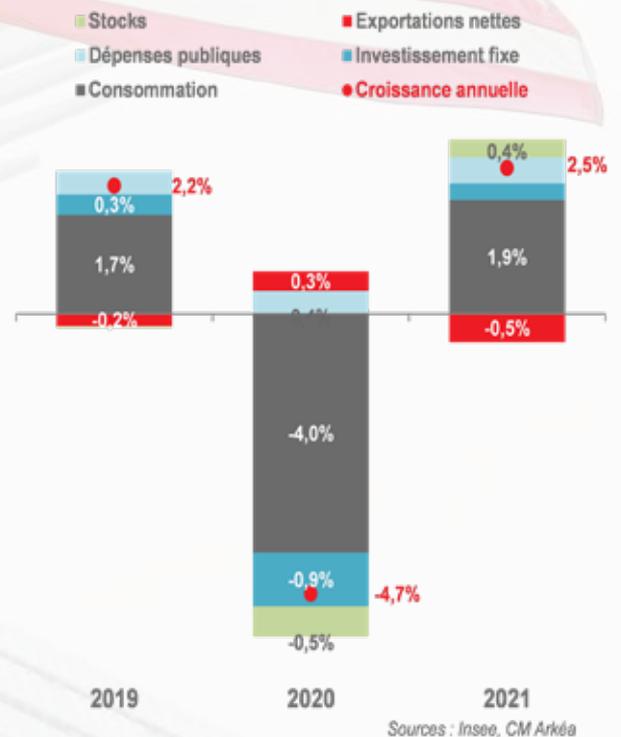
diminué pendant le confinement. Toutefois, la montée des faillites devrait être forte dans les prochains mois. **Signe d'un sentiment de fragilisation, de nombreuses entreprises se sont inscrites au chapter 11** (restructuration, 25% des procédures de faillite), qui permet de continuer son activité tout en entamant une restructuration de ses dettes (Hertz, Pain quotidien, Latam airline, Intelsat, ...). Ce type de faillite a progressé de 37% entre mars et juillet 2020, par rapport à la même période en 2019. Au total, selon l'assureur crédit Coface⁹, les défaillances d'entreprises aux Etats-Unis devraient progresser de 43% sur 12 mois entre fin 2019 et fin 2021. En 2008 et 2009, cette progression avait été de 54%, puis 40%. **Cette progression attendue des faillites et le maintien du chômage à un niveau élevé devraient atrophier le rebond de l'économie américaine en 2021.**

Un plan de relance de l'économie américaine sera mis en place dans les prochains mois, probablement lors de la prise de fonction du futur Président (janvier 2021). Le candidat Joe Biden souhaite un vaste plan (« Buildback Better ») de 700 Md\$ (400 seraient alloués à la modernisation des infrastructures et 300 iraient à la Recherche et au développement (R&D), ainsi que dans les innovations technologiques). En attendant les élections, le Président Trump risque de promulguer de nouveaux textes transitoires à l'image de celui du 8 août¹⁰. A partir d'un plan de relance de 700 Md\$ (3,5% du PIB), **la croissance américaine se contracterait de 4,7% en 2020, puis rebondirait de 2,5% en 2021. La consommation contribuerait à 1,9 p% de ce rebond (cf. graphique 10).**

Graphique 9 : évolution du taux de chômage américain et des inscriptions hebdomadaires au chômage depuis le 1er janvier 2019



Graphique 10 : contributions à la croissance américaine



⁹ Etats-Unis : Des faillites d'entreprises à deux vitesses, Ruben Nizard, 9 juillet 2020

¹⁰ Gel des charges salariales, allocation chômage prolongée de 400 dollars par semaine, des protections pour les locataires menacés d'expulsion et un report du remboursement des emprunts

ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

La Réserve fédérale américaine a immédiatement réagi au choc économique en baissant de 150 points de base la fourchette cible de ses taux d'intérêts. Jerome Powell, son Président, a déclaré que ces taux demeureraient bas jusqu'à ce que l'économie retrouve le plein emploi (probablement pas avant 2024).

En outre, la Fed a mis en place un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Le bilan de la Fed devrait atteindre 10 000 Md\$ (50% du PIB) fin 2020 contre 4 000 Mds (20%) fin mars.

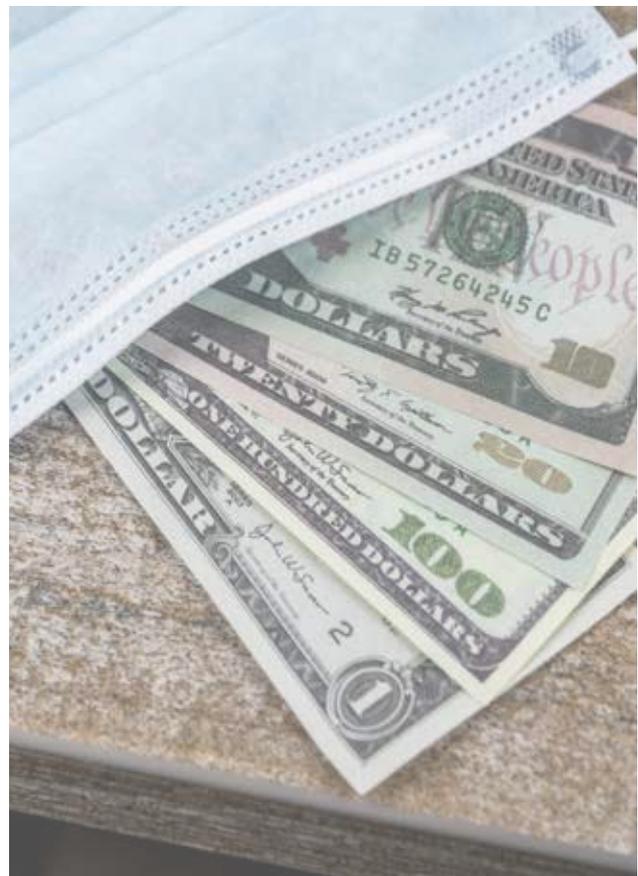
Elle achète sans restriction des bons du Trésor américain et des emprunts hypothécaires (MBS).

La Fed a également mis en place avec le Trésor américain des véhicules d'investissement aux capacités d'achat de titres privés et de prêts aux entreprises significatifs.

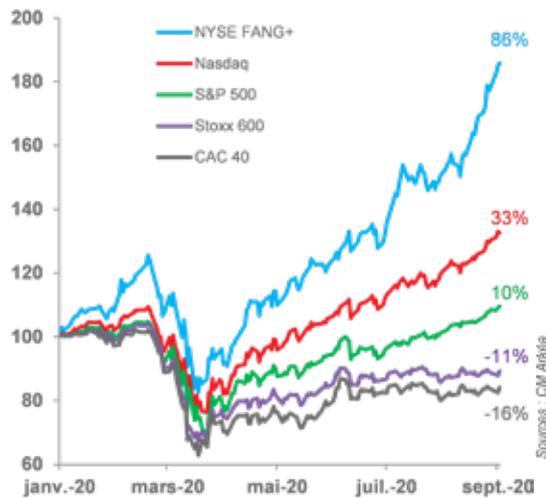
En voici la liste :

- **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)** : achat de billets de trésorerie (commercial papers) d'émetteurs notés A1/P1/F1
- **Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)** : prêts aux institutions financières gérant des fonds monétaires « prime » (avec prise en collatéral d'actifs des fonds monétaires)
- **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)** : prêts aux primary dealers (avec dépôt de collatéral)
- **Municipal Liquidity Facility** : achat de titres courts émis par les collectivités locales
- **Main Street Lending Program (MSLP)** : prêts aux PME en bonne santé avant la crise. Les banques éligibles accorderont ces « Main Street Loans », en retiendront 5% et en vendront 95% au Main Street Lending Program
- **Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)** : prêts aux institutions financières qui octroient les prêts aux PME garantis par le Trésor dans le cadre du Paycheck Protection Program (PPP) contenu dans le CARES Act. La facilité prendra les prêts PPP en collatéral
- **Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)** : achat d'obligations d'entreprises (évaluées Investment grade avant le 22 mars) sur le marché primaire
- **Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)** : achat d'obligations d'entreprises (évaluées Investment grade avant le 22 mars) sur le marché secondaire ou des ETF (Investment grade et High yield) répliquant les indices obligataires corporate
- **Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)** : achat de tranches de titrisations notées AAA

La Réserve fédérale américaine a également annoncé une révision de sa stratégie monétaire vis-à-vis de l'inflation et de l'emploi. Le Président de la Fed a reconnu qu'un faible taux de chômage n'impliquait pas nécessairement de pressions inflationnistes lors du traditionnel symposium des banquiers centraux de Jackson Hole (27-28 août), pendant lequel les spécialistes de la politique monétaire ont débattu de son adéquation avec les réalités économiques actuelles. Cette nouvelle approche concernant l'objectif de stabilité des prix rompt avec une vision monétaire de plus de 30 ans, de façon cohérente avec l'approche « pragmatique » privilégiée par Jerome Powell, notamment en 2019. Il a également souligné les risques que représentait une inflation durablement faible. En conséquence, **la cible d'inflation à long terme reste à 2%, mais l'autorité monétaire américaine autorise désormais cette dernière à passer au-delà de ce seuil à court terme, lors des périodes d'expansion**, de façon à s'assurer que les prix progressent « en moyenne » autour de cet objectif. Jerome Powell a également annoncé que **l'objectif prioritaire de la Fed devenait le plein emploi, contre la stabilité des prix précédemment, en justifiant** : « Le plein emploi est un objectif large et inclusif. Ce changement exprime notre appréciation des avantages d'un marché du travail fort, en particulier pour les revenus modérés ». De façon analogue à l'inflation, l'autorité monétaire ne réagira donc plus systématiquement lorsque le taux de chômage sera inférieur à son niveau structurel.



WALL STREET AU PLUS HAUT GRÂCE AUX VALEURS TECHNOLOGIQUES

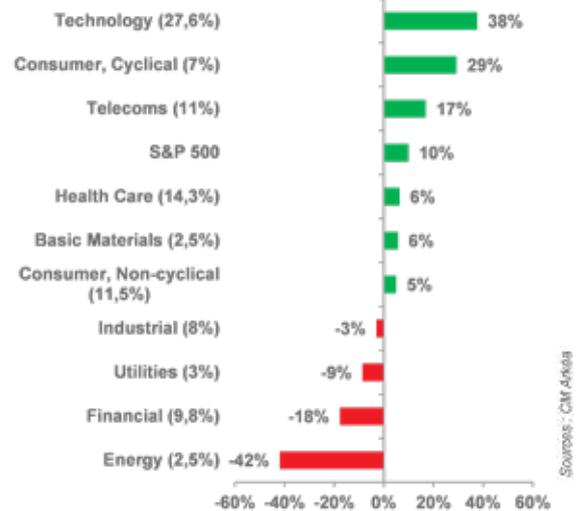


Graphique 12 : évolution en 2020 d'indices actions de la Zone euro et des Etats-Unis en base 100 (au 2 septembre)

Après avoir connu une forte chute en début d'année (34% pour le S&P 500), les indices actions américains ont de nouveau dépassé leurs plus hauts historiques. Jamais la Bourse américaine n'avait subi d'aller-retour aussi radical en seulement six mois. En 126 séances, l'indice phare du marché américain a tourné la page de la crise sanitaire pour dépasser son dernier plus haut du 19 février. La crise du Covid-19 semble avoir augmenté la dichotomie entre la performance des marchés financiers et l'activité économique sous-jacente, bien aidée par les différentes interventions des pouvoirs publics. En effet, dans un premier temps, la réaction des Banques centrales, qui ont conduit à adopter de nouvelles politiques monétaires accommodantes, provoquant la forte baisse des rendements obligataires, a porté ce rebond (effet TINA « There is no alternative »).

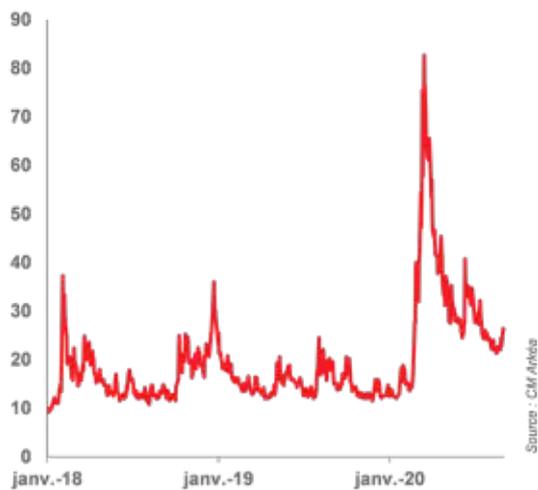
Par contre, depuis le mois de juin, les marchés européens plafonnent alors que les indices américains continuent leur progression. Parmi les grands indices du Vieux continent, le Stoxx 600 recule toujours de 11% cette année, tandis que le CAC 40 chute de 16%. Après une phase de rattrapage en avril et mai, qui leur a permis de regagner la moitié du terrain perdu, la dynamique s'est épuisée. Depuis juin, l'indice parisien évolue dans la zone des 5 000 points sans pouvoir s'en extraire. La différence entre les performances des indices européens et américains s'explique essentiellement

Graphique 13 : Performances sectorielles de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année, (poids des secteurs)



par l'absence de géants de la technologie en Europe, qui dépend toujours de secteurs plus traditionnels (banque, tourisme, énergie, automobile) affectés particulièrement par la crise.

A l'inverse, l'impressionnant rebond du S&P 500 doit lui beaucoup aux valeurs technologiques. L'indice NYSE FANG + (qui regroupe les 10 géants de la technologie hautement négociés : Alibaba, Google (Alphabet), Amazon, Apple, Baidu, Facebook, Netflix, NVIDIA, Tesla, Twitter) progresse de 86% au 2 septembre en 2020. **Le confinement et les mesures de distanciation physique ont accéléré la transformation numérique de l'économie. Les Gafam (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft) ressortent comme les grands gagnants du confinement et sont devenus les nouvelles valeurs sûres pour les investisseurs.** Leurs cours de bourse se sont envolés tandis que leurs capitalisations boursières battent tous les records. A titre d'exemple, Apple est devenue le 19 août la première entreprise américaine à être valorisée 2 000 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB de l'Italie. Plus impressionnant : il lui a fallu 42 ans pour atteindre 1 000 milliards, et seulement 2 ans pour doubler cette valorisation. Au final, les Gafam représentent plus de 25% de l'indice américain. Sans ses valeurs, le S&P serait probablement en territoire négatif, illustrant une nouvelle fois leur influence.



Graphique 14: évolution de la volatilité du S&P 500 ; indice VIX

Dans un contexte d'incertitudes multiples (virus, récession, élections) et avec des valorisations extrêmement élevées pour les valeurs technologiques, la prudence reste de mise. En effet, bien que les indices américains aient battu leurs records, les investisseurs ne semblent pas euphoriques. L'indice VIX, mesurant la volatilité du S&P 500, se maintient toujours au-delà de 20%, contre 15% en début d'année, reflétant en quelque sorte une certaine nervosité des investisseurs. La volatilité devrait donc se maintenir sur les marchés financiers au cours des prochains mois.



