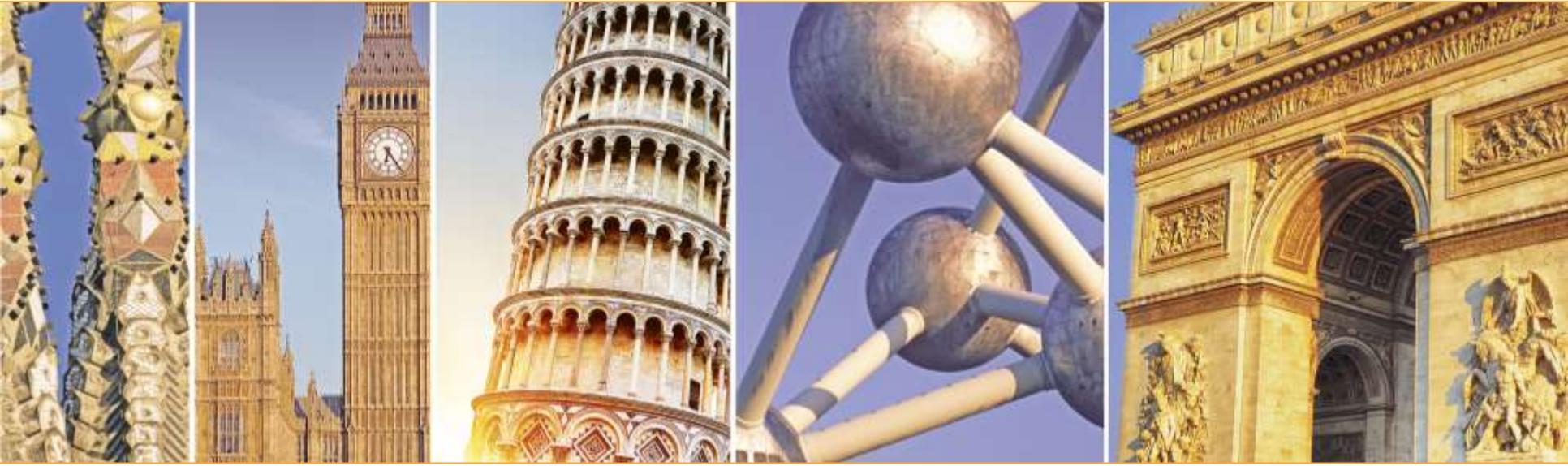


PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Juin 2020



Total Confirmed
6,640,960

Confirmed Cases by
Country/Region/Sovereignty

1,872,660 US

614,941 Brazil

440,538 Russia

283,079 United Kingdom

240,660 Spain

234,013 Italy

227,029 India

189,569 France

184,472 Germany

183,198 Peru

167,410 Turkey

164,270 Iran

118,292 Chile

105,680 Mexico

95,269 Canada

93,157 Saudi Arabia

89,249 Pakistan

84,171 China

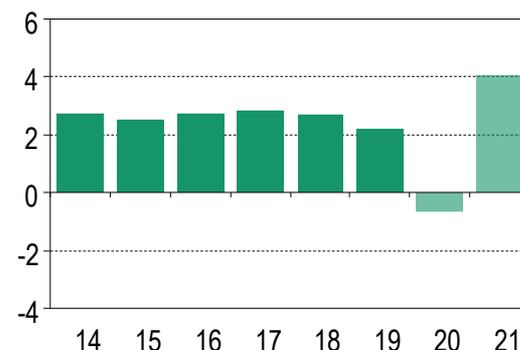
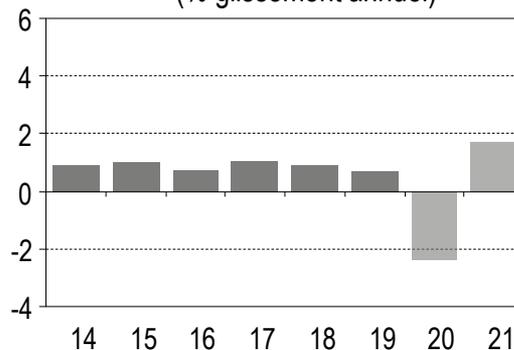
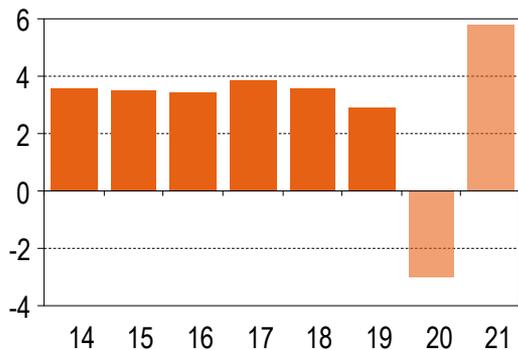
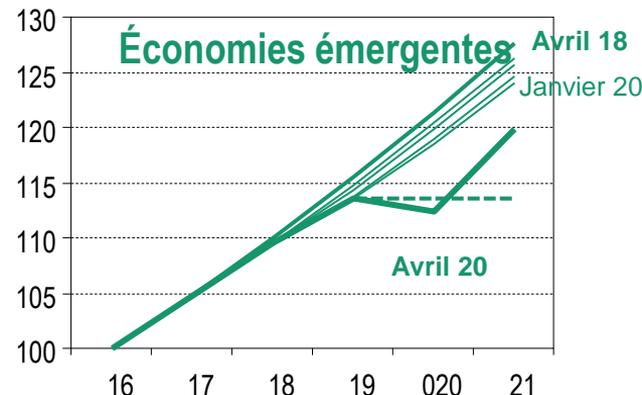
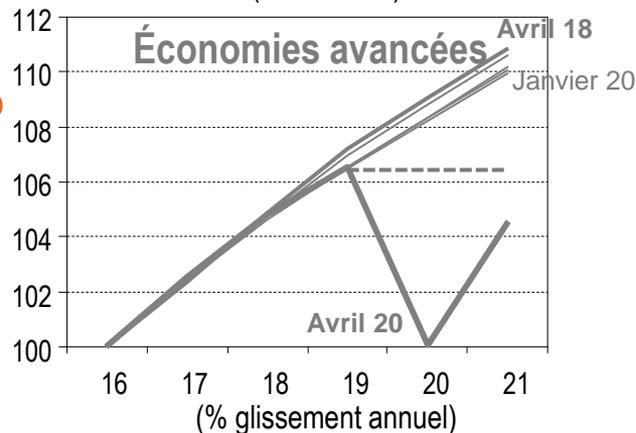
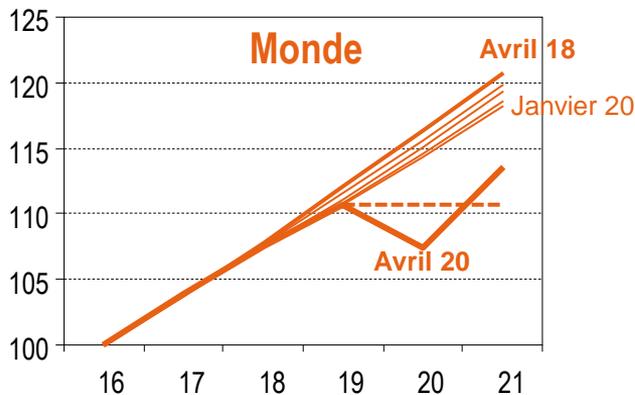
1. Une forte contraction de l'activité mondiale

<https://gisanddata.maps.arcgis.com/apps/opsdashboard/index.html#/bda7594740fd40299423467b48e9ecf6>

La crise sanitaire a fortement affecté l'activité économique mondiale

PIB réel

(2016 = 100)