ZONE EURO

L'UNION FAIT LA FORCE



« Les hommes n'acceptent le changement que dans la nécessité et ils ne voient la nécessité que dans la crise ». En écho à Jean Monnet, considéré comme l'un des « pères de l'Europe », l'Union européenne a de nouveau dû faire preuve de réactivité, d'esprit d'initiative et d'adaptation pour faire face à la crise liée la pandémie du coronavirus.

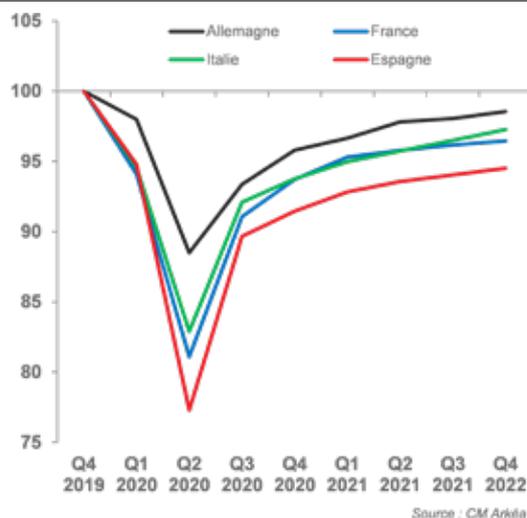
D'un côté, les européens n'ont pas hésité à prendre des mesures drastiques de confinement et de suspension de l'activité. Ces actions, non sans conséquences économiques, ont permis de ramener l'épidémie temporairement sous contrôle au niveau du continent. De l'autre, pour faire face au choc de croissance d'ampleur inédit, les réponses ont été dans un premier temps essentiellement nationales. La levée des contraintes européennes liées à la supervision budgétaire et à la politique de la concurrence en matière d'aides publiques aux entreprises a donné plus de latitude financière aux États-membres pour parer à l'urgence sanitaire et économique. La réponse a donc été massive, mais différenciée en fonction des marges budgétaires disponibles. Alors que les marchés ont commencé à distinguer les dettes souveraines, pénalisant les pays dits « périphériques » (Espagne, Italie), à l'inverse des pays dit « cœurs » (Allemagne, France), l'action de la Banque centrale européenne a été déterminante pour amortir le choc

en injectant massivement des liquidités et en garantissant l'unité de la Zone euro. La BCE a agi principalement sur la taille de son bilan et diminué les exigences réglementaires afin que le secteur bancaire puisse assurer le financement de l'économie réelle. Elle a ainsi mis en place et renforcé en juin un plan d'urgence pandémique de 1350 Md€ (cf. encadré 5). Toutefois, les pays ont progressivement pris conscience qu'une réponse coordonnée était nécessaire face au risque d'explosion du marché intérieur et de l'euro. Après des semaines de négociation et malgré la réticence des pays dits « frugaux » (Autriche, Pays-Bas, Suède, Danemark), le 21 juillet, les 27 dirigeants européens ont finalement trouvé un accord historique sur un plan de relance de 750 Md€, empruntés par la Commission sur les marchés. Cette dette commune, une première dans l'histoire européenne, sera à rembourser par les 27 (cf. encadré 4).

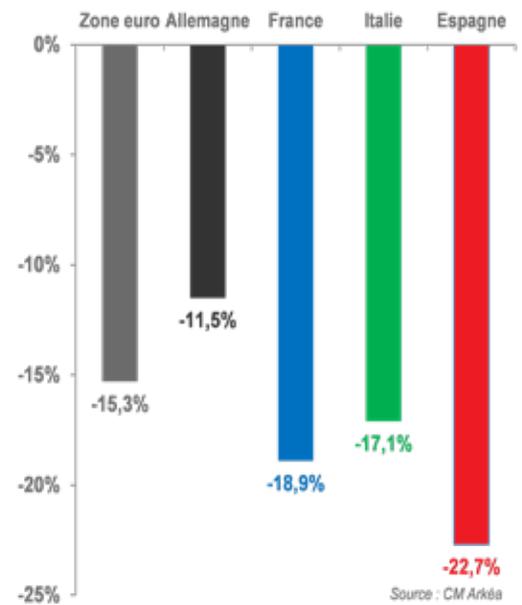
CHOC HOMOGENE MAIS SORTIE DIFFERENCIEE ?

Prenant l'hypothèse de l'absence d'une deuxième vague de contagion conduisant à de nouveaux confinements généralisés, la croissance de la Zone euro chuterait de -8,3% en 2020, la plus forte baisse de l'activité depuis l'après-guerre (d'une ampleur près de trois fois le choc initial de la crise de 2008-2009), avant de rebondir à 5,1% en 2021. Le rebond de la croissance serait fort au second semestre 2020, puis serait plus modéré en 2021. Le rebond épouserait ainsi une forme de « racine carrée ». In fine, à fin 2021, la croissance du PIB de la Zone euro n'aurait toujours pas retrouvé son niveau d'avant crise, affichant un recul de 3,6% sur la période 2020-2021 (cf. graphique 15).

Graphique 15 : évolution de la croissance du PIB des principaux pays de la Zone euro en base 100 (100-01-01-2020)



Graphique 16 : évolution de la croissance du PIB de la Zone euro et des principaux pays au premier semestre 2020



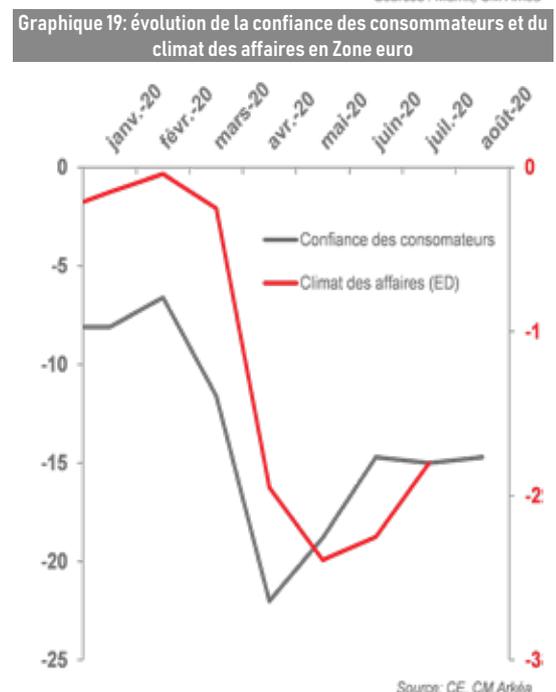
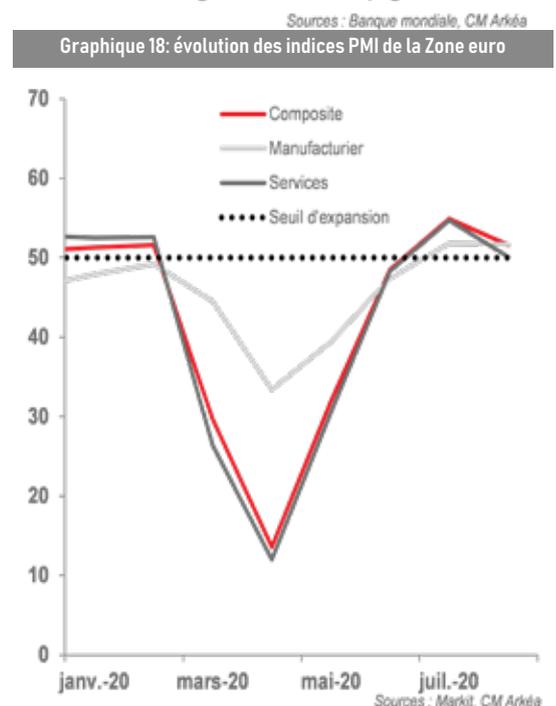
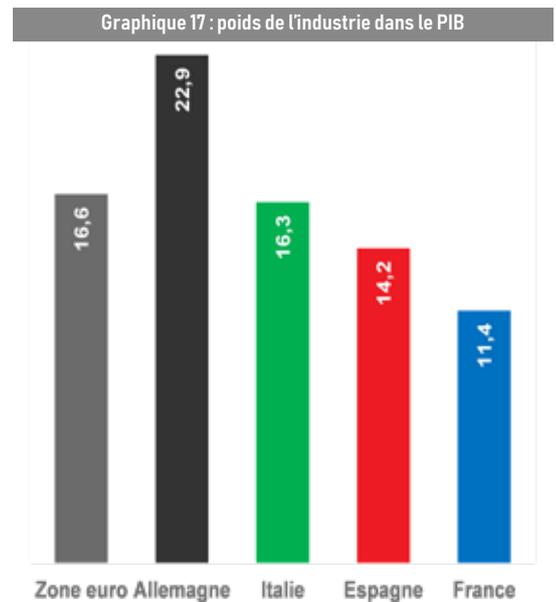
Si la crise est « homogène », en ce sens qu'elle n'épargne aucun pays, son impact sur les différentes économies ne l'est pas. L'ampleur du choc et de la reprise dépend à la fois de l'importance de la crise sanitaire elle-même (sévérité et durée de l'épidémie, ampleur des mesures de confinement), de la position des pays avant la crise (niveau d'endettement, déséquilibres, risque porté par le secteur bancaire, potentiel de croissance) et de la structure même des économies (base industrielle et poids des services reflétant l'exposition aux secteurs les plus fortement touchés). C'est en Espagne (-22,7% pour le premier semestre) et en France (-18,9%) que la baisse du PIB a été la plus marquée. Le repli du PIB a été un peu moins fort en Italie (-17,1%), alors que le confinement a été précoce et s'est accompagné de restrictions importantes sur la production. À l'opposé, en Allemagne, la chute de l'activité a été moindre (-11,5%) en raison de mesures de confinement moins strictes et d'une économie moins liée aux services. Le poids de l'industrie dans le PIB est d'ailleurs plus important (22,9%) que dans les principaux pays de la Zone euro (cf. graphique 17). A l'inverse, la structure de l'économie française la rend plus sensible au confinement du fait du poids des services plus important. Par ailleurs, le confinement a été plus tardif dans l'hexagone qu'en Allemagne, mais plus long, et la forte chute de l'activité semble aller de pair avec une reprise robuste une fois les restrictions levées.

A l'approche de l'automne, en terme de perte d'activité, le pire semble être passé même si la crainte d'une deuxième vague est omniprésente. Les indicateurs avancés de l'activité renvoient, dans l'ensemble de la Zone euro, un signal moins négatif à l'instar des indices PMI, qui plaident à minima pour un fort rebond de l'activité à court terme, et n'alimentent plus les craintes d'une dégradation supplémentaire de la conjoncture. Ainsi, l'indice PMI¹² pour le secteur des services, après avoir atteint au mois d'avril 2020 son niveau le plus bas depuis la création de la Zone euro, s'est redressé sensiblement et est repassé en juillet au-dessus de 50 à 51,8, séparant les zones de contraction et d'expansion économique. Le mouvement est similaire, avec une moindre amplitude, pour le PMI manufacturier (cf. graphique 18).

LA REPRISE À MOYEN TERME RESTE FRAGILE

Le redressement des PMI ne signifie pas que les pertes enregistrées lors des mois de confinement précédents sont effacées. **La dynamique économique des prochains mois reste en effet très incertaine. Au-delà de l'hypothèse de l'apparition d'une seconde vague épidémique, le rebond de l'activité serait d'autant plus robuste et durable que les agents économiques reprennent confiance.** La crainte des ménages (hausse des licenciements, gel des embauches) et des entreprises (risque de liquidité et/ou de solvabilité, atonie de la demande anticipée) vis-à-vis des risques économiques et sanitaires peut conduire à la prolongation de comportements de précaution et à des reports, voire des annulations, de projets d'investissement. En ce sens, la confiance du consommateur et le climat des affaires en Zone euro n'ont "retracé" que la moitié de la chute liée au Covid et n'ont pas retrouvé leur niveau de janvier 2020 (cf. graphique 19). Dans ce contexte, le plan de relance et la politique monétaire accommodante de la BCE sont des points positifs et nécessaires pour soutenir la reprise de l'activité, qui sera très progressive.

¹² Indicateur permettant de connaître l'état économique du secteur privé calculé mensuellement par Markit



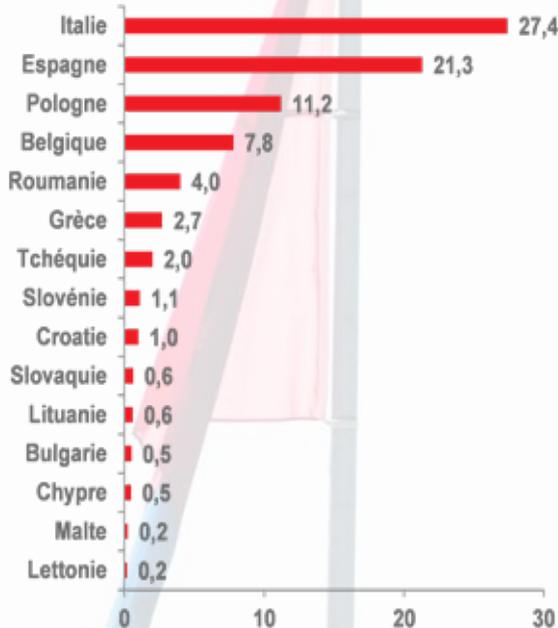
LE PLAN DE RELANCE

L'Union européenne a adopté deux grands plans afin de soutenir l'activité face à la crise du Coronavirus. Le premier, d'un montant de 500 Md€, est couramment appelé « plan d'aide » et intègre des mesures d'urgence visant à limiter l'ampleur du choc économique et financier et lutter à court terme contre les risques engendrés par une contraction exceptionnellement brutale de l'économie, pour les Etats, les entreprises et les ménages. Le deuxième, d'un montant de 750 Md€, est généralement appelé plan de relance européen (Next Generation EU) et vise à permettre le redémarrage de l'activité, une fois le choc passé. En prenant en compte le budget pluriannuel de près de 1100 Md€, adopté en juillet, ce sont donc environ 2 400 Md€ que les institutions européennes s'apprentent à investir pour soutenir l'économie du bloc communautaire.