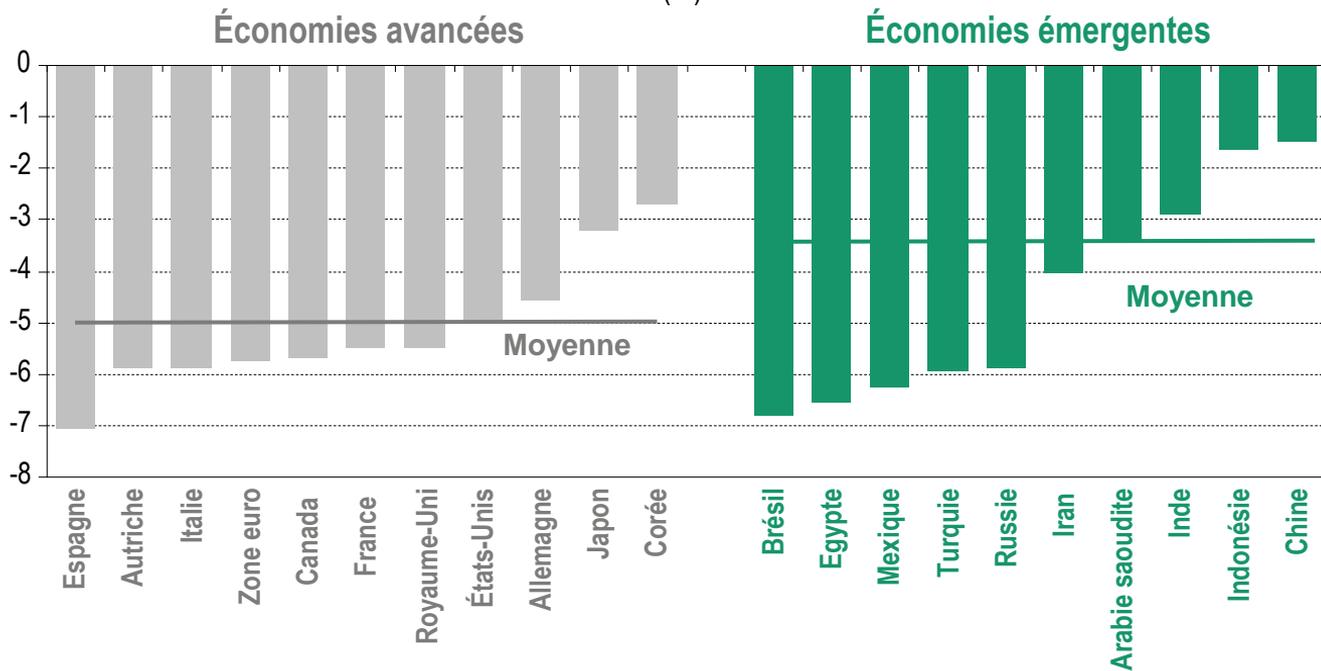
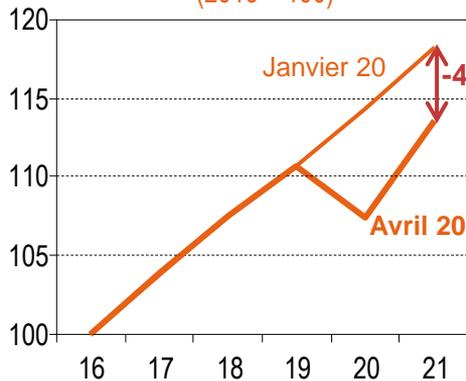


Selon le FMI, la plupart des pays ne seront toujours pas revenus à leur potentiel fin 2021

Perte de PIB réel à fin 2021 par rapport aux prévisions de janvier 2020 (%)

(%)

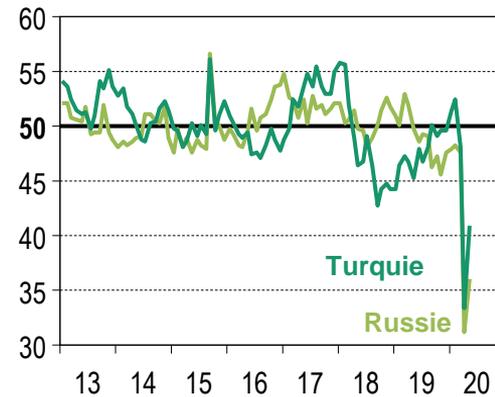
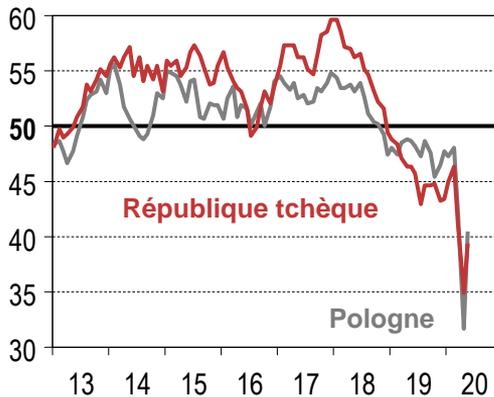
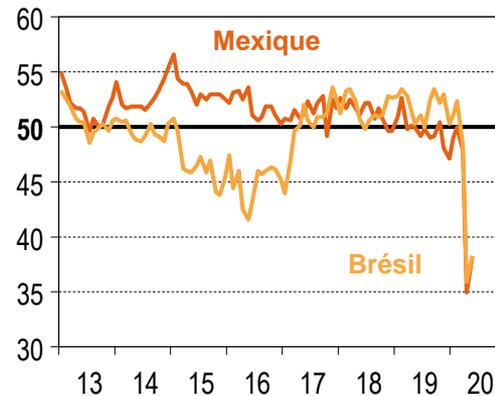
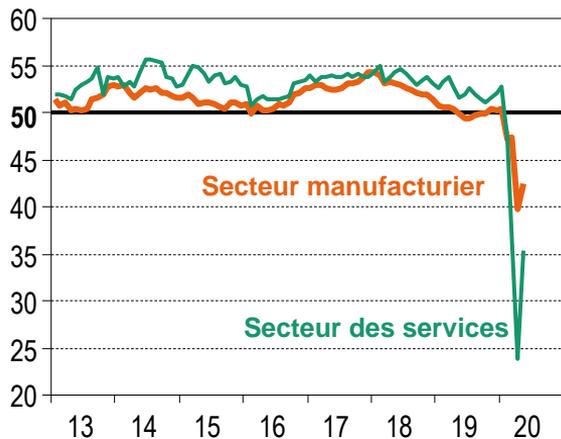
PIB mondial (2016 = 100)



Sauf en Chine et à Taïwan, les indices PMI ont fortement chuté en avril et sont encore à des niveaux déprimés en mai

Indices PMI manufacturiers dans quelques pays émergents

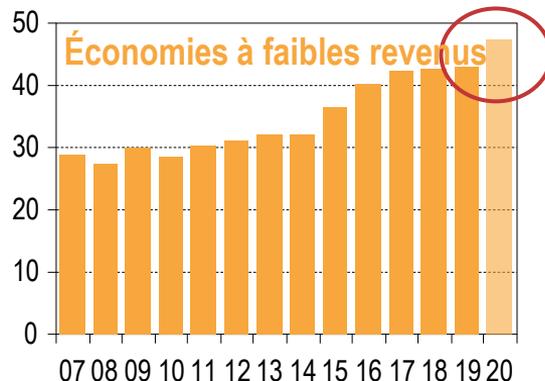
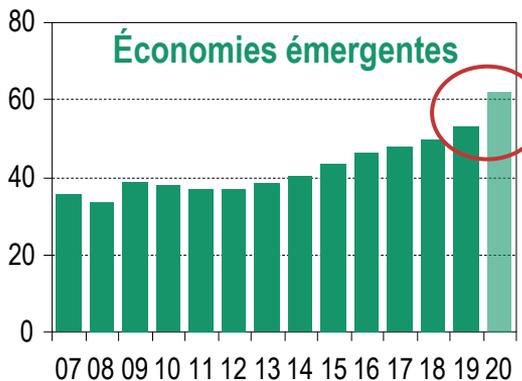
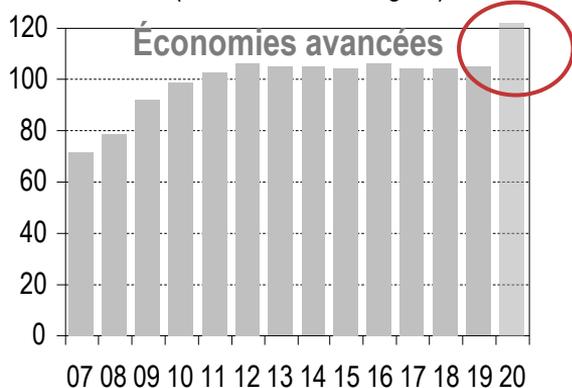
Indices PMI mondiaux



La dette publique va augmenter massivement en 2020, mais l'augmentation de la charge d'intérêt pèsera surtout sur les économies à faibles revenus

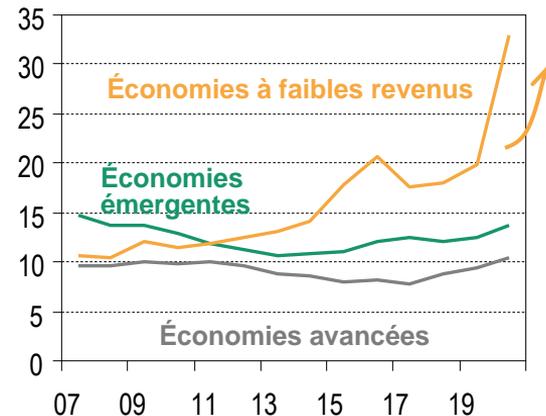
Dettes publiques

(% du PIB de la région)



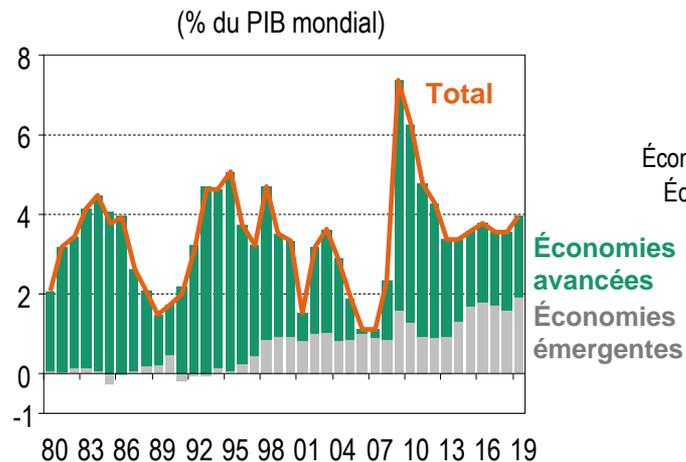
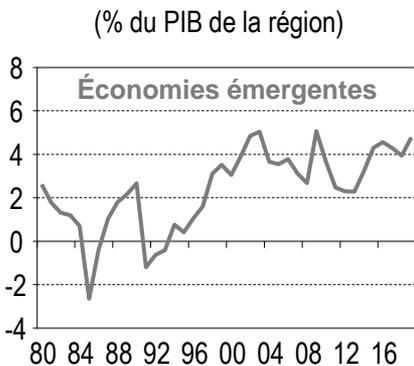
Charge d'intérêts rapportée aux recettes fiscales