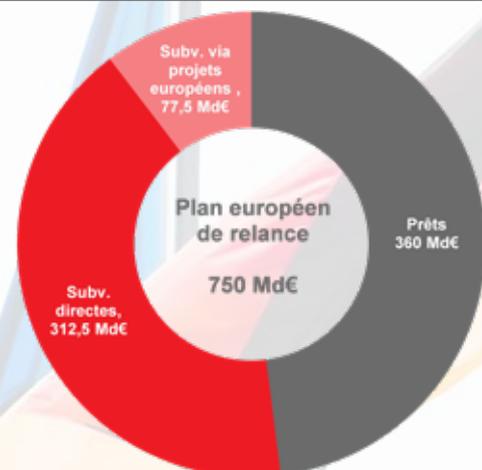
Le Plan d'aide de 500 Md€, annoncé en avril, est fondé sur 3 instruments. Premièrement, la Banque européenne d'investissement a mis en place au niveau européen un fonds de garantie des prêts aux entreprises, en particulier pour les PME, pour un montant de 200 Md€. Ce programme est financé par les contributions des différentes Etats membres. Deuxièmement, la Commission européenne a mis en place un plan de sauvegarde de l'emploi, appelé SURE (Support to

mitigate Unemployment Risks in an Emergency) d'un montant total de 100 Mds d'euros, visant à préserver les entreprises et les marchés du travail européens d'une dégradation durable, susceptible de détériorer structurellement la croissance potentielle. Par ce plan, l'Union européenne incite ainsi les Etats membres à mettre en place des mesures de chômage partiel, consistant à prendre en charge une partie des salaires pour les entreprises fragilisées ou exposées, afin de contenir les faillites d'entreprises et les licenciements. Sur les 100 Mds disponibles, 81 Mds devraient être distribués à 15 pays européens (cf. graphique 20), en particulier à l'Italie et l'Espagne. Les autres pays ont la possibilité de solliciter ce prêt jusqu'en 2022. Troisièmement, le Mécanisme européen de stabilité (MES), offre la possibilité aux Etats membres fragilisés de solliciter des lignes de crédit, dites « de précaution » (jusqu'à 2% du PIB), dans le but de gonfler leurs amortisseurs financiers et de rassurer les investisseurs. Le montant total mis à disposition est de 240 Md€. L'utilisation de cet instrument créé en 2012, lors de la crise de dette en Zone euro, est toutefois perçue comme contraignante dans la mesure où elle est conditionnée à la mise en place de réformes structurelles, exigée par les autres pays européens.

Graphique 20 : propositions de la Commission européenne dans le cadre du plan SURE (en Md d'euros)



Graphique 21 : répartition du plan européen de relance, en Mds d'euros



Le plan de relance européen de 750 Md€ a été proposé à l'initiative de la France et de l'Allemagne et approuvé par les 27 Etats membres le 21 juillet. Il s'agit d'un nouveau package, qui cible les régions et les secteurs les plus touchés par la crise sanitaire. Le plan Next Generation EU repose sur une vision en 3 piliers, à savoir (i) soutenir les Etats membres dans leurs investissements et réformes, notamment vers une économie plus verte (30% de ce plan devra notamment être consacré au climat, dans l'optique d'atteindre l'objectif de neutralité carbone en 2050), (ii) favoriser le rebond de l'investissement privé et (iii) tirer les leçons de la crise sur le plan de la santé et les mécanismes de protection européens.

Plus spécifiquement, le plan sera financé par un emprunt, réalisé par la Commission européenne, pour la première fois. L'exécutif européen pourra emprunter jusqu'en 2026 et devra avoir intégralement remboursé sa dette en 2058 au plus tard.

Ce délai constitue une limite temporelle à ce nouveau pouvoir exceptionnel, comme exigé par les pays « frugaux » (Pays-Bas, Autriche, Danemark et Suède). **Sur cette enveloppe (cf. graphique 21), 390 Md€ seront distribués sous la forme de subventions, les 360 Md€ restant étant distribués sous forme de prêts.** Ces derniers permettront en particulier à l'ensemble des pays membres de bénéficier des conditions de financement offertes par la notation « AAA » de l'Union européenne.

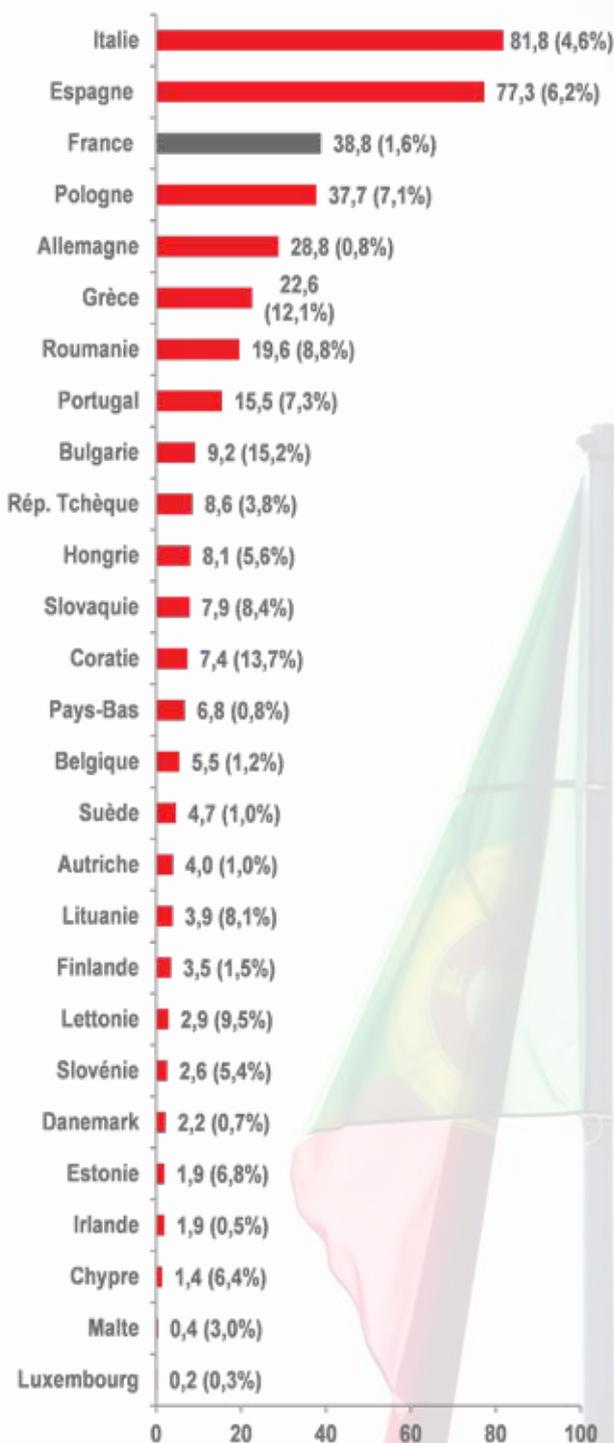
Concernant les 390 Md de subventions, 77,5 milliards seront consacrés à des programmes européens tels que la cohésion des Etats membres, le développement rural ou la recherche.

Avec 312,5 Md€, la majeure partie de l'enveloppe sera toutefois consacrée aux plans nationaux et distribuée progressivement selon des critères de résilience (population et taux de chômage pour la période 2015-2019). Ces subventions seront consacrées au financement des programmes de réforme et d'investissement, proposés aux instances européennes par les Etats membres pour la période 2021-2023. Ces programmes nationaux seront évalués par la Commission européenne à l'automne, puis soumis par vote aux Etats membres (majorité qualifiée, soit 55% des pays et 65% de la population totale). La grande majorité de cette enveloppe sera utilisée en 2021-2022 (environ 70%). La ventilation du solde sera ultérieurement, à partir des données conjoncturelles pour la période 2020-2021, notamment de la perte de PIB.

En complément de ces deux plans, les Etats membres se sont entendus en juillet sur un budget pluriannuel de 1074 Md€ pour la période 2021-2027 (contre 960 Md€ pour le précédent Cadre financier pluriannuel, hors Royaume-Uni), soit environ 153 Md€ par an, ou 1,1% du PIB de l'Union européenne. Ce cadre financier pluriannuel (CFP), négocié tous les 7 ans, est financé à près de 70% par les contributions directes des Etats membres, le complément provenant de ressources propres, tels que la TVA, les droits de douane payés par les pays hors Union européenne et, à partir du 1er janvier 2021, d'une nouvelle taxe sur les déchets plastiques non recyclés.

Sous la pression des « frugaux » qui ont conditionné l'accord de relance à différents rabais sur leur contribution au CPF, ce budget est toutefois moins favorable qu'anticipé (1300 Md€ demandés par le Parlement européen), en particulier pour la recherche, la santé, la défense et le climat. Dans ce contexte, le Parlement européen a menacé fin juillet de rejeter en fin d'année cette proposition de CFP et réclame des négociations avec le Conseil européen. A contrario, la politique agricole commune (PAC) est l'une des bénéficiaires de ce projet, dans la mesure où son enveloppe se maintient à un niveau très conséquent (386 Md€, soit près d'un tiers du budget), alors que la majorité des observateurs anticipaient une nette diminution, avec la perte de la contribution du Royaume-Uni.

Graphique 22 : répartition anticipée des subventions prévues dans le plan européen de relance, en Md d'euros (% du PIB 2019).



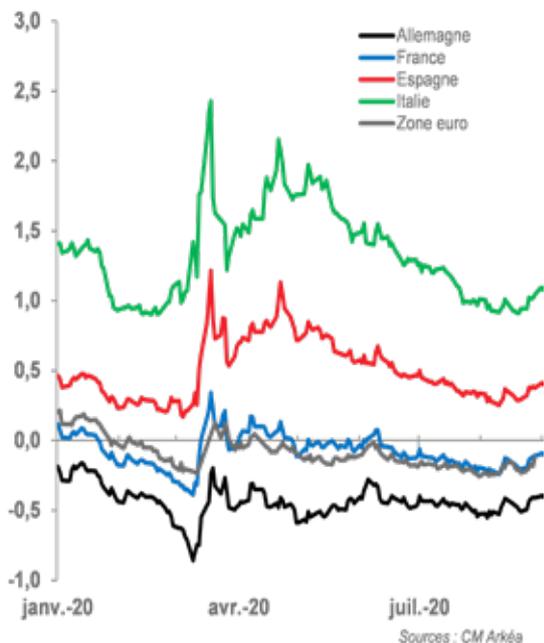
Sources : Commission européenne, Eurostat, CM Arkéa

LA BCE MAINTIENT LE CAP

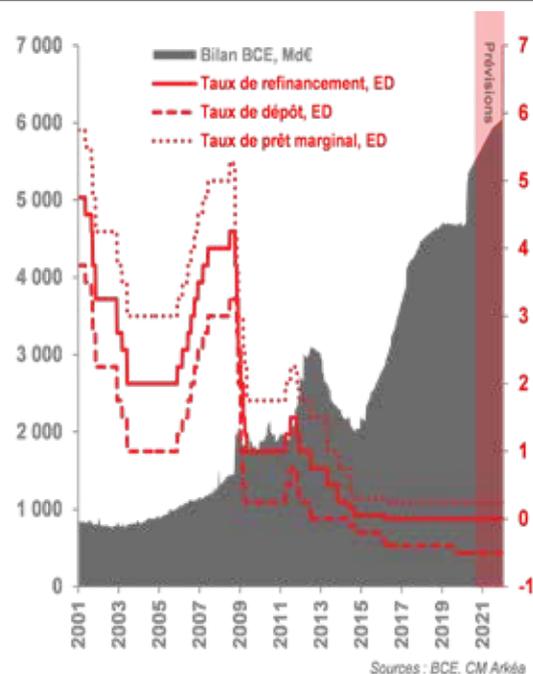
La Banque centrale européenne a agi rapidement et fortement pour parer à la crise et éviter toutes tensions sur la dette souveraine des pays de la Zone euro. Elle a ainsi de nouveau assoupli sa politique monétaire en augmentant la taille de son bilan et en apportant de la souplesse au secteur bancaire, afin qu'il assure le financement de l'économie réelle. A moyen terme, la Banque centrale devrait conserver une approche flexible et garder son biais ultra-accommodant.

Pour répondre à la crise, l'institution monétaire de Francfort a augmenté l'enveloppe de rachat de titres dans le cadre de son programme d'urgence PEPP (Pandemic Emergency Programme), qui atteint désormais 1 350 Md€. L'horizon du PEPP a également été étendu à fin juin 2021 et les remboursements, au titre du principal, des titres arrivant à échéance, seront réinvestis au moins jusqu'à fin 2022. Ce plan s'abstient de respecter les clés de répartition historique de la Banque centrale. En d'autres termes, la BCE achète de la dette des pays les plus exposés au coronavirus et à un choc économique de grande ampleur. En parallèle, la BCE, a également maintenu son programme d'achat d'actifs (APP) de 20 Md€ par mois (jusqu'à fin 2020 au moins), tandis que le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé d'ajouter «une enveloppe temporaire d'achats nets d'actifs supplémentaires de 120 milliards d'euros» jusqu'à la fin de 2020. In fine, le plan d'assouplissement de la BCE représentera au moins 1 700 Md€ de janvier 2020 à juin 2021. Il vise à faire baisser le coût de financement des Etats, des entreprises et des ménages. Selon nous, l'enveloppe consacrée à ce plan pourrait être amenée à augmenter dans les prochains mois pour continuer de soutenir la reprise économique. En effet, au rythme actuel depuis avril (moyenne de 5 Md€ d'achats quotidiens de titres éligibles), le PEPP devra être augmenté d'environ 300 Md€ pour éviter que l'enveloppe ne soit consommée avant juin 2021. Sur le marché obligataire, les rendements souverains, notamment ceux des pays dit périphériques, se sont ainsi nettement réduits depuis le pic de la mi-mars, retrouvant même leurs niveaux d'avant crise. La réponse de plus en plus coordonnée des Etats européens, via le plan de relance et l'action déterminante de la Banque centrale, ont porté leurs fruits. A l'horizon fin 2021, ces rendements devraient très légèrement remonter (cf. tableau 1) mais surtout rester plafonnés par l'action de la Banque centrale.

Graphique 24: évolution des rendements obligataires à 10 ans des principaux pays de la Zone euro



Graphique 23 : la politique monétaire de la Zone euro



La phrase clé de Christine Lagarde sur le risque d'éclatement de la Zone euro le 30 avril 2020

« Nous ne tolérerons aucun risque de fragmentation, nous voulons assurer que les liquidités soient abondantes, nous voulons assurer que le crédit afflue dans l'économie, que notre politique monétaire et sa transmission soient efficaces et nous ferons cela dans tout pays qui aura besoin de bénéficier de notre détermination. »

Du côté des taux courts, les taux directeurs resteront à leurs niveaux actuels (taux de refinancement à 0%, taux de dépôt à -0,50% et facilité de prêt marginal à 0,25%), jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent vers la cible proche mais inférieure à 2%). La BCE a préféré assouplir les conditions assorties aux opérations de refinancement ciblées à long terme des banques de la Zone euro (TLTRO-III). Contrairement aux crises précédentes où le secteur bancaire a pu jouer un rôle d'amplificateur de la crise, les banques doivent servir de stabilisateur et assurer, avec l'Etat, un rôle d'amortisseur du risque pour les autres agents privés. Désormais, pour les établissements de crédit qui dépasseront les seuils de performance en matière d'octroi de prêts, le taux des nouvelles opérations TLTRO-III sera calculé à partir du taux de dépôt (contre le taux de refinancement auparavant). En outre, la Banque centrale a mis en place sept opérations de refinancement à long terme d'urgence pandémique (PELTRO), jusqu'en septembre 2021. Contrairement aux TLTRO, ces opérations de refinancement ne sont pas ciblées. Elles pourront concerner des emprunts hypothécaires ou souverains par exemple. Les banques paieront un taux inférieur de 25 points de base au taux de refinancement appliqué par la BCE.

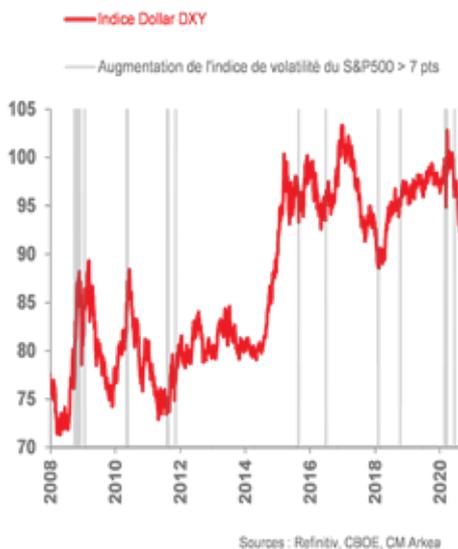
Enfin, du côté de l'inflation, l'objectif de combattre le retour du risque déflationniste s'est imposé à mesure que les économies s'enfonçaient dans la crise. Les mesures de la BCE et l'action coordonnée des Etats ont redonné confiance dans la Zone euro. Cette confiance s'est traduite par la forte hausse de l'euro face au dollar ou encore par le rebond des anticipations des marchés de l'inflation à 10 ans (le "5 ans dans 5 ans") (cf. graphique 25). Ce qui suggère pour les marchés que le pire de la crise est passé et les séquelles de cette dernière auront disparu à moyen terme.

Graphique 25: évolution des anticipations de marché de l'inflation de la Zone euro et des rendements à 10 ans



LE COUPLE EURO/DOLLAR A TROUVÉ UNE STABILITÉ, MAIS L'EURO POURRAIT ENCORE SE RENFORCER

Graphique 26 : évolution du dollar en période de forte incertitude



Le dollar devait se déprécier face à l'euro une fois la situation sanitaire internationale sous contrôle, plusieurs facteurs financiers et macroéconomiques plaident en sa faveur. A la faveur d'une accalmie du virus en Europe entre mai et juin, le mouvement s'est opéré. Cette remontée a toutefois été vive et la monnaie a rapidement atteint une résistance technique qu'il lui sera difficile de franchir. Mais, les annonces de la Fed plaident pourtant pour que cette résistance finisse par céder. En 2021, l'euro pourrait alors atteindre une nouvelle résistance de 1,25\$.

Les épisodes de tension sur les marchés (cf. graphique 26) sont souvent corrélés à une hausse du cours des devises des pays jugés les plus sûrs (Etats-Unis, Suisse, Japon). Dans ces situations exceptionnelles, les variations peuvent être brutales et de grande ampleur. Ainsi, le 9 mars, l'euro valait 1,146\$, puis le 20 mars 1,065\$. Une telle variation de 8 centimes sur 11 jours ouvrés n'avait pas été connue depuis janvier 2009. L'indice de la peur, le VIX, basé sur la volatilité quotidienne des échanges du S&P 500, est ainsi passé de 20 en moyenne en février 2020 (également la moyenne de l'indice depuis 2000) à 58 en mars (60 et 62 en octobre et novembre 2008, les plus hauts historiques de l'indice). Un nouvel épisode de stress sur l'activité mondiale conduirait donc à un mouvement haussier sur le billet vert.

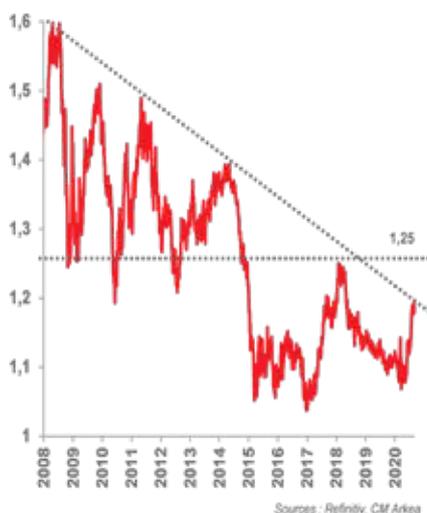
Au-delà de cette incertitude ponctuelle, la crise du coronavirus a considérablement modifié les anticipations sur la paire euro dollar. Depuis, plusieurs critères politiques (défaite possible de Donald Trump à l'élection présidentielle américaine, renforcement de l'intégration européenne avec la première mutualisation de dette) et financiers (écart de taux, attractivité des pays émergents) ont laissé entrevoir une appréciation de l'euro face au dollar.

Graphique 27 : le resserrement de l'écart des rendements des obligations souveraines européennes et américaines profiterait à l'euro



DES RENDEMENTS RESSERRÉS

Les rendements attendus des investissements en dollars et en euros se sont considérablement rapprochés depuis janvier 2020. En effet, si la Banque centrale européenne (BCE) a assoupli sa politique monétaire, la Réserve fédérale américaine a pu agir plus amplement.



Graphique 28 : résistances techniques sur l'euro/dollar

Des critères techniques plaident pour un euro évoluant dans la fourchette 1,16-1,20

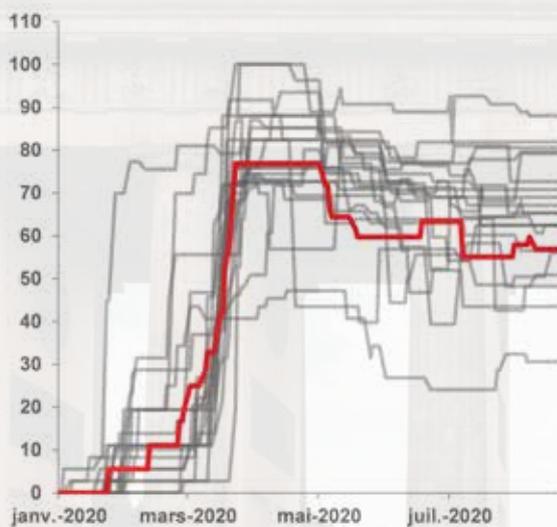
Depuis 2008 l'euro est tendanciellement en baisse face au dollar. Une oblique est traçable et suggère qu'il sera difficile de dépasser 1,20\$. Toutefois, le point de départ de cette baisse correspond à un mouvement d'assouplissement du taux de refinancement de la BCE de 325 points de base entre octobre 2008 et mai 2009. Les rendements obligataires souverains allemands à 10 ans perdaient alors 400 points de base en 18 mois. La variation inversée de 150 points de base provenant de la Fed est la plus forte connue depuis. Elle pourrait conduire à casser cette tendance de long terme. C'est pourquoi l'euro devrait progresser en 2021 jusqu'à son dernier point haut enregistré en 2018, à savoir 1,25\$.

ALLEMAGNE

UNE REPRISE SEMÉE D'EMBÛCHES MALGRÉ UNE VIGOUREUSE RELANCE BUDGÉTAIRE

La croissance allemande a été historiquement affectée par les conséquences du Covid (-11,5% au premier semestre 2020 par rapport au dernier trimestre 2019) même si le pays a montré sa capacité à résister au choc que représente l'épidémie. Touchée plus tardivement par l'épidémie que ses voisins européens (Italie, France), l'Allemagne a adopté rapidement une stratégie de dépistage ciblée, visant à ralentir la propagation de l'épidémie pour éviter la saturation de son système de soins. Joint à des mesures de distanciation sociale moins restrictives que dans d'autres pays, le recours au dépistage massif a permis d'identifier et d'isoler les individus porteurs du virus, pour donner aux hôpitaux allemands le temps d'accroître leurs capacités d'accueil. Au final, le pays a pu sortir du confinement plus rapidement permettant à l'activité de limiter sa chute au deuxième trimestre avant de rebondir dès le troisième trimestre.

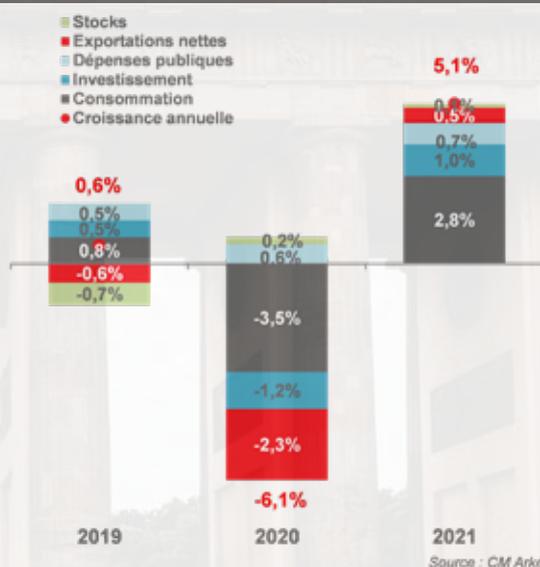
Le plan de relance annoncé début juin pourrait accélérer le rebond du PIB vers son niveau d'avant crise d'ici 2022. Il se veut ambitieux (130 Md€, 3,8% du PIB) en raison des marges budgétaires dont dispose le pays. Toutefois, outre le virus, les risques qui ont marqué l'année 2019 (Brexit, guerre commerciale, contraction des échanges internationaux de marchandises) restent bien présents et pourraient gripper cette reprise. **En 2020, la croissance allemande chuterait ainsi de 6,1%, avant de rebondir de 5,1% en 2021.** A fin 2021, la croissance du PIB n'aurait toujours pas retrouvé son niveau d'avant crise, affichant un recul de 1,3% sur la période 2020-2021.



Sources : Oxford Economics, CM Arkéa

Graphique 29 : indice d'intensité des mesures de restrictions sanitaires

Graphique 30 : contributions à la croissance française



Source : CM Arkéa

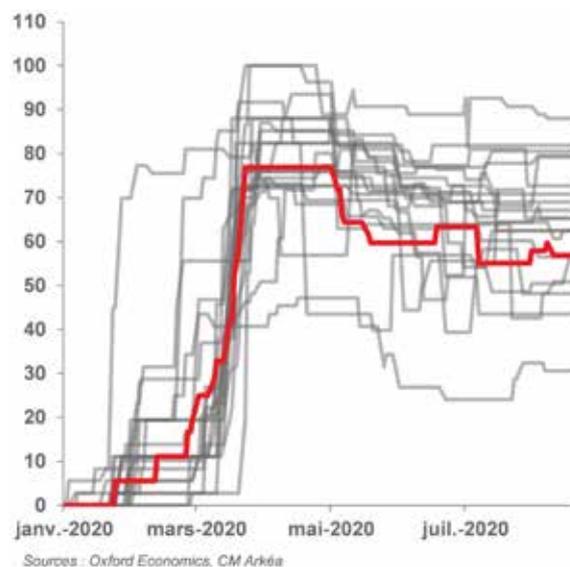
ZOOM LE CHÔMAGE PARTIEL EN ALLEMAGNE

Après l'entrée en confinement en mars, le gouvernement allemand a lancé un plan d'urgence de 750 Md€ contenant des mesures sur la protection de l'emploi et des revenus et de soutien à la liquidité pour les entreprises (prêt garanti). Le point central du plan est le dispositif du chômage partiel (« Kurzarbeit ») qui s'est révélé efficace lors de la dernière crise financière de 2008-2009. Dans ce cadre, l'agence fédérale pour l'emploi verse entre 60% et 67% des salaires aux travailleurs dont le temps de travail a été réduit. La durée d'indemnisation est de 12 mois et la possibilité de prolongation à 24 mois a été adoptée cet été.

LA PRUDENCE PRÉDOMINE

L'Allemagne débutait l'année 2020 avec l'espoir d'une reprise portée notamment par sa demande intérieure, après une année 2019 compliquée où le pays a évité de justesse une récession technique. Ce ralentissement reflétait toujours le taux d'ouverture élevé du pays, qui reste en première ligne face aux risques, mais aussi face aux difficultés qui pèsent sur l'économie mondiale. La crise sanitaire est venue profondément changer la donne. Du côté de la demande, le rebond actuel des dépenses de consommation devrait être ponctuel en raison de la prudence des consommateurs face au virus (cf. graphique 31).

De plus, la détérioration des perspectives d'emploi va probablement conduire à une augmentation de l'épargne de précaution. En effet, les conditions se sont considérablement dégradées sur le marché du travail. Le taux de chômage a augmenté de 1,5 point depuis mars, à 6,4% en juin au plus haut depuis juin 2015. Parallèlement, le nombre d'heures travaillées a fortement baissé en raison du recours massif au dispositif de chômage partiel. À la fin mai, selon l'institut Ifo, les demandes déposées en vue de bénéficier de ce dispositif concernaient plus d'un tiers de l'ensemble des salariés. Une partie pourrait se retrouver entièrement au chômage. Dans ces conditions, le taux de chômage ne devrait atteindre son point culminant que l'année prochaine.



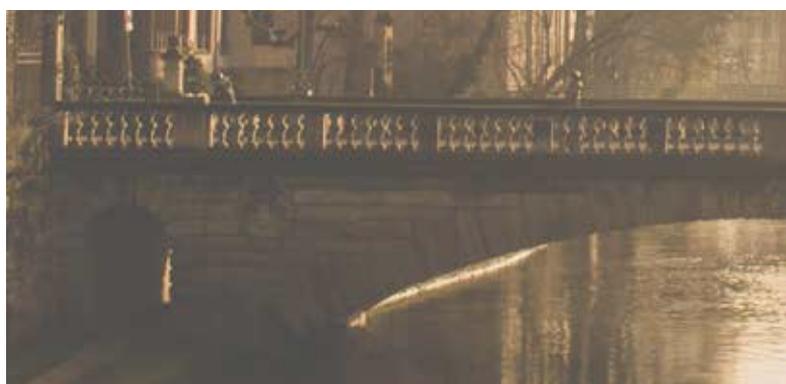
Graphique 31 : évolution des ventes au détail, de la confiance des ménages et de l'inflation

Du côté des entreprises, l'activité économique a donné des signes de rebond depuis mi-avril et la levée du confinement dans les différents Länder depuis. L'indice Zew, qui mesure le climat des affaires en Allemagne, montre ainsi un sursaut de la situation, à 6 mois et laisse entrevoir une éclaircie au cours des prochains mois (cf. graphique 32). En revanche, la situation actuelle reste déprimée depuis la sévère chute initiée début 2018. Le secteur manufacturier reste particulièrement détérioré.