(%)



Depuis plusieurs décennies, un endettement public croissant est la contrepartie nécessaire à l'accumulation continue de richesse financière par le secteur privé (I)

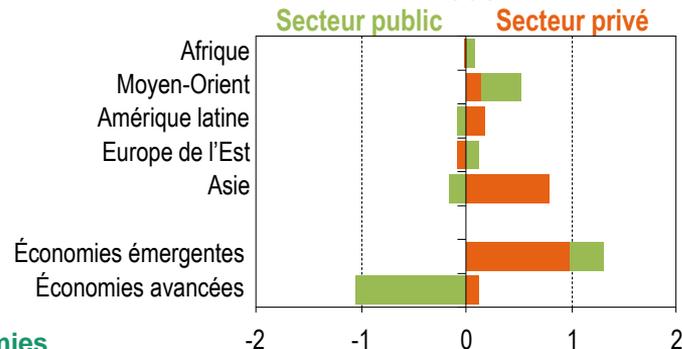
Capacité de financement du secteur privé



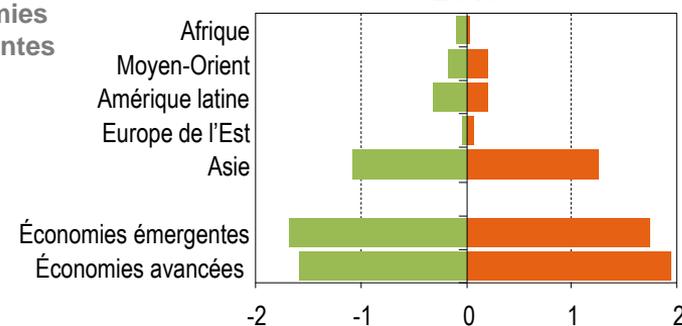
Capacités ou besoins de financement

(% du PIB mondial)

2006

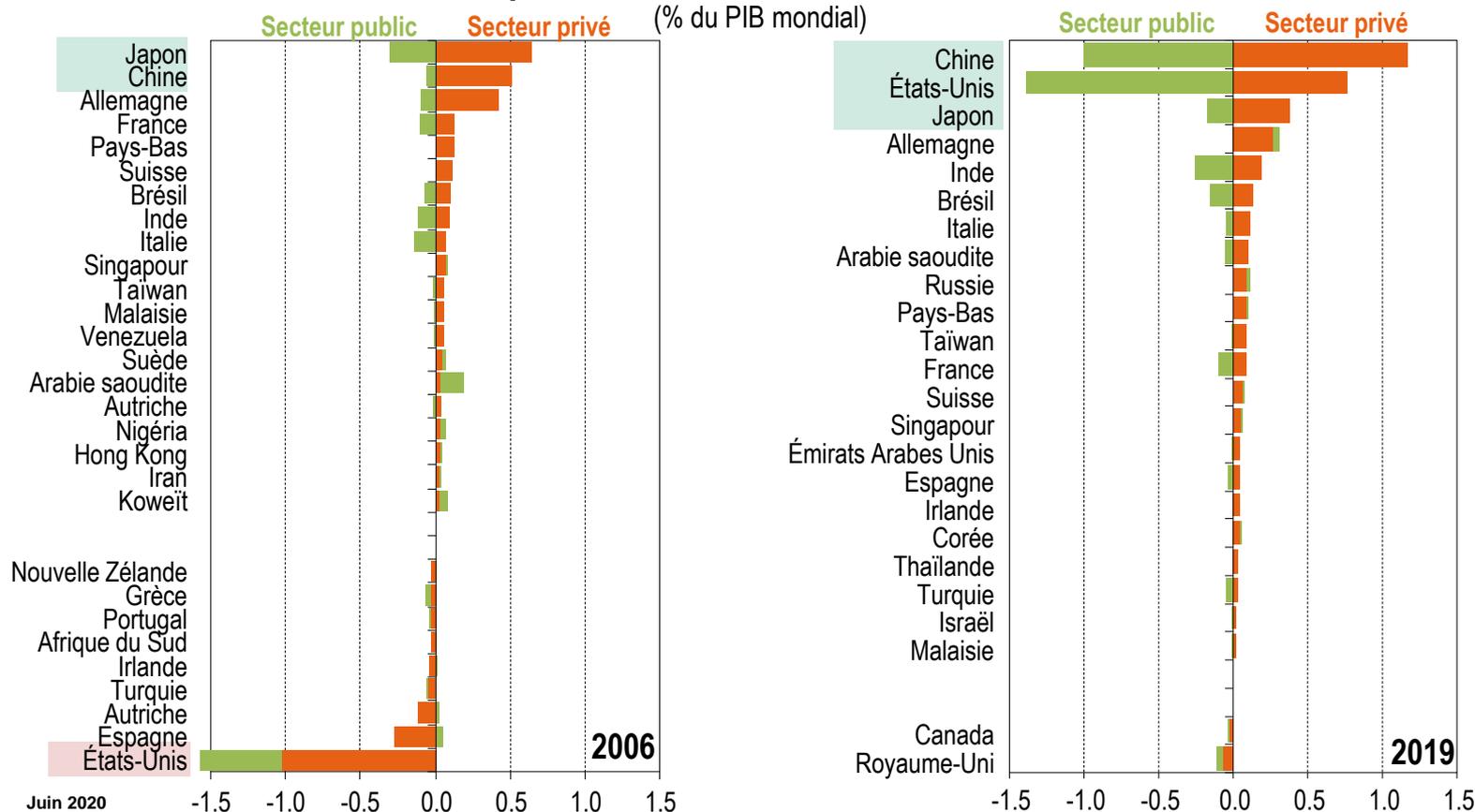


2019



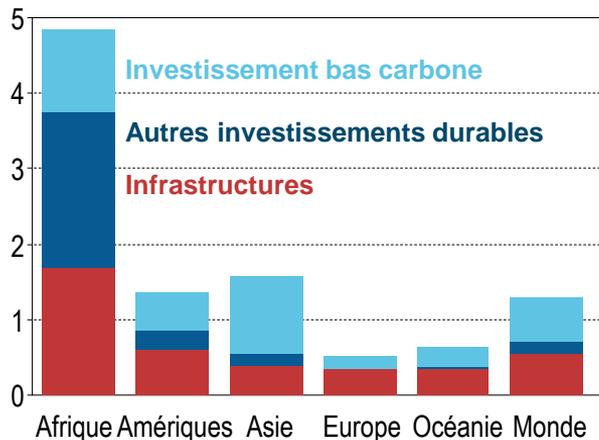
Depuis plusieurs décennies, un endettement public croissant est la contrepartie nécessaire à l'accumulation continue de richesse financière par le secteur privé (II)

Capacités ou besoins de financement



Dans la plupart des régions, des investissements publics pourraient utilement absorber l'excès d'épargne privée

Besoins d'investissement (en % du PIB de la région)

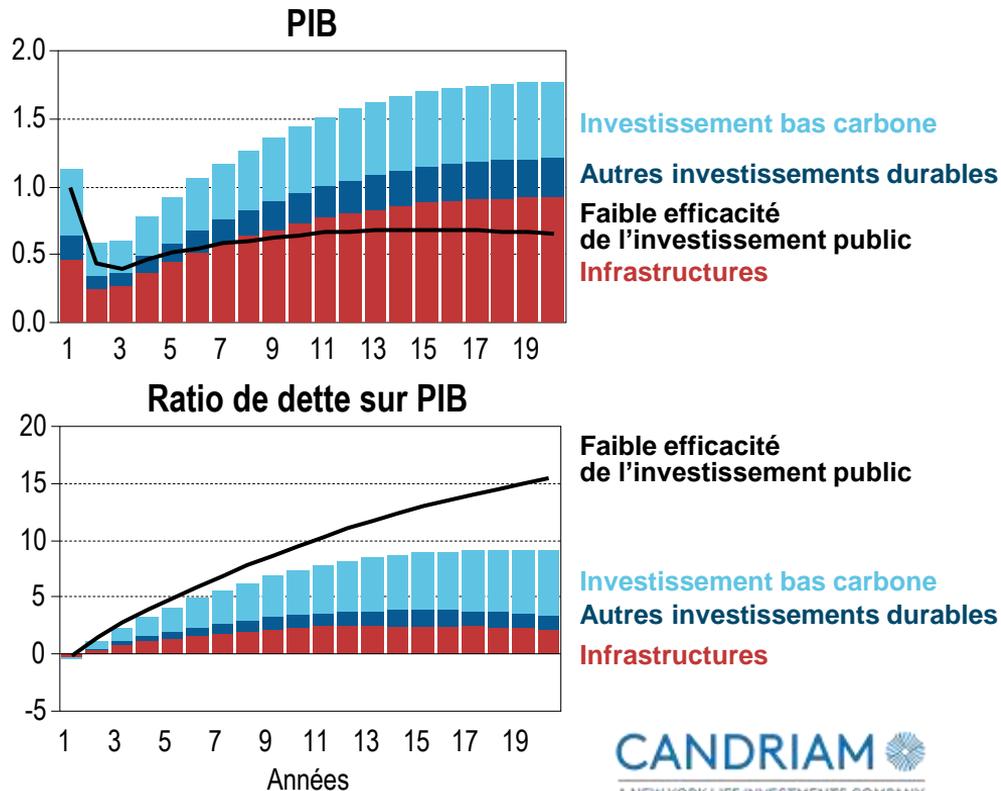


Les besoins annuels d'investissement sont estimés à 1.3% du PIB mondial soit, en cumul sur les vingt prochaines années plus de 20 000 milliards de dollars.