Graphique 32 : indice ZEW - évolution du sentiment économique



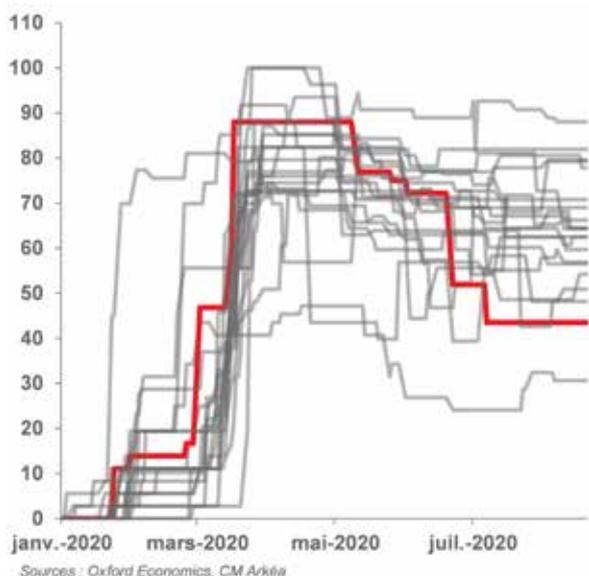
Cette dichotomie entre les deux situations reflète la position du gouvernement qui a décidé en juin de prolonger de trois mois, soit jusqu'en décembre 2020, un assouplissement de la législation sur l'insolvabilité, afin de donner de l'air aux entreprises dont la trésorerie a fondu. Cette mesure bénéficiera aux entreprises très endettées mais qui restent solvables, le gouvernement voulant éviter des faillites en cascade à l'automne. A cela, s'ajoute un programme de relance d'un montant de 130 Md€, qui pourrait faire progresser la croissance d'un point de pourcentage en 2020 et de 0,5 pt en 2021. Dans le détail, il prévoit une baisse de la TVA (de 19% à 16% et de 7% à 5%) pour encourager les dépenses des ménages. En outre, le plan prévoit d'importants transferts en faveur des entreprises grâce à un programme de soutien du crédit, d'un montant de 25 Md€, destiné aux petites entreprises ayant enregistré une chute de leur chiffre d'affaires de plus de 60% entre juin et août. Enfin, un biais environnemental (réduction des émissions de dioxyde de carbone) est intégré avec une aide à l'acquisition d'une voiture électrique et un montant de 50 Md€ affecté au financement de la recherche de nouvelles technologies, à l'instar de l'hydrogène. **Enfin, le secteur manufacturier, qui est orienté vers l'exportation, ne pourra se redresser tant que la reprise se fera attendre dans les pays voisins. En ce sens, le plan européen, soutenu et défendu par Angela Merkel, est un point positif.**



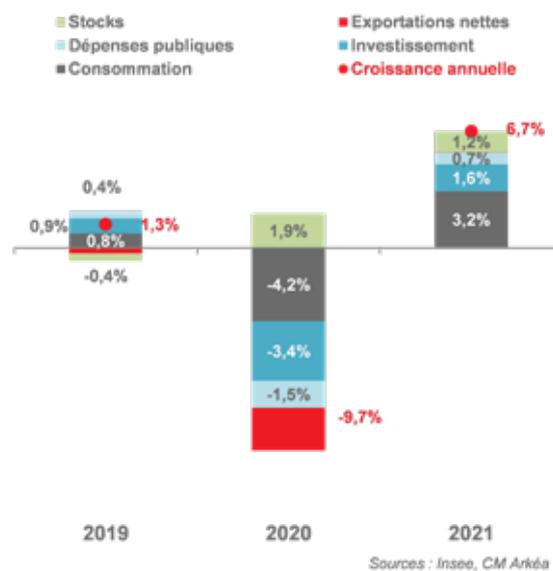
FRANCE

La France a connu un recul historique de son activité au premier semestre (-18,5%) par rapport au dernier trimestre 2019. Ce recul est lié à la rigueur du confinement mis en place, parmi les plus stricts des économies du G20 (cf. graphique 33).

Les données recensées au troisième trimestre suggèrent un rebond fort de l'activité à la fin de ce dernier (+12,3% en rythme trimestriel). Néanmoins, la suite s'annonce plus compliquée malgré l'annonce d'un plan de relance de 100 md€ par le Gouvernement. L'augmentation des défaillances d'entreprises commencerait notamment à s'opérer, dégradant en parallèle les perspectives d'emploi. En 2021, l'investissement des entreprises pâtira largement des incertitudes encore nombreuses et de la baisse des marges des sociétés constatée en 2020. In fine, le rebond de l'activité en 2021 sera essentiellement technique (+6,7%) après une chute de 9,7% en 2020.



Graphique 33 : indice d'intensité des mesures de restrictions sanitaires en France



Graphique 34 : contributions à la croissance française

DES MÉNAGES PRUDENTS

Au troisième trimestre 2020, le rebond de l'activité en France seraient vigoureux. Mais les dernières enquêtes suggèrent une phase de ralentissement au quatrième trimestre. La croissance de la consommation notamment (55% du PIB) pourrait s'infléchir dans les prochains mois en lien avec une dégradation du marché de l'emploi. Les ventes au détail ont, par exemple, après avoir baissé de 32% entre mars et avril par rapport à février, rebondi de 50% entre mai et juin pour être 2,7% au-dessus de leur niveau initial. Ces chiffres positifs traduisent un retour à la normale, qui, à ce stade, ne vient donc pas compenser la consommation perdue du premier semestre. Pire, il est possible que la progression soutenue des derniers mois marque le pas, pénalisée par le manque de perspective. Au deuxième trimestre, le pouvoir d'achat des ménages a diminué de 2,1%.

Avec le recours au dispositif d'activité partielle et la baisse de l'emploi, la masse salariale reçue par les ménages a très nettement diminué (-10%). En juillet et en août selon l'Insee, l'indicateur de confiance des ménages (94) a perdu deux points par rapport à juin et demeure 9 points sous la moyenne du second semestre 2019. Dans ce contexte, l'épargne forcée accumulée pendant le confinement (85,6 Md€) devrait en partie se transformer en épargne de précaution. Comparée au revenu disponible, l'épargne a doublé, passant de 14,3% en moyenne depuis 2015 à 27,4% au deuxième trimestre (plus haut historique).

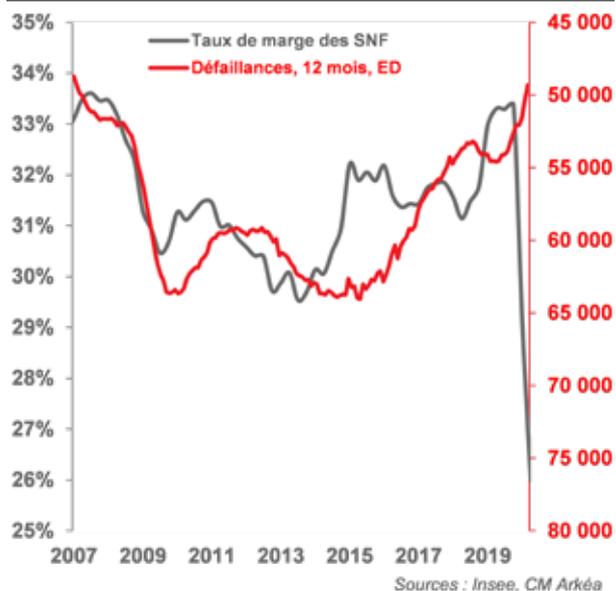
Graphique 35 : évolution trimestrielle du pouvoir d'achat et du taux d'épargne des ménages français



AU SECOND SEMESTRE LES FAILLITES VONT BONDIR

Du côté des entreprises, le coût de la crise est déjà colossal. A fin août, il était de 90 Md€ au total dont 36 à la charge des entreprises (3 aux ménages et 51 à l'Etat). Le taux de marge des sociétés non financières a diminué de 7,4 points (26% de la valeur ajoutée) au deuxième trimestre par rapport à 2019 (cf. graphique). Afin de traverser la crise, ces dernières se sont endettées, par le canal obligataire pour les plus grandes (progression de 15% de l'encours sur un an en juin 2020 à 700 Md€) et par celui du crédit bancaire pour les autres (progression de 11,4% de l'encours sur un an en juin 2020 à 1170 Md€). Dans un contexte toujours déprimé et avec la remise en place du régime des faillites¹³ le 24 août, une large partie de ces emprunts devrait être utilisée pour financer les besoins en trésorerie des sociétés. Malgré les aides et ce surplus de dette court terme, une forte progression des faillites d'entreprises est attendue. Fin 2021, le nombre de faillites sur 12 mois pourrait franchir le triste record de 64 000 défaillances en 2015. Mi 2021, le taux de chômage avoisinerait 10% en France métropolitaine. Tous les secteurs seront concernés. Cependant, les secteurs des services les plus dépendants des loisirs et du tourisme (hôtellerie, restauration, évènementiel) apparaissent plus impactés et à risque que les autres. Du côté de l'industrie, l'aéronautique semble en première ligne. Les ménages devraient également limiter leur consommation aux biens de première nécessité. Les secteurs de l'habillement ou du meuble pourraient être fragilisés par ce comportement typique des crises.

Graphique 36 : évolution du taux de marge des entreprises non financières et des défaillances sur 12 mois en France



LE MARCHÉ IMMOBILIER ÉGALEMENT FREINÉ

Le marché immobilier résidentiel devrait se contracter en 2020, dans le neuf comme dans l'ancien. Pour ce segment, environ 850 000 logements seraient vendus après une année 2019 exceptionnelle (1,07 million de logements vendus, +10,4% par rapport à 2018). L'explication de cette baisse vient d'une demande en berne et des deux mois de confinement difficiles à rattraper. Du côté du neuf, les contraintes sanitaires viennent renforcer le coût de fabrication des logements (d'environ 20% selon les fédérations) et allongent les délais. Les commandes opérées par les pouvoirs publics¹⁴ via les acteurs du logement social seront peu opérants avant 2021 compte tenu des délais d'inertie du secteur. L'immobilier de bureau souffrira de la mise en place du télétravail à grande échelle pendant le coronavirus. Cette pratique tend à diminuer la surface nécessaire au développement de son activité en favorisant le roulement de personnel au sein des bureaux. Dans son ensemble, le secteur très atomisé pourrait connaître une année marquée par une forte montée des défaillances d'entreprises.

¹³ Jusqu'au 24 août, les ordonnances n° 2020-341/596 établissaient que l'existence ou l'absence de cessation de paiement serait appréciée en considération de la situation de l'entreprise au 12 mars 2020.

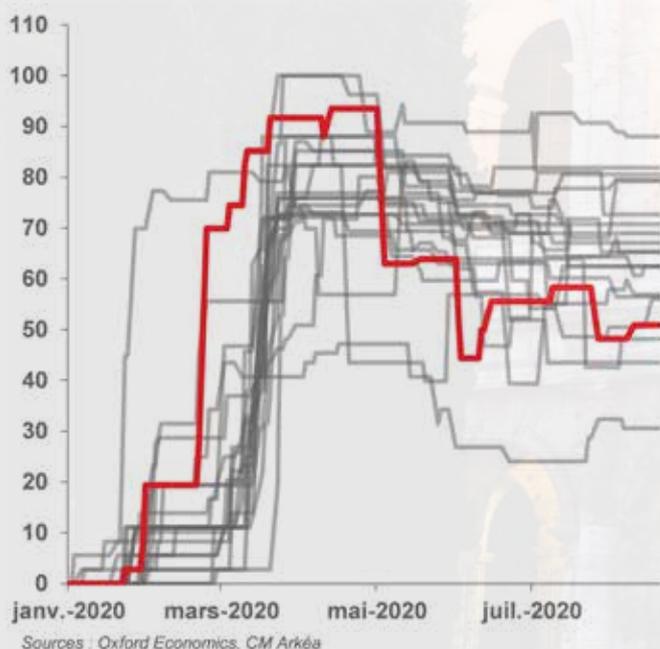
¹⁴ Pendant le confinement la CDC habitat s'est engagée à commander 40 000 logements neufs, alors qu'Action logement doit également en acquérir 10 000 auprès des promoteurs.

ITALIE

UNE REPRISE FORTEMENT DÉPENDANTE DE LA SOLIDARITÉ EUROPÉENNE

Avant la crise sanitaire, l'économie italienne était à la peine en comparaison de ces voisins européens. En Italie, l'activité reste durablement contrainte par une faible productivité et de fortes incertitudes politiques, dans un contexte de finances publiques dégradées. En 2019, le PIB italien a ainsi progressé de seulement 0,3%, la plus faible croissance enregistrée en Zone euro. Début 2020, le pays a rapidement été affecté par l'épidémie et les mesures de confinement mises en place dès la fin février (cf. graphique 37), en particulier dans sa moitié nord, cœur économique et industriel du pays.

À fin juin, l'activité reste inférieure de 17,6% à son niveau de fin 2019. Au deuxième trimestre, le PIB a reculé de 12,8% (variation trimestrielle, après -5,5% au 1er trimestre). Dans le détail, la consommation privée est inférieure de 17,1% à son niveau du T4, malgré le fort recours au chômage partiel (51% des entreprises, pour 13 millions de travailleurs) et le gel des licenciements. La contraction de l'investissement est encore plus marquée (-21,3%). En parallèle, l'effondrement du commerce international a fortement pesé sur l'activité, bien au-delà de ce que suggèrent les données de comptabilité nationale : la baisse concomitante des importations masque en partie la chute des exportations et son effet néfaste sur l'industrie exportatrice. Au 3e trimestre, l'activité rebondirait de 11,1%, comme le suggère la dynamique des indicateurs conjoncturels observée depuis le mois de mai. A fin juin, l'acquis de croissance pour le 3e trimestre atteint +14,3% pour les ventes au détail (après -7,9% au 2e trimestre) et +16,4% pour la production industrielle (après -17,6%).

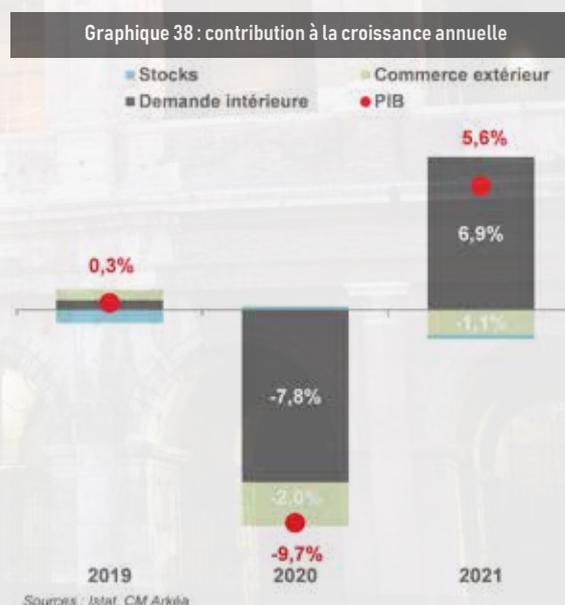


Graphique 37 : intensité des mesures de restrictions sanitaires en Italie

L'économie italienne se contracterait de 9,7% en 2020, avant de rebondir de 5,6% en 2021. A fin 2021, le PIB resterait plus de 3% inférieur à son niveau de fin 2019.