(*) La hausse initiale de l'investissement en infrastructure est de 0.5% du PIB mondial, celle de l'investissement bas carbone de 0.6% et celle des autres investissements durables de 0.2%.

Effets macro-économiques simulés d'un effort global d'investissement public*

(écart en % par rapport à un scénario sans effort)





A job applicant makes a call at an on-site job fair in Wuhan last month. The landscape for job hunters might get even more difficult in the coming weeks as about 8.7 million people graduate from colleges and universities.

Source : CNN

2. CHINE

Premier entré... premier sorti !

Après une chute profonde, la production industrielle a rapidement rebondi

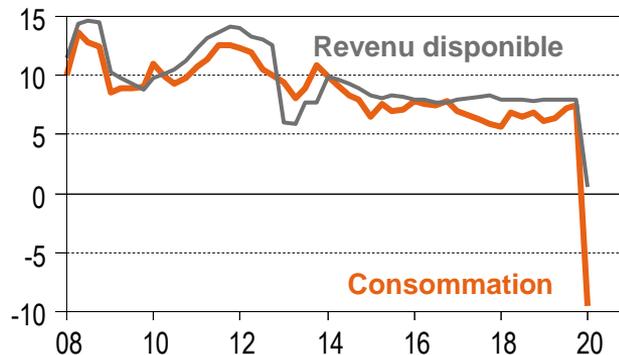
PIB

(% glissement annuel)



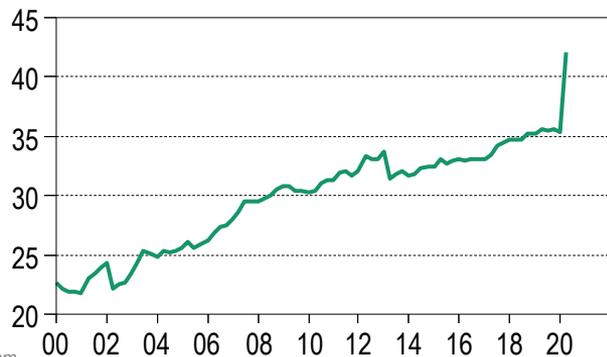
Revenu et consommation

(par tête, % glissement annuel)



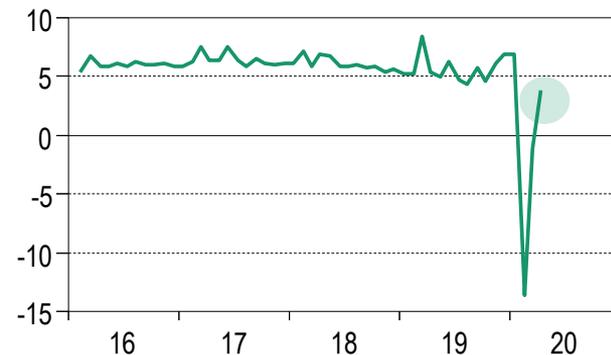
Taux d'épargne

(%)



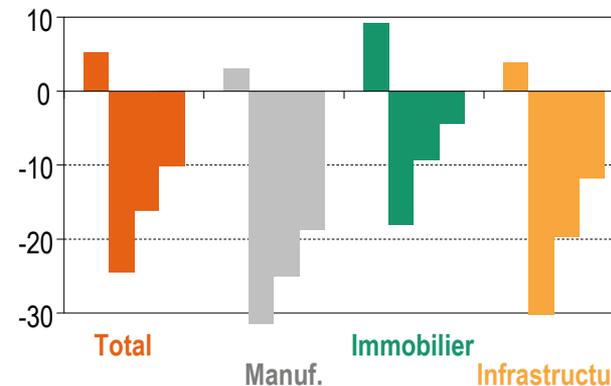
Production industrielle

(% glissement annuel)



Investissement

(% glissement annuel, janvier à avril 2020)

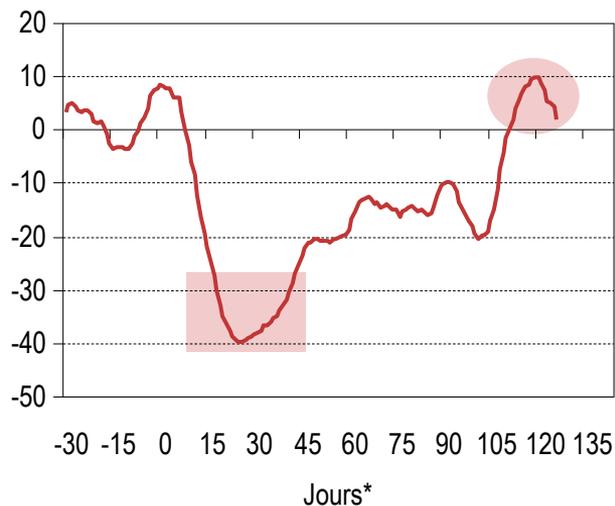


Les indicateurs en temps réel retrouvent progressivement des niveaux plus « normaux »



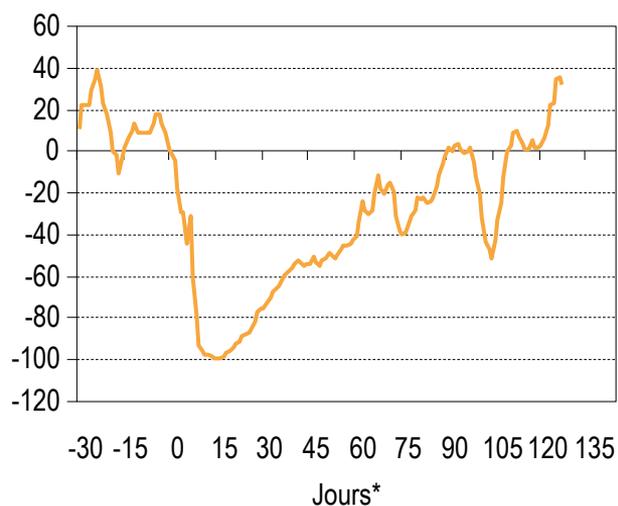
Consommation quotidienne de charbon

(%, 2020 vs 2017-19, lissage sur 7 jours)



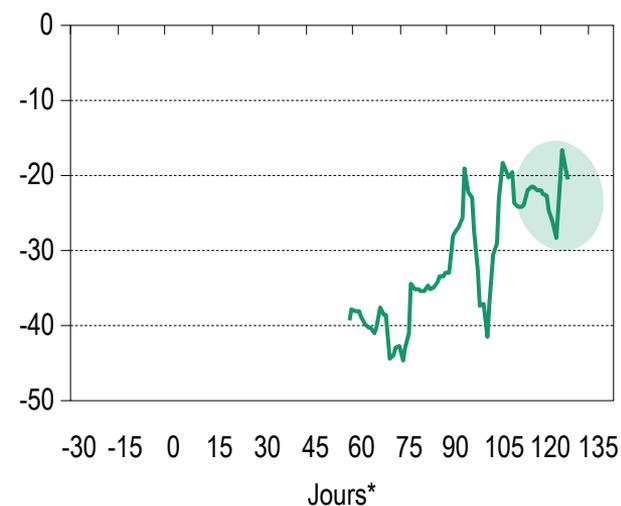
Ventes de maisons neuves

(%, 2020 vs 2017-19, 30 villes, volume, lissage sur 7 jours)



Indice de congestion dans les transports

(%, 2020 vs 2017-19, lissage sur 7 jours)

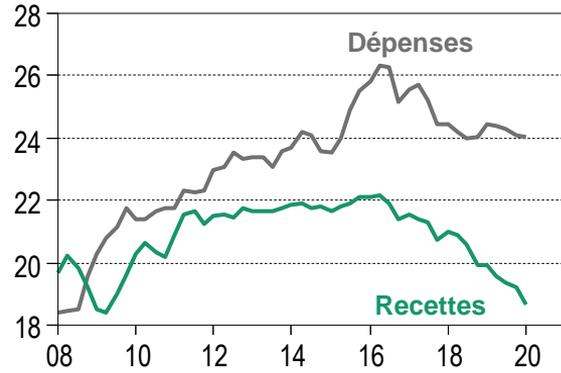


(*) 0 est le jour du nouvel an chinois (25 janvier 2020)

Malgré des marges de manœuvre budgétaires plus réduites, l'Assemblée Populaire Nationale vient d'annoncer un soutien supplémentaire

Dépenses et recettes budgétaires

(% du PIB)