En 2021, le rebond s'affaiblirait progressivement, même si l'économie continuerait d'évoluer au-dessus de son potentiel, portée par la dynamique de rattrapage et les mesures de soutien. Début août, le gouvernement a renforcé de 25 Md€ son plan de soutien (à 100 Md€ au total, soit environ 5% du PIB italien), via notamment la prorogation du dispositif de chômage partiel. Le gel des licenciements est reconduit jusqu'à mi-novembre 2020, faisant de l'Italie le dernier pays européen à maintenir cette mesure. Le « décret d'août » permet également aux entreprises les plus fragilisées d'étaler sur 2 années le paiement des impôts suspendus pendant le confinement. Enfin, le moratoire sur les prêts bancaires permet aux sociétés de suspendre une partie des remboursements jusqu'au 31 janvier 2021. En parallèle, l'Italie devrait être le pays le plus largement bénéficiaire du plan de relance européen. Elle devra toutefois présenter d'ici la mi-octobre à la Commission le détail de son plan, répondant aux critères de l'Union européenne. Il devrait principalement être axé sur les investissements en infrastructures, l'éducation et la recherche.

Au-delà des aléas sanitaires globaux, les risques sont élevés et le redémarrage des mécanismes de marché, en partie gelés depuis le début de la crise, s'annonce sensible, en particulier pour le marché du travail. La forte chute du taux d'activité laisse craindre une correction brutale du taux de chômage avec la disparition progressive du chômage partiel et la fin de l'interdiction de licencier, accusée de « pétrifier » l'économie par les entreprises italiennes (Confindustria).



Sources : Istat, CM Arkéa

ESPAGNE

LE TOURISME VICTIME DU COVID

L'Espagne est l'une des économies européennes les plus affectées par la crise sanitaire et les mesures de confinement. Pourtant, la situation était globalement favorable fin 2019, le pays continuant de progresser à un rythme bien supérieur à celui de ses grands voisins européens. Cette dynamique était liée à une croissance potentielle globalement supérieure (environ 1,4%) et à la dynamique de rattrapage suite aux crises des subprimes (2008-2009) et de la Zone euro (2011-2012).

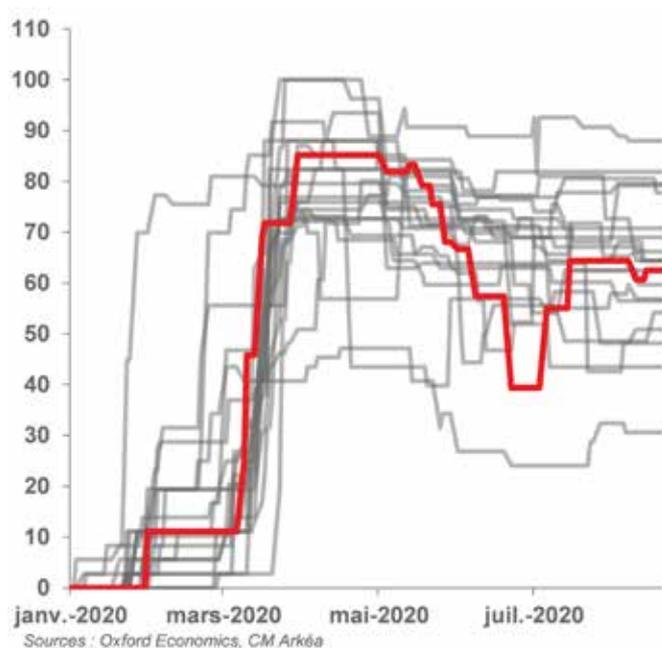
Au 2e trimestre, le PIB espagnol est inférieur d'environ 22% à son niveau pré-crise, malgré le rebond observé depuis mai. La production a enregistré une chute historique de 18,5% entre avril et juin (variation trimestrielle, après -5,2% au 1er trimestre), la plus forte contraction en Europe, en raison notamment d'une forte dépendance au tourisme (12% de la valeur ajoutée). Malgré la mise en place du chômage partiel, le pays a perdu plus d'un million d'emplois, pour une population active de près de 20 millions de personnes, en particulier dans le secteur des services (800 000 postes détruits). Du côté de la demande, cette contraction s'explique à la fois par la consommation et l'investissement, qui restent chacun inférieur de près de 25% à leur niveau de décembre 2019. Les exportations ont également connu une chute spectaculaire (-33%) liée en partie à la désertion des touristes étrangers, conduisant à une nette contribution négative du commerce extérieur à la croissance.

Le PIB espagnol reculerait de 11,2%, avant de rebondir de 6,1% en 2021. A cet horizon, il resterait toutefois inférieur d'environ 6% à son niveau de 2019.



Comme les autres économies européennes, l'activité enregistre depuis mai un rebond technique. En particulier, les ventes au détail se sont fortement redressées et évoluent en juillet 2% en-dessous de leur niveau de décembre 2019. Cette tendance devrait se poursuivre jusqu'en 2021, soutenue par un rattrapage de la confiance des consommateurs, qui pourrait toutefois être affectée par une hausse massive et durable du chômage, avec la levée progressive des mesures de soutien. En parallèle, la reprise de l'investissement devrait être plus graduelle, les entreprises préférant partiellement reporter leurs nouveaux projets. Elles devraient toutefois bénéficier des 140 Md€ d'aides européennes (subventions et crédits) du plan de relance de 750 Md€, même si le gouvernement de Pedro Sanchez peine actuellement à formaliser leur utilisation, en raison de tensions politiques au Parlement, où la coalition du Premier ministre n'est pas majoritaire.

Les risques restent importants, en raison notamment de la forte dépendance de l'économie espagnole à des secteurs très exposés. En particulier, le secteur touristique est fortement soumis à l'évolution du coronavirus et aux mesures de restrictions imposées par les autres pays européens. De même, le secteur de la construction (50% de l'investissement), très fragilisé, peinerait d'autant plus à redémarrer que l'instabilité politique, liée à l'absence de majorité du Premier ministre au Cortes, pourrait freiner la mise en œuvre des plans de relance, notamment en ce qui concerne les projets d'infrastructures.



Graphique 39 : intensité des mesures de restrictions sanitaires en Espagne

ROYAUME-UNI

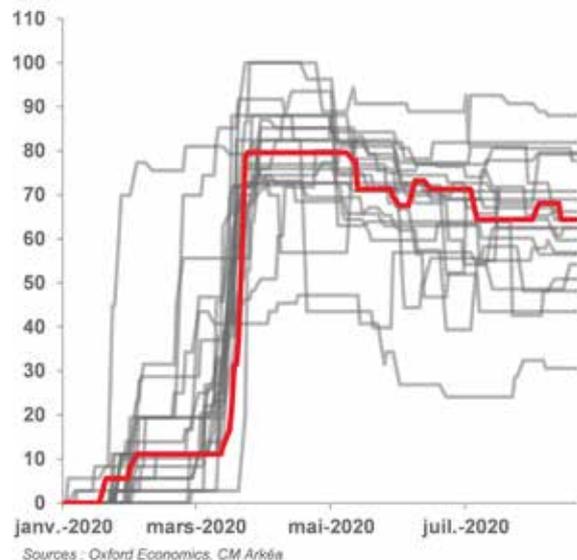
COVID + BREXIT = BROVID ?

Le Royaume-Uni semble avoir moins bien géré la crise du coronavirus que les autres membres de l'Union européenne. Le Gouvernement britannique a tardé à mettre en place des mesures de restriction alors que la pandémie de Covid-19 se propageait rapidement. Avec près de 45 000 décès, le pays a été sévèrement touché par la pandémie et c'est actuellement le cinquième pays au monde le plus affecté, et le premier en Europe. Le confinement a finalement été imposé le 23 mars et a été particulièrement long.

En effet, à titre d'exemple, les commerces dits non essentiels n'ont rouvert qu'à la mi-juin (contre début mai en Allemagne et en France), tandis que les bars et restaurants ont dû attendre jusqu'au début du mois de juillet. Le Royaume-Uni a ainsi connu un recul historique de son activité au premier semestre (-22,2%) par rapport au dernier trimestre 2019. Outre cette gestion de la crise, les perspectives restent déprimées par le feuilleton du Brexit alors que l'échéance du 31 décembre approche. L'Union européenne et le Royaume-Uni ont toujours des positions très divergentes concernant l'accord post-Brexit, ce qui ajoute d'importantes incertitudes. In fine, le rebond de l'activité en 2021 sera essentiellement technique (+5,8%) après une chute de 10,1% en 2020.

Au troisième trimestre 2020, le rebond de l'activité au Royaume-Uni serait robuste. Mais les dernières enquêtes suggèrent une phase de ralentissement au quatrième trimestre. La croissance de la consommation (63% du PIB) notamment pourrait s'infléchir dans les prochains mois en lien avec une dégradation du marché de l'emploi. Les ventes au détail sont par exemple, après avoir baissé de 22% sur un an en avril, repassées en territoire positif en juillet (+1,4%). Ces chiffres positifs traduisent un retour à la normale, qui à ce stade ne vient donc pas compenser la consommation perdue du premier semestre. Toutefois, il est possible que ce rebond marque le pas, pénalisé par le manque de perspectives, reflété par une confiance des ménages toujours très dégradée (cf. graphique 42). Malgré les mesures sans précédent du Gouvernement (54 Md£ pour le dispositif de sauvegarde de l'emploi), le Royaume-Uni offre toujours un soutien aux salariés qui se retrouvent au chômage inférieur à d'autres pays européens disposant d'un système plus protecteur. Les programmes, qui ont été prolongés jusqu'en octobre, de chômage partiel et d'aide aux auto-entrepreneurs, bénéficiant à 11,8 millions de Britanniques (34% de la population), ont permis de stabiliser temporairement le taux de chômage à 3,9% entre février et avril. Néanmoins, les demandes d'allocations chômage et de prestations sociales ont atteint 7,4% de la population au mois de mai (un plus haut depuis 1996), suggérant que le taux de chômage pourrait grimper à 10% d'ici la fin de l'année sans prolongement des dispositifs, selon l'Organisme britannique de surveillance des finances publiques (OBR). Si le chômage reste durablement élevé, l'économie risque de se retrouver coincée dans un cercle auto-renforcé d'anticipation pessimiste, d'activité économique et d'investissement faibles.

Graphique 40 : indice d'intensité des mesures de restrictions sanitaires au Royaume-Uni



Graphique 41 : évolution de la croissance du PIB du Royaume-Uni en base 100 (100=01-01-2020)



Graphique 42 : évolution des ventes au détail, de la confiance des ménages

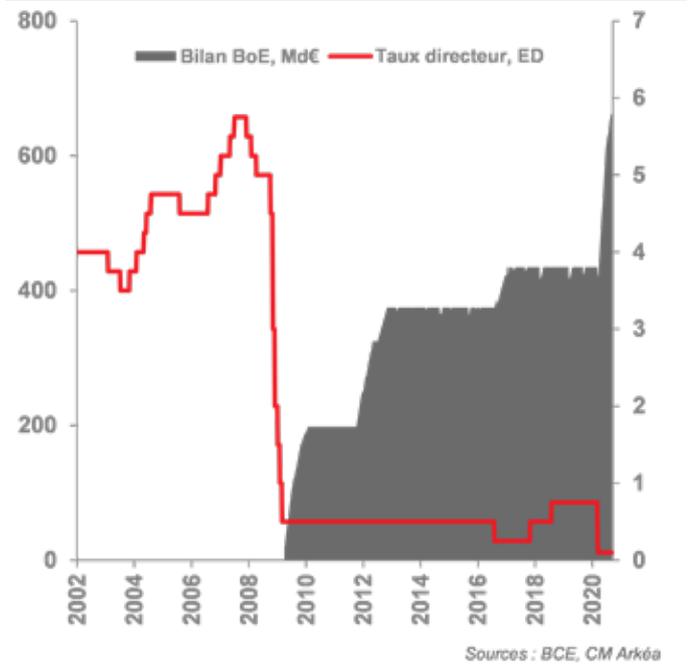


Pour atténuer l'effet du confinement et relancer l'économie, les autorités britanniques ont donc mis en place un ensemble de mesures de soutien aux ménages, aux entreprises et aux services publics d'une ampleur sans précédent outre-Manche. Du côté des entreprises, les garanties de prêt d'au moins 300 Md£, les mesures de soutien dépasseraient les 50Md£. Enfin, 16 Md£ seraient alloués aux dépenses publiques, à l'instar des services de santé ou des mesures à destination du rail. L'OBR estime que l'impact des mesures sur les emprunts de l'Etat sera de 132 Md£, soit 6% du PIB.

LA BANQUE D'ANGLETERRE EN SOUTIEN ET LE STERLING SOUS PRESSION

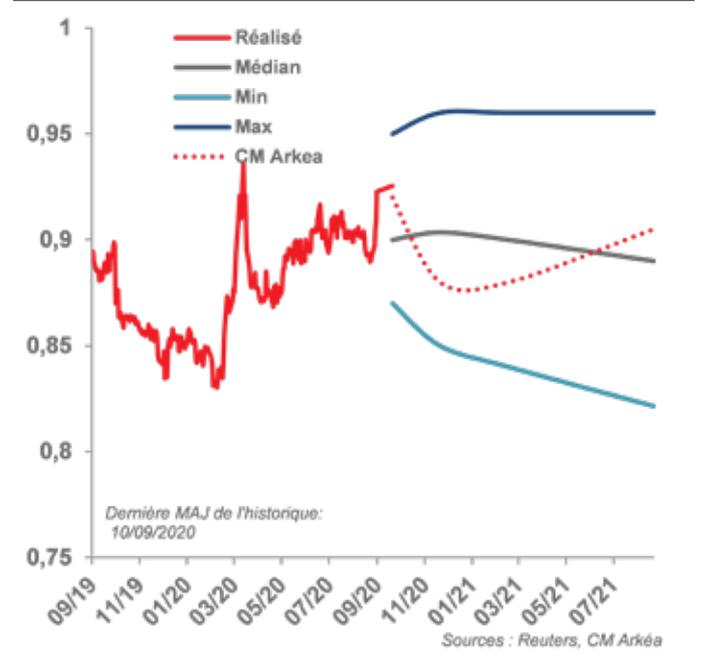
L'économie britannique est également soutenue par des politiques monétaires extrêmement accommodantes visant à préserver l'accès des entreprises et des ménages au financement et à assurer la liquidité du marché. Face à la crise du coronavirus, la réponse de la Banque d'Angleterre a été rapide et généreuse, complétant ainsi l'action du Gouvernement. Parmi les principales mesures, la BoE a : (1) réduit son taux principal de 65 pb à 0,1% en mars, (2) lancé un programme de financement à long terme pour les petites et moyennes entreprises (TSFME) et un soutien aux grandes entreprises par le biais d'une facilité de crédit (Covid Corporate Financial Facility), (3) augmenté de 200 Md£ (à 645 Md£, soit 30% du PIB et en augmentation de 45% par rapport au mois de mars) son portefeuille d'obligations du Trésor et d'entreprises notées investment grade. A la vue des perspectives à venir, la BoE pourrait augmenter de 100 Md£ la taille de son bilan d'ici la fin de l'année et devrait rester ultra accommodante. La BoE est prête à faire davantage pour assurer un retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2%, alors que l'impact de la crise du coronavirus devrait être globalement désinflationniste. Par ailleurs, la BoE craint une possible remontée importante et durable du taux de chômage (à 8% cette année et 7% en 2021), et une augmentation significative du nombre de faillites. Elle reste donc prête à prendre des mesures supplémentaires si nécessaire.