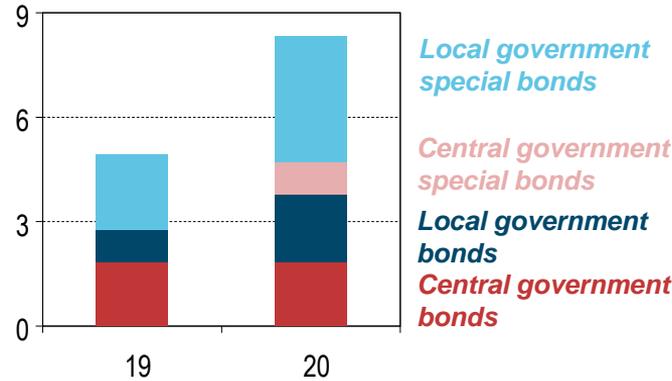
Solde budgétaire

(% du PIB)



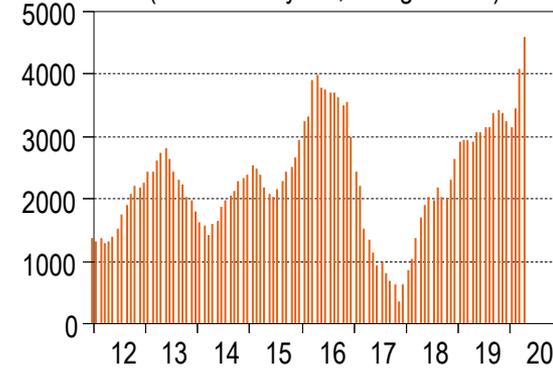
Émissions d'obligations publiques

(% du PIB)



Émissions nettes d'obligations des sociétés

(milliards de yuan, lissage / 1 an)

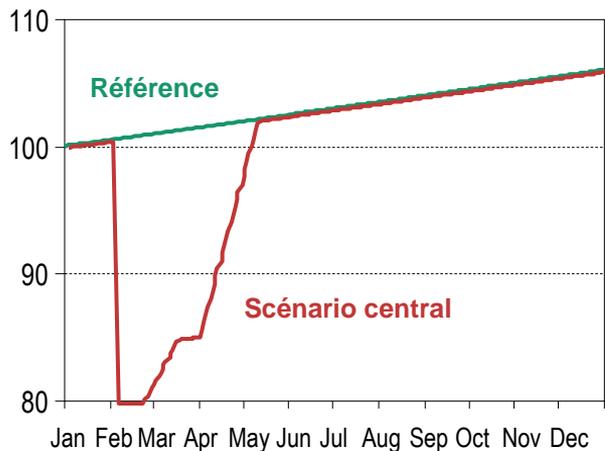


La croissance cible des dépenses budgétaires est de 3,8 %. A ces dépenses il faut ajouter celles financées par les émissions d'obligations spéciales (LGSB et CGSB) : la croissance des dépenses ainsi financées pourrait ainsi passer de 11,1 % en 2019 à 13,5 % cette année. Dans la mesure toutefois où les ventes de terrains par les collectivités locales risquent de ralentir – Pékin a promis de ne pas stimuler le marché immobilier cette année (« le logement est fait pour y vivre, pas pour spéculer ») – l'accélération du total des dépenses publiques devrait être moindre.

La croissance du PIB devrait être proche de 2 % en 2020

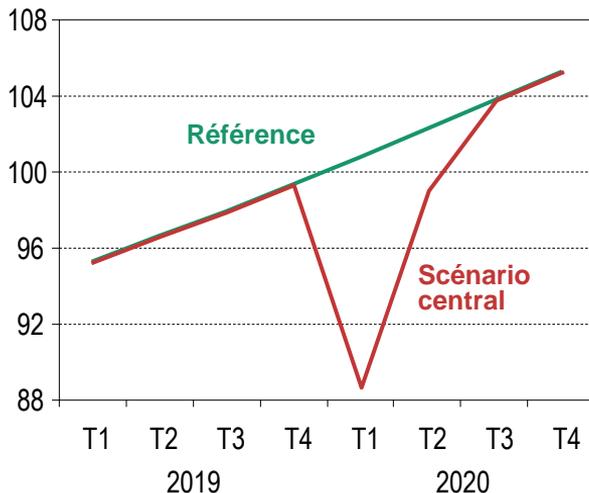


Niveau d'activité mensuel



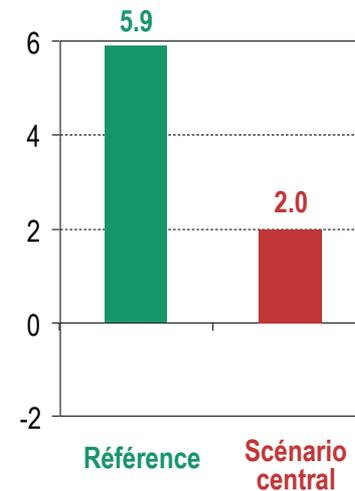
Trajectoire du PIB

(Janvier 2020 = 100)



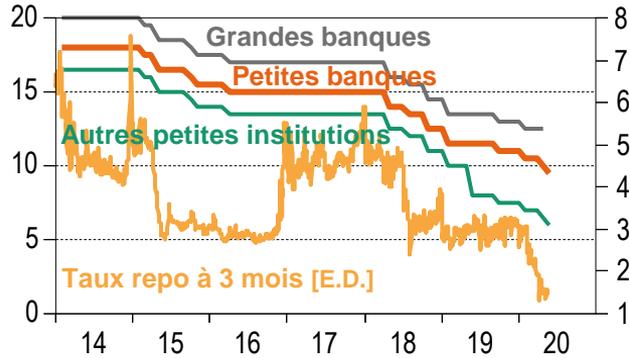
Croissance en 2020

(%, moyenne annuelle)

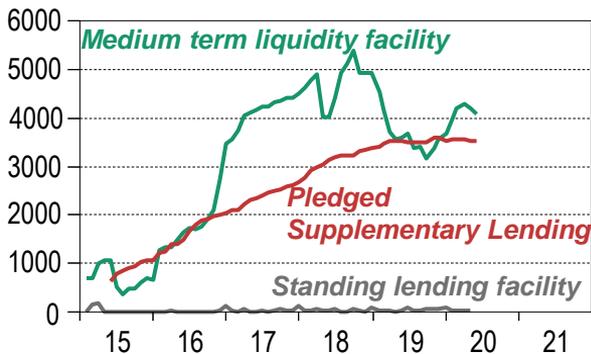


Memo : la banque centrale contribue au soutien de l'économie en alimentant les banques en liquidités

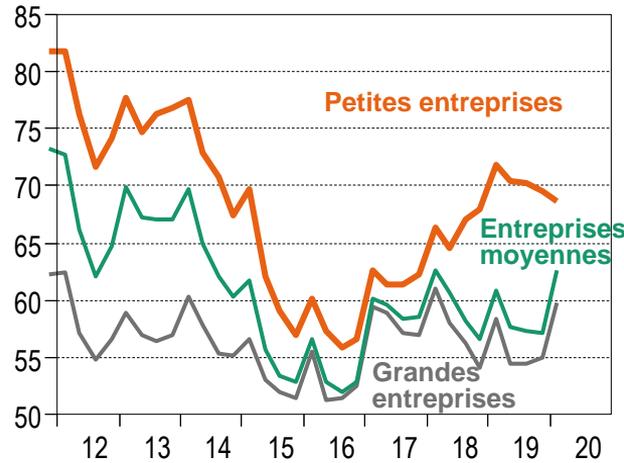
Ratio de réserves obligatoires (%)



Prêts de la PBoC (milliards de Yuan)



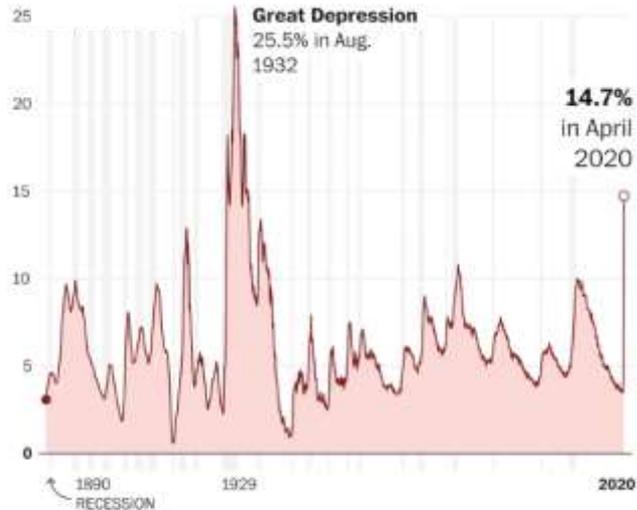
Demande de crédit (enquête, %)



Approbation de prêts (enquête, %)



Unemployment rate



Note: Seasonally adjusted; figures from before 1948 are estimates

Sources: Labor Department (1948-present); Annual estimates from David Weir (University of Michigan) in *Research in Economic History* disaggregated to monthly data by Nicolas Petrosky-Nadeau (San Francisco Fed) and Lu Zhang (Ohio State University) in *Journal of Monetary Economics*

THE WASHINGTON POST

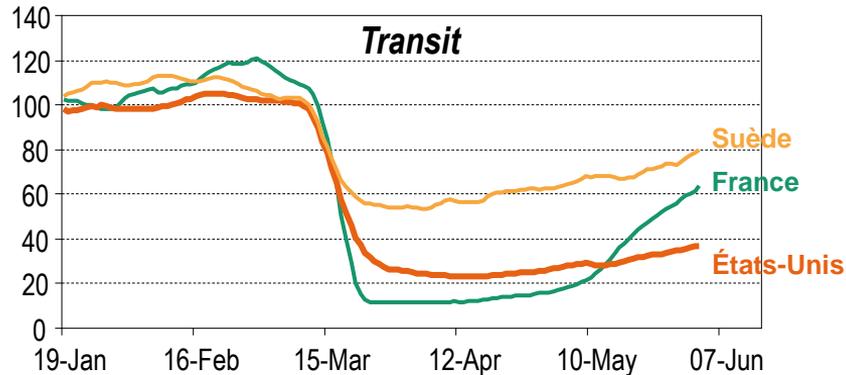
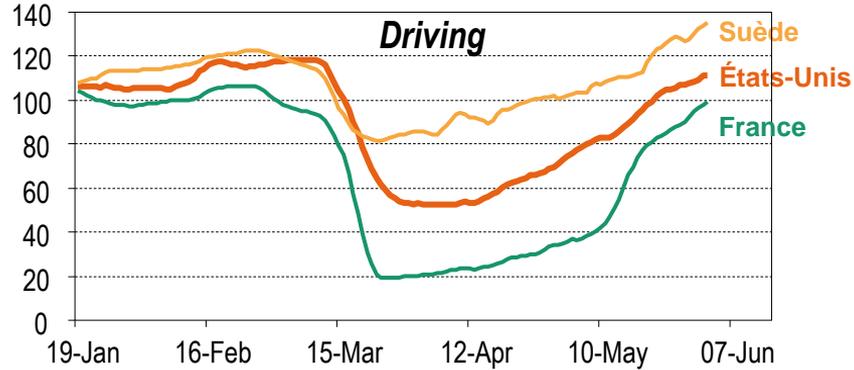
3.1 ÉTATS-UNIS

Les dégâts économiques sont encore difficiles à évaluer...

La baisse d'activité semble avoir été moins profonde que dans la zone euro mais elle touche massivement des secteurs grands employeurs

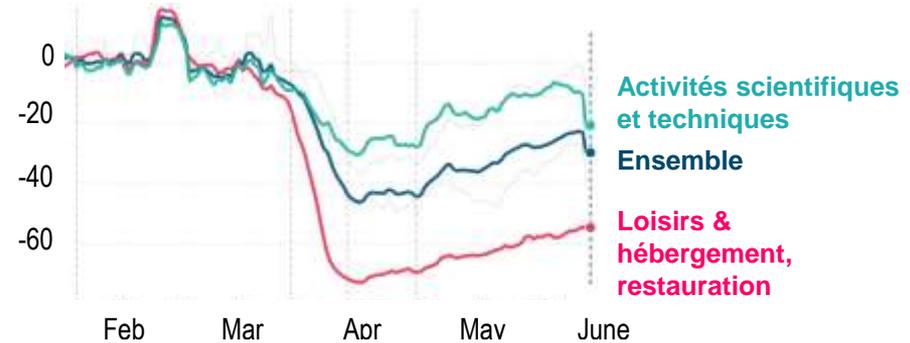
Apple mobility trends

(variations des demandes d'itinéraire, 13 janvier = 100, lissage sur 7)



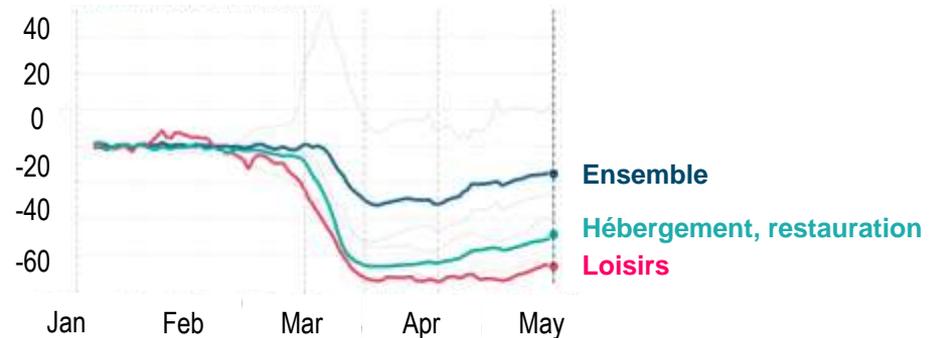
Small business revenue tracker*

(écart en % par rapport à Janvier 2020)



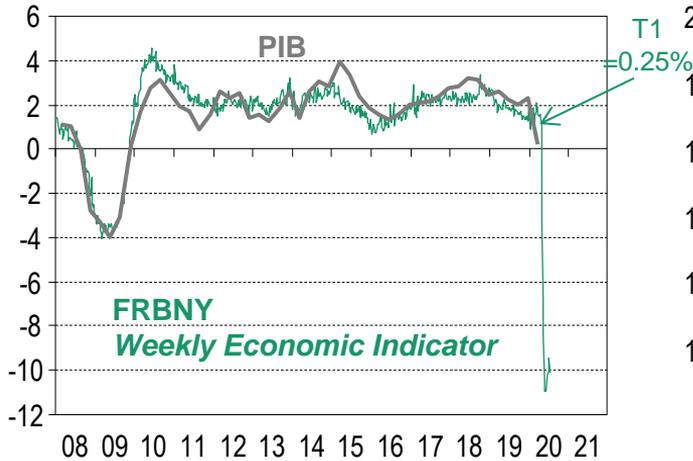
Consumer spending tracker*

(écart en % par rapport à Janvier 2020)

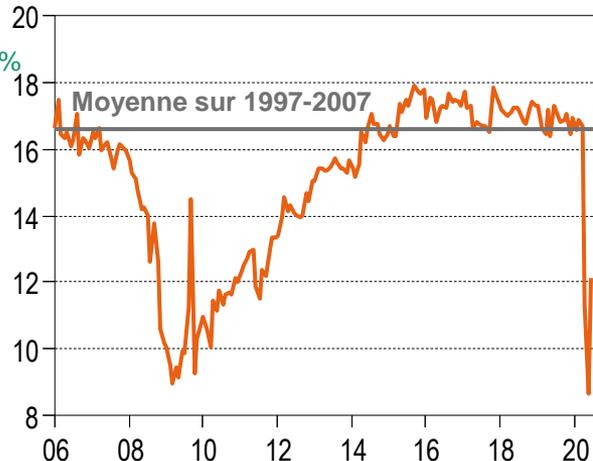


Les indicateurs mensuels ont fortement chuté et la perturbation des chaînes d'approvisionnement reste visible

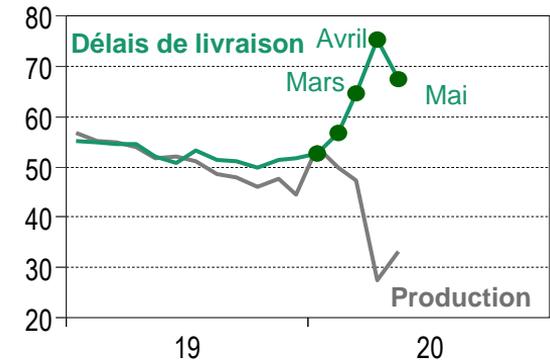
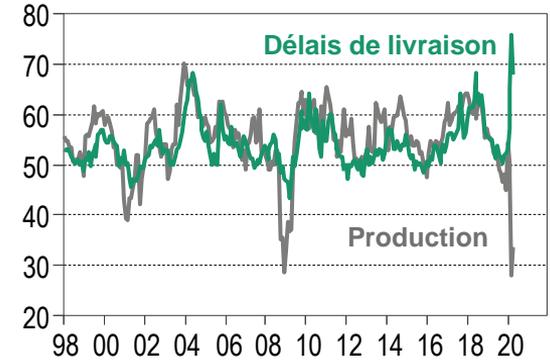
Croissance et WEI (% glissement annuel)



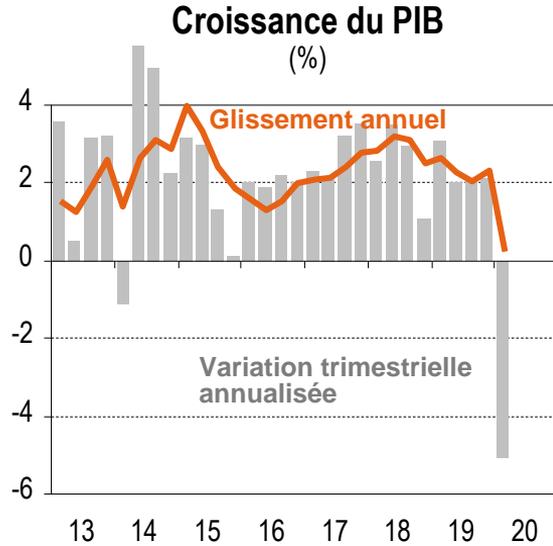
Ventes de voitures (millions, rythme annuel)