Graphique 43 : la politique monétaire du Royaume-Uni



Depuis la mi-mai, la livre sterling se négocie autour de 0,90 pour 1 euro. Les prochains mouvements dépendront essentiellement du Brexit et de la reprise de l'activité économique de part et d'autre de la Manche. Les actions des Banques centrales (BCE, BoE) auront moins d'impact car elles maintiendront toutes deux des politiques monétaires accommodantes dans les mois à venir. **Selon notre scénario, la devise britannique devrait ainsi rester sous pression d'ici la fin de l'année avec la perspective d'un Brexit.** Comme indiqué précédemment, il paraît envisageable qu'un accord a minima soit trouvé, bénéficiant légèrement à la livre sterling. Toutefois, quel que soit l'issue, il pénalisera le Royaume-Uni à moyen terme. De plus, La reprise de l'activité devrait être plus dynamique en Zone euro. Finalement, la livre sterling devrait baisser tendanciellement dans les mois à venir (cf. graphique 44).

Graphique 44 : évolution de l'EUR/GBP et prévisions



OÙ EN SONT LES NÉGOCIATIONS ?

Alors que le Royaume-Uni est sorti de l'Union européenne le 31 janvier 2020, le pays doit encore quitter le marché unique et l'union douanière à la fin de la période de transition le 31 décembre 2020. Toutefois, les négociations sur la relation future ont été interrompues à cause du Covid-19 et peu de progrès ont été réalisés depuis leur reprise en avril dernier. Pire, depuis la dernière session d'août, les deux parties se rejettent mutuellement la responsabilité de cette nouvelle impasse. Le négociateur en chef Michel Barnier se montre de plus en plus défaitiste, se déclarant « déçu et inquiet » du peu d'entrain des Britanniques à avancer sur des sujets « d'une importance capitale » pour l'UE. En parallèle, les responsables du cabinet de Boris Johnson évaluent seulement entre 30% et 40% les chances d'obtenir un accord. Dans tous les cas, le temps presse alors qu'un accord doit être trouvé d'ici le 31 octobre pour assurer la ratification de ce nouveau traité avant la fin de l'année.

QUELS SONT LES POINTS DE DISCORDE ?

Les négociations continuent d'achopper sur de nombreux points mais trois grands désaccords persistent. En premier lieu, l'Union européenne reste ferme sur les conditions de concurrence équitable. Elle souhaite que les normes communautaires en vigueur à la fin de la période de transition servent de point de départ (clause de non régression), comme le Royaume-Uni s'y est engagé dans l'Accord de retrait. Pour l'UE, sans garanties solides de la part des Britanniques sur la concurrence, aucun accord ne serait possible. Le deuxième point porte sur la gouvernance du futur partenariat. Londres souhaite signer une multitude d'accords sectoriels séparés, quand l'Union veut un accord global unique, incluant les différents domaines de coopération (le commerce, les transports, l'aviation, la pêche, la justice, la défense, etc.). Enfin, la pêche reste un point critique et symbolique du référendum de 2016. L'UE souhaite maintenir les conditions existantes d'accès des pêcheurs européens aux eaux britanniques, qui sont plus poissonneuses, alors que le Royaume-Uni souhaite renégocier chaque année avec Bruxelles les conditions d'accès, de manière similaire à l'accord de l'UE avec la Norvège et l'Islande.

QUELS SONT LES SCÉNARIOS POSSIBLES ?

Tout est encore possible. Depuis l'accord sur le divorce signé en début d'année, le risque de « Brexit sans accord » s'est transformé ainsi en risque de « Brexit sans accord commercial ». Le scénario qui entraînerait le moins de perturbations serait un traité de libre-échange sans aucun quota ni frais de douane. À l'autre extrémité, l'échec des négociations entraînerait le retour aux règles de l'Organisation mondiale du commerce. Ainsi, le plus dur des Brexit est toujours une possibilité bien réelle ce qui fait peser le risque de forte volatilité financière et de troubles économiques importants. Plus le temps passe, plus la probabilité que ce scénario se matérialise augmente.

NOTRE SCÉNARIO :

Selon nous, il n'est pas dans l'intérêt des deux parties d'arriver à un Brexit « sans accord commercial », et il apparaît encore envisageable qu'un accord à minima soit trouvé d'ici la fin de l'année. Notre scénario est qu'un accord sur les marchandises sera trouvé pour permettre le commerce futur sans quotas ni droit de douane à condition que le Royaume-Uni s'aligne sur l'UE en matière de réglementation. Point important, l'accord pourrait prévoir la possibilité pour l'UE d'imposer des barrières tarifaires dans le temps sur les importations en provenance du Royaume-Uni, si celui-ci divergeait significativement des normes européennes en matière d'aide d'État, de normes sociales, de marché du travail et d'environnement. L'accord pourrait également inclure des obstacles non tarifaires immédiats au commerce des biens et des services. Concernant, les services financiers, un régime d'équivalence temporaire permettrait d'éviter aux deux marchés une interruption de leurs activités commerciales à la fin de la période de transition. En effet, les entreprises actuellement basées au Royaume-Uni pourraient, par le biais de cet accord, conserver leur accès au marché européen sans avoir à relocaliser leurs activités au sein d'un autre pays de l'UE. Dans tous les cas, les discussions sur différents aspects de la relation devraient se poursuivre en 2021. Enfin, à moyen terme, la sortie du Royaume-Uni à la fois du marché commun et de l'union douanière de l'UE impactera d'au moins 0,5% de point par an, la croissance du Royaume-Uni.

PAYS ÉMERGENTS

CHINE : LES AUTORITÉS AUX MANETTES, MAIS GARE AU RETOUR DE MANIVELLE



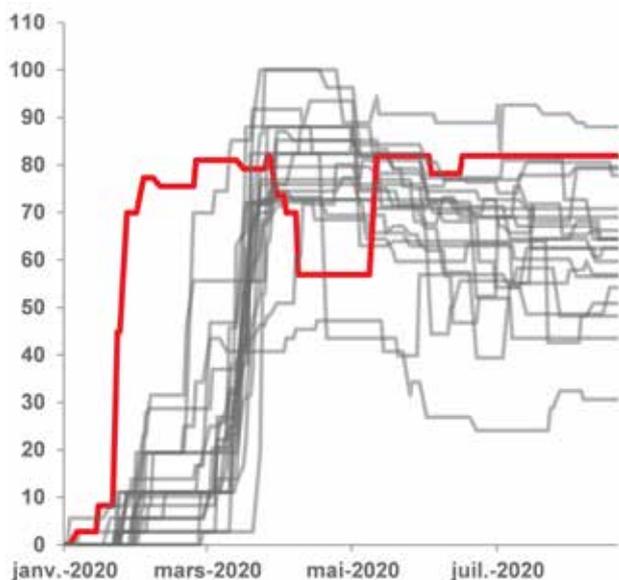
La Chine est le premier pays affecté par le coronavirus et le premier à avoir rompu avec le confinement, lorsque cette crise se transformait en pandémie mondiale. Le cycle chinois est donc en avance d'environ un trimestre sur les autres économies.

L'économie chinoise évolue déjà 0,4% au-dessus de son niveau pré-crise. Après une contraction de 6,8% au 1er trimestre 2020 (glissement annuel), le PIB a progressé de 3,2% au 2e trimestre (+11,5% en variation trimestrielle, après -10,0%), permettant à l'économie de dépasser son niveau du 4e trimestre 2019, quelques mois seulement après l'assouplissement des restrictions. Avec une reprise en « V », la Chine se démarque des autres économies, pour lesquelles un rattrapage n'est pas envisagé au mieux avant le deuxième semestre 2021, selon des hypothèses extrêmement favorables.

Ce rattrapage est lié à la dynamique de l'investissement et des exportations, alors que la consommation privée reste atone. L'investissement s'est nettement redressé et évolue près de 6% au-dessus de son niveau de décembre 2019, soutenu en partie par l'assouplissement monétaire de la Banque centrale (PBoC). Dans le détail, les statistiques mensuelles (cf. graphique 46) montrent que cette dynamique émane des secteurs qui bénéficient des plans de soutien budgétaire, en particulier la construction (infrastructures) et les entreprises publiques (State Owned Enterprises - SOE), tandis que les investissements productifs privés ont peu évolué. En parallèle, le rebond de la consommation est modeste puisque cette dernière demeure 8% sous son niveau de fin 2019, grevée par les craintes des travailleurs chinois qui disposent d'une protection sociale très limitée. Du côté de la demande extérieure, les exportations se

redressent significativement, même si elles demeurent sous leur niveau pré crise (4%), alors que la faiblesse de la consommation (environ 60% du PIB) et le niveau élevé des stocks pèsent sur les importations qui continuent de s'enfoncer. En juillet, les indicateurs conjoncturels attestent de la poursuite de ces tendances. L'activité reste soutenue par le commerce extérieur et les investissements en infrastructures. Les investissements productifs demeurent faibles et le recul des ventes au détail (-1,1% en glissement annuel après -1,8% en juin) témoigne toujours des inquiétudes des consommateurs.

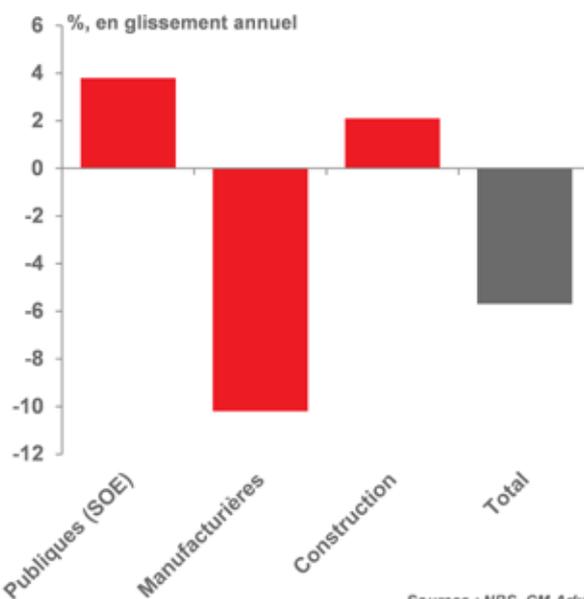
Cette reprise à marche forcée appelle à la prudence puisqu'elle provient largement de secteurs connaissant déjà d'importants déséquilibres, telles que les entreprises d'Etat ou la construction. Dans le passé, les autorités chinoises ont systématiquement eu recours aux mêmes leviers pour soutenir l'activité, au-delà des instruments standards employés dans les économies avancées, en termes de mise en place et d'ampleur. Ces moteurs sont (i) une forte compétitivité-prix à l'exportation, entretenue par une monnaie et des salaires maintenus à des niveaux artificiellement bas et (ii) la distribution de crédit visant à financer des programmes massifs d'investissement en infrastructure et dans les SOE. Les importants déséquilibres accumulés (fort endettement dans des secteurs peu productifs, surcapacités de production, émergence de bulles immobilières) menacent toujours la stabilité financière du pays et ses perspectives économiques à plus long terme, malgré la politique de rééquilibrage mise en place par les autorités depuis plusieurs années.



Sources : Oxford Economics, CM Arkéa

Graphique 45 : intensité des mesures de restrictions sanitaires en Chine

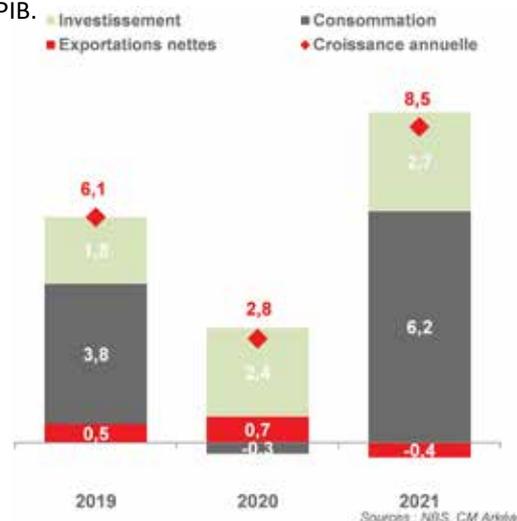
Graphique 46 : croissance annuelle de l'investissement par secteur (cumul sur la période janvier-juillet)



Sources : NBS, CM Arkéa

Enfin, l'économie chinoise progresserait de près de 2,8% en 2020 (après 6,1% en 2019), avant de rebondir de 8,5% en 2021. La politique budgétaire soutiendra toujours l'activité (baisses d'impôts et de cotisations sociales, investissements en infrastructures) à l'horizon 2021, en accord avec le programme présenté en mai, lors du Congrès national du Peuple. La politique monétaire restera très accommodante, même si la PBoC restreindra très graduellement son stimulus, de façon à contenir l'accélération du crédit et la hausse des risques. Globalement, ce moindre soutien sera compensé par la dissipation très progressive des comportements attentistes du secteur privé. Les investissements resteront les principaux bénéficiaires de ces politiques, même si de nombreux entrepreneurs privés continueront à reporter leurs projets, au moins jusqu'au printemps 2021. Le sentiment des ménages bénéficiera de l'engagement des autorités de se focaliser sur l'emploi, au prix de l'abandon de la cible annuelle de croissance, pour la première fois depuis une trentaine d'années. Du côté du commerce extérieur, les exportations poursuivront leur accélération, dans un contexte de reprise progressive, mais chahutée, des échanges internationaux et de faiblesse du yuan (autour de 6,9 CNY pour 1\$ début septembre 2020, contre en moyenne 6,5 CNY sur la période 2015-2018). Les importations resteront à la traîne, grevées par le timide rebond de la consommation.

Compte tenu des hypothèses relativement optimistes de ce scénario, les aléas semblent principalement baissiers pour l'économie chinoise à l'horizon 2021, avec, sur le plan international, les risques d'une nouvelle vague de la pandémie et d'un regain de tensions commerciales et politiques avec les Etats-Unis, en cas notamment de réélection du Président Donald Trump. Sur le plan domestique, les risques financiers sont importants et une dégradation du marché du travail plus forte qu'anticipée affecterait durement la consommation et la croissance du PIB.

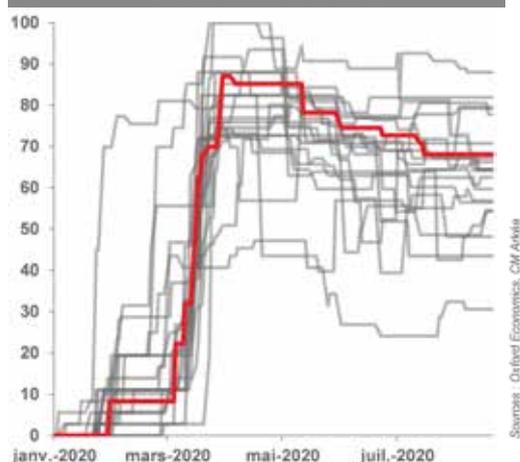


Graphique 47 : contributions à la croissance annuelle

RUSSIE : LES MARGES DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRES RESTENT CONSIDÉRABLES

Au premier semestre, l'activité a été doublement affectée par les mesures de confinement et par la chute des prix et de la demande de pétrole (65% des exportations russes). Au deuxième trimestre, le PIB russe s'est replié de 8,5% (en glissement annuel, après +1,6% au trimestre précédent). L'impact du choc sanitaire a été en partie atténué par les mesures de soutien budgétaire, qui sont toutefois restées limitées (environ 5% du PIB). Celles-ci visent principalement à préserver la situation financière des ménages les plus pauvres et des entreprises, également affectée par la chute de l'activité pétrolière : en juillet, les productions de pétrole et de gaz naturel se sont effondrées respectivement de 16 % et de 11 % (glissement annuel).

Graphique 48 : indice d'intensité des mesures de restrictions sanitaires en Russie



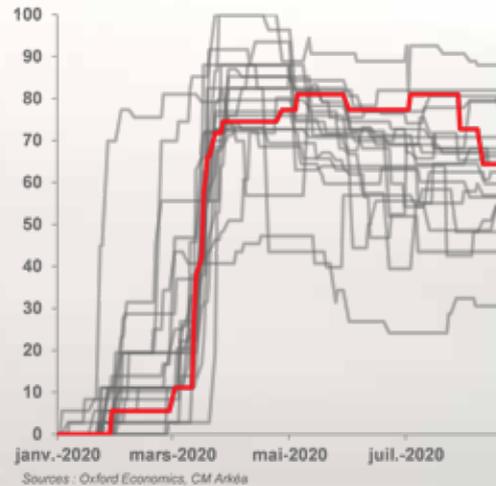
Au total, le PIB reculerait d'environ 4,8% en 2020, avant de rebondir d'environ 2,9% en 2021. La reprise serait principalement tirée par le rebond de la consommation privée, et dans une moindre mesure par l'investissement des entreprises qui resteraient fragiles, malgré le redémarrage attendu des échanges internationaux et l'assouplissement de la politique monétaire. A l'horizon 2021, la Banque centrale maintiendrait son taux d'intérêt directeur relativement bas (4,25% en juillet pour le repo à 7 jours, son plus bas niveau historique), dans un contexte d'inflation maîtrisée (inférieure à 4%) et de stabilisation du rouble, qui s'est déprécié de près de 14% depuis le début de l'année (à 73,8P pour 1\$). La situation initiale des finances publiques (dette inférieure à 20% du PIB avant la crise et budget excédentaire en 2019) et les hausses ciblées de l'impôt sur le revenu permettraient également aux autorités de maintenir son soutien à l'activité, malgré les pressions liées à la chute des recettes pétrolières (40% du budget fédéral). Ce stimulus devrait progressivement s'assouplir entre 2021 et 2023, avec une orientation toujours maintenue sur les ménages les plus fragiles pour éviter une baisse significativement des revenus des ménages. En cas de nouveau choc, la Russie pourra toujours compter sur son important fonds souverain de 150 Md\$.

BRÉSIL

Au Brésil, la croissance se contracterait de 6% en 2020 avant de rebondir de 5% en 2021. Le rebond de la consommation des ménages et la dynamique des exportations en seront les principales variables contributrices. La gestion de la crise sanitaire au Brésil a été contestée par une partie de la population et des observateurs internationaux. Le pays compte parmi les plus touchés (125 000 décès au 3 septembre), après les Etats-Unis. Le Président brésilien Jaïr Bolsonaro du Parti social libéral (PSL), élu en janvier 2019 et controversé, ressort fragilisé de cette pandémie. Le revenu des ménages brésiliens a toutefois été préservé par des aides exceptionnelles nommées «corona voucher». Le plan d'aide destiné aux entreprises et aux ménages représente 8% du PIB. Les premières parutions économiques mettent en avant une envolée de l'épargne des ménages en conséquence des incertitudes sanitaires. La baisse des mesures contraignantes (cf. graphique 49) devrait toutefois permettre un transfert de cette épargne vers la consommation dans les prochains mois.

En conséquence de cette faible demande et de la méfiance des investisseurs étrangers, le real brésilien s'est déprécié de 27% face au dollar depuis le 1er janvier 2020 (cf. graphique 50). Malgré cette dépréciation, l'inflation cœur (hors variation du prix de l'énergie et des denrées agricoles) demeure contenue (+1,7% en juillet sur un an). Cette dynamique, inférieure à la cible de la Banque centrale, devrait lui permettre de baisser son taux directeur de 50 points de base, à un niveau historiquement bas de 1,50%, afin de soutenir l'économie dans les prochains mois. **La faiblesse du real devrait être un atout en dynamisant les exportations et en favorisant quelques investissements étrangers.** En effet, sur le plan économique, le Président et son Ministre de l'économie, Paulo Guedes, ont prévu de privatiser une partie du système productif brésilien (dont Electrobras). In fine en 2021, cette reprise de l'activité devrait conduire la monnaie brésilienne à s'apprécier de nouveau jusqu'à 4,5 reals pour un dollar.

Graphique 49 : indice d'intensité des mesures de restrictions sanitaires au Brésil



Graphique 50 : évolution des devises émergentes face au dollar en 2020 (au 7 sept 2020)



INDE : TOUJOURS SUR LA 1ÈRE VAGUE

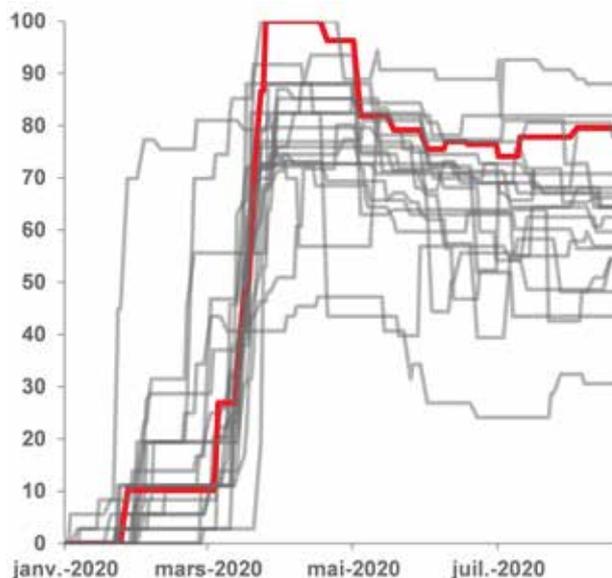
Avant la crise, l'Inde ralentissait déjà, avec une croissance de 4,2 % sur l'année fiscale 2019-2020 (d'avril à mars), après 6,8%. Le strict confinement adopté, dans le deuxième pays le plus peuplé (1,3 milliard d'habitants) du monde, a très violemment pesé sur l'activité, compte tenu notamment de l'extrême précarité des ménages (le travail informel représente environ 90% des emplois).

Au premier trimestre (avril-juin), le PIB a reculé de 23,9% en glissement annuel, sous le poids de la chute de la consommation (-26,7%). Du côté de la production, l'ensemble des secteurs sont affectés, à l'exception de la production agricole, qui bénéficie cette année d'excellentes conditions climatiques. A contrario, les services agonisent, à l'image des restaurants, hôtels et taxis, qui pâttissent de l'absence des touristes et de la fermeture partielle des frontières internes.

Les perspectives sont dégradées pour 2021, puisque l'épidémie reste très active. À fin août, les nouvelles infections (80 000 nouvelles contaminations quotidiennes) repoussent les records mondiaux, malgré une vraisemblable sous-estimation liée à la faiblesse du système de santé indien. Du côté de l'activité, la capacité de rebond de la consommation est limitée, en raison de la situation des ménages : un quart des emplois « formels » ont été détruits, dans un pays où 1 million de jeunes entrent chaque mois sur le marché du travail. Le Gouvernement devrait déployer un plan de relance de 250 Md€ (environ 10% du PIB), mais ce soutien serait insuffisant face aux coûts du confinement, les capacités des autorités sont limitées, comme le rappelle la dégradation récente de la note souveraine de l'Inde par Moody's (à Baa3 avec perspective négative).

Les risques sont importants à moyen terme, en raison d'importantes fragilités structurelles, notamment sur le secteur bancaire (taux élevé de prêts non performants). De plus, les tensions géopolitiques augmentent significativement avec ses voisins, notamment avec la Chine sur la question de la frontière himalayenne.

Graphique 51 : intensité des mesures de restrictions sanitaires en Inde



Sources : Oxford Economics, CM Arkéa



LES POINTS CLÉS

- **MONDE** : le rebond de l'activité mondiale plafonnerait en 2021. Les conséquences de la crise sont un accroissement des inégalités et de l'extrême pauvreté
- **ETATS-UNIS** : un plan de relance sera nécessaire pour relancer l'activité. Son orientation dépendra du futur Président
- **FED** : en conséquence de la crise, la Fed demeurerait accommodante jusqu'en 2024
- **CHINE** : l'activité a déjà renoué avec son niveau pré-crise grâce à un soutien public massif, qui accroît cependant les déséquilibres internes de l'économie
- **ZONE EURO** : la croissance de la zone épouserait une forme de «racine carrée», la reprise progressive de l'activité étant soutenue par les plans de relance (nationaux et communautaires) et la BCE
- **BCE** : la politique monétaire européenne resterait accommodante au moins jusqu'en 2023
- **CHANGE** : l'euro s'apprécierait face au dollar, porté par le resserrement des écarts de taux en euros et en dollars
- **TAUX** : les rendements obligataires resteraient plafonnés par les mesures des Banques centrales
- **BREXIT** : un accord de libre-échange a minima (sans droit de douane sous condition) serait trouvé d'ici la fin de l'année. Les discussions sur plusieurs aspects de la relation (passeport financier, sécurité, certains services) devraient se poursuivre en 2021 et continueront à alimenter l'incertitude. La livre sterling resterait ainsi sous pression
- **ACTIONS** : dans ce contexte d'incertitudes multiples couplées à des valorisations extrêmement élevées pour les valeurs technologiques, la prudence reste de mise. La volatilité devrait se maintenir sur les marchés financiers d'ici la fin de l'année

NOS PRÉVISIONS DE MARCHÉ

	Moy 2006-2017	2017	2018	2019	2020	2021	Poids dans le PIB mondial en 2018 en parité de pouvoir d'achat
Croissance							
Monde	3,7	3,4	3,9	3,6	-3,7	4,6	
Avancés	2,5	2,5	2,2	1,7	-6,2	3,1	40,8
Emergents	5,6	4,8	4,5	3,8	-2,1	5,5	59,2
Zone euro							
Etats-Unis	1,6	2,4	2,9	2,3	-4,7	2,5	15,3
Japon	0,7	2,2	0,3	0,7	-5,8	0,4	4,3
Royaume-Uni	1,3	1,9	1,3	1,4	-10,1	5,8	2,3
Allemagne	1,1	2,6	1,9	1,3	-8,3	5,1	11,4
France	1,6	2,5	1,5	0,6	-6,1	5,1	3,3
Italie	1,1	2,3	1,7	1,3	-9,7	6,7	2,2
Espagne	-0,2	1,7	0,8	0,3	-9,7	5,6	1,8
	0,9	2,9	2,4	2,0	-11,2	6,1	1,4
Amérique latine	2,7	1,3	1,1	0,8	-6,6	2,9	7,5
Brésil	2,2	1,3	1,3	1,1	-6,0	5,0	2,5
Asie émergente	7,8	6,7	6,3	5,5	-0,3	7,6	33,2
Chine	9,1	6,9	6,8	6,1	2,8	8,5	18,2
India	7,5	7,0	6,1	4,2	-6,6	8,3	7,4
Communauté des Etats Indépendants (CEI)	2,9	2,3	2,9	2,1	-4,0	2,7	4,4
Russie	2,4	1,8	2,5	1,3	-4,8	2,9	3,2
Afrique du nord / Moyen-Orient	3,8	1,7	1,0	0,3	-4,4	2,1	2,5
Afrique subsaharienne	4,7	2,9	3,2	3,0	-2,6	2,0	3,0
Prix du baril de pétrole (Brent, \$/bbl)	80	55	72	64	40	50	

	dec 2019	juin 2020	dec 2020	dec 2021
Taux d'intérêt				
Etats-Unis				
Fed funds	1,5-1,75	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Emprunts d'Etat à 10 ans	2,00%	0,66%	0,70%	0,90%
Bank rate	0,75%	0,10%	0,10%	0,10%
Royaume-Uni				
Emprunts d'Etat à 10 ans	0,80%	0,17%	0,20%	0,30%
Taux de dépôt	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Zone euro				
Emprunts d'Etat à 10 ans	-0,2%	-0,5%	-0,5%	-0,4%
Allemagne	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%
France				
Change				
EUR/USD	1,11	1,12	1,19	1,25
EUR/GBP	0,85	0,91	0,88	0,92

NOS PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES



HEBDO ÉCO :

informations hebdomadaires sur les mouvements récents dans le monde



POINT MARCHÉ CHANGE :

informations quotidiennes sur les opérations en devises



POINT MARCHÉ DETTE :

informations hebdomadaires sur les marchés de taux



POINT MARCHÉ PLACEMENT :

informations hebdomadaires sur les principales classes d'actifs

ABONNEMENT À NOS PUBLICATIONS :
sdm.strategie@arkea.com



AVERTISSEMENT

La présente publication est diffusée uniquement à titre d'information et ne constitue ni une proposition d'investissement ni un conseil aux investisseurs. Il ne s'agit ni d'une offre, ni d'une invitation de la part du Crédit Mutuel Arkéa («Arkéa»), à acheter ou vendre des titres ou des instruments financiers ou à participer à une stratégie de négoce particulière dans une juridiction quelconque. Ce document a été établi sans tenir compte des objectifs, de la situation financière et des besoins d'un investisseur en particulier.

Il décrit des performances passées qui ne préjugent en rien des performances futures et présente des perspectives à court terme qui ne doivent pas être considérées comme des prévisions de performances futures mais comme de simples hypothèses. Ces projections sont soumises à des risques, des incertitudes et d'autres facteurs et reposent sur des conjectures, des considérations et des prévisions liées à des événements futurs et par conséquent incertains. Aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation de ces prévisions. Les résultats qui sont projetés pourraient différer significativement.

Les informations présentées ont été obtenues et étayées à partir de sources que le Crédit Mutuel Arkéa estime fiables, cependant, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Le Crédit Mutuel Arkéa ne s'engage pas à mettre à jour ces informations après leur publication et décline toute responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation de ce document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document sont celles du Crédit Mutuel Arkéa au moment de la rédaction et peuvent être modifiées sans préavis.









DOCUMENT RÉALISÉ PAR NOS ÉCONOMISTES
ÉTUDES ÉCONOMIQUES
SALLE DES MARCHÉS