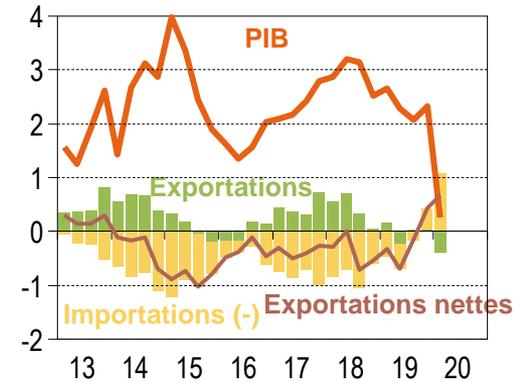
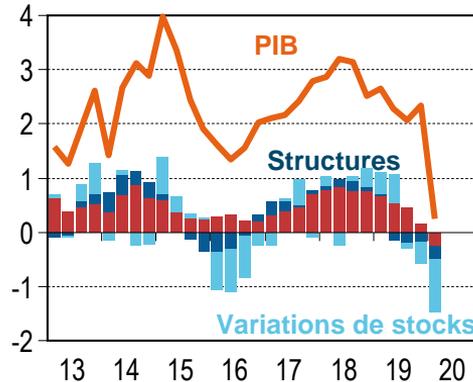
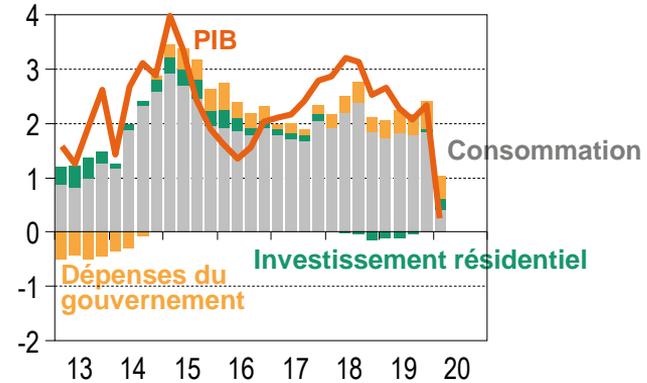
ISM manufacturier



Les données du 1^{er} trimestre donnent une première idée de l'ampleur du choc



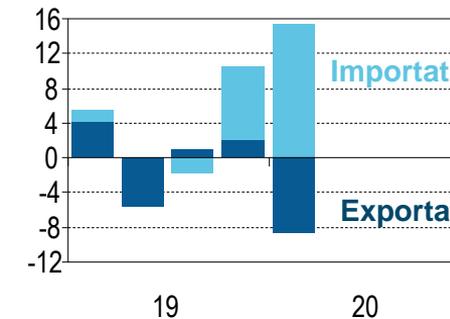
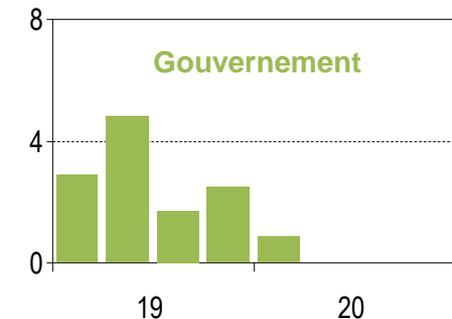
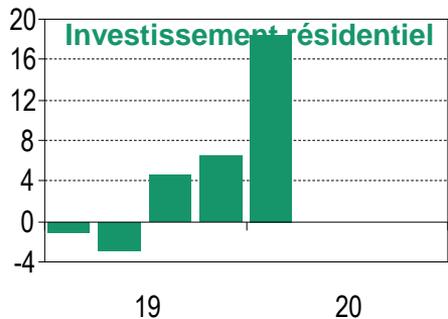
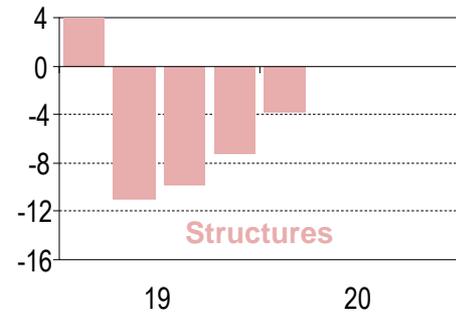
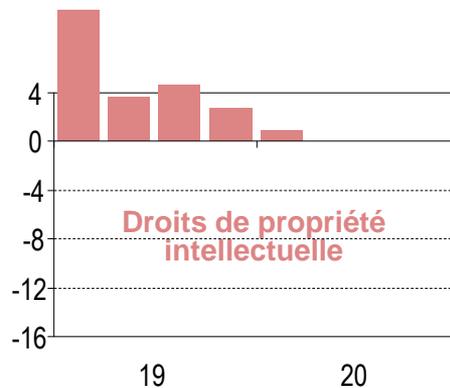
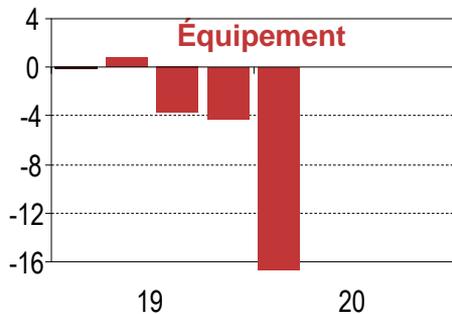
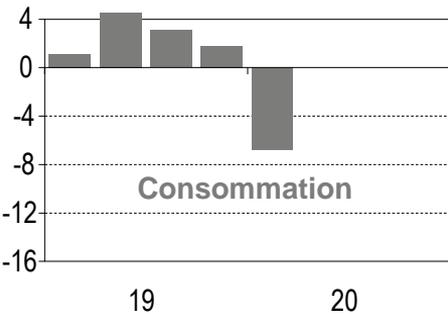
Contribution à la croissance du PIB (% glissement annuel)



La consommation et l'investissement en équipement ont été sévèrement touchés

Composantes du PIB

(% variation trimestrielle, rythme annuel)

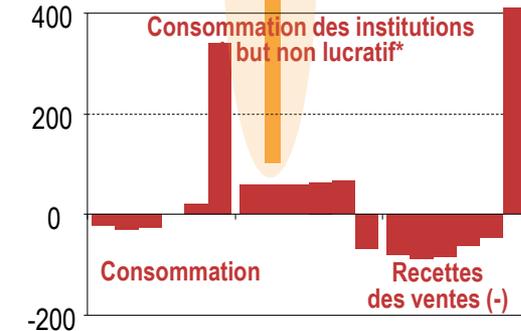
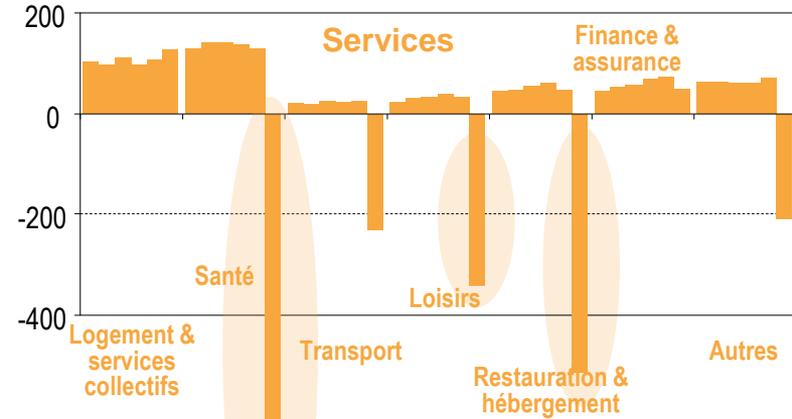
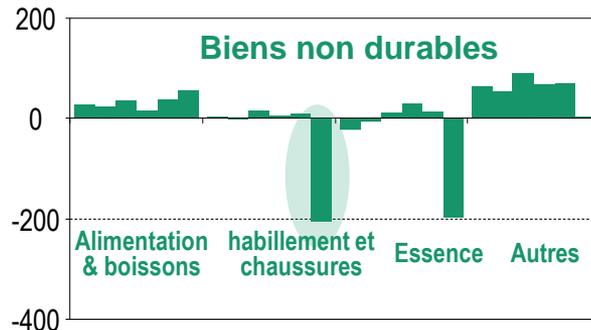
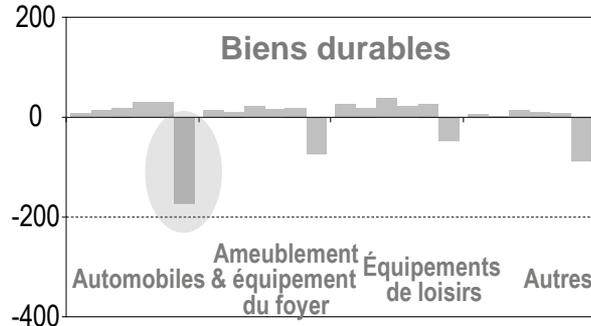


Moins d'importations
Moins d'exportations

La baisse de la consommation reflète l'impact du confinement et de la distanciation sociale sur les dépenses des ménages : moins d'achats de voitures, de vêtements... et de services !

Dépenses de consommation

(variation sur 1 an, milliards de dollars, novembre 2019 – avril 2020)



(*) Principalement des services de santé gratuits

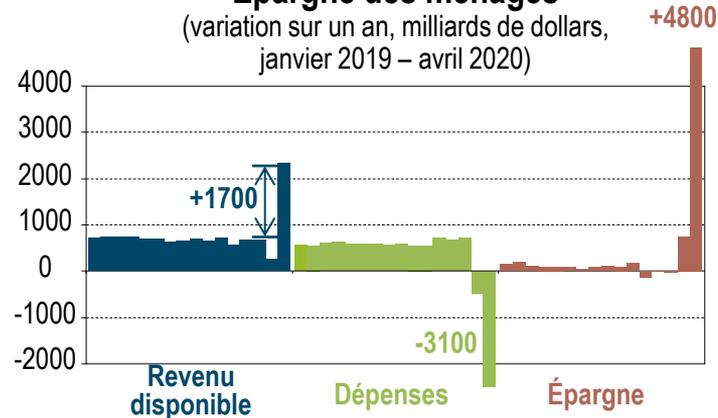
Leur revenu baissant nettement moins que leurs dépenses, l'épargne des ménages s'est fortement accrue

Taux d'épargne des ménages (% du revenu disponible)



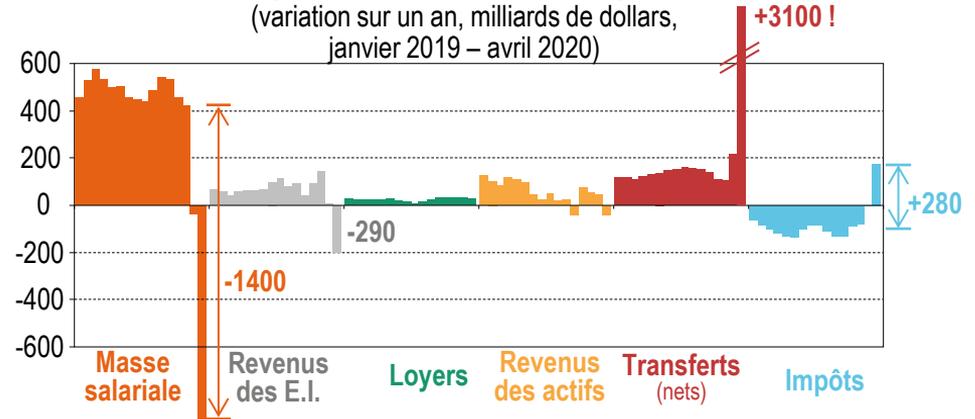
Épargne des ménages

(variation sur un an, milliards de dollars, janvier 2019 – avril 2020)



Composantes du revenu disponible

(variation sur un an, milliards de dollars, janvier 2019 – avril 2020)

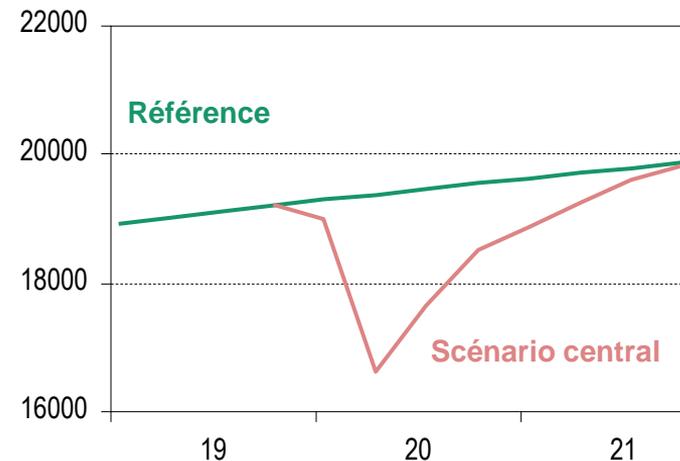


Notre scénario suppose une reprise progressive de l'activité : sur l'année 2020, le PIB se contracterait d'environ 6.5%

| | Croissance du PIB | | Perte cumulée d'activité* en 2020 et 2021 |
|-------------------------|-------------------|------------|---|
| | 2020 | 2021 | |
| Scénario central | -6.7 | 8.0 | 4.8 |

(*) Perte par rapport au scénario de référence

Niveau du PIB
(dollars constants)



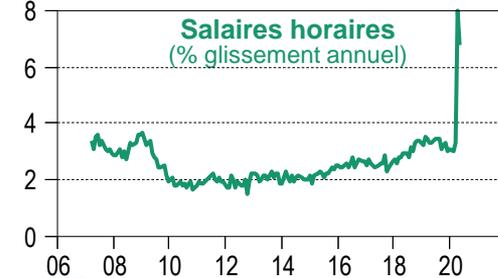
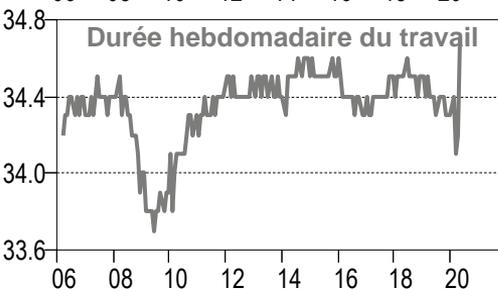
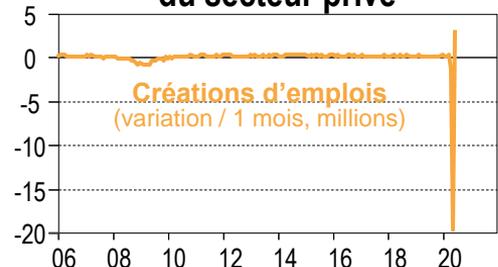
Impact sur le niveau du PIB en 2020

(en % par rapport au scénario de référence)

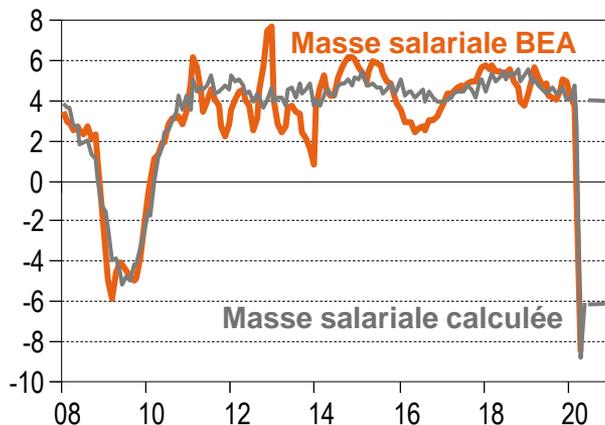
| | Mars | Avril | Mai | Juin | Juillet | Août | Sep. | Oct. | Nov. | Déc. |
|-------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Scénario central | -5 | -15 | -15 | -13 | -11 | -9 | -8 | -6 | -5 | -5 |

Le rapport sur l'emploi d'avril a permis de mesurer la profondeur du choc initial

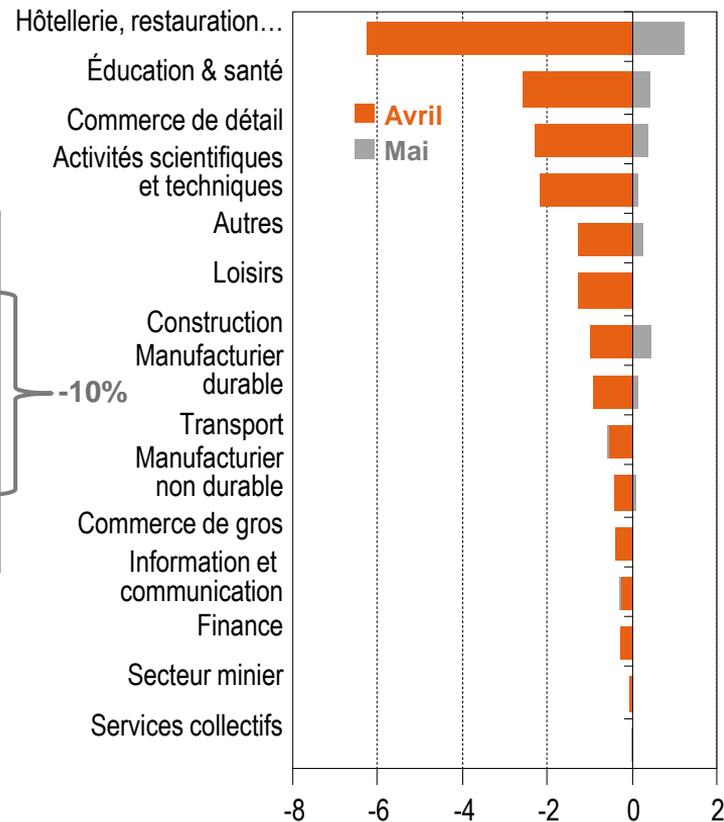
Créations d'emplois et salaires du secteur privé



Masse salariale du secteur privé (% glissement annuel)



Variation de l'emploi en avril et mai 2020 (millions)



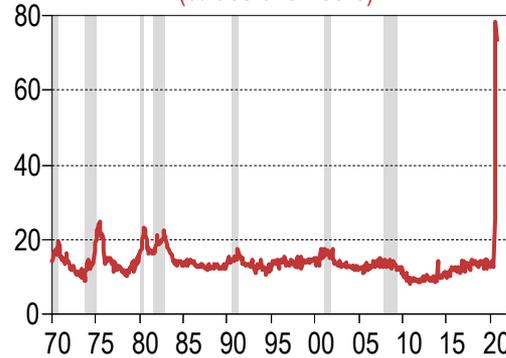
Après une hausse spectaculaire du taux de chômage, la détérioration du marché du travail semble avoir cessé en mai

Taux de chômage (%)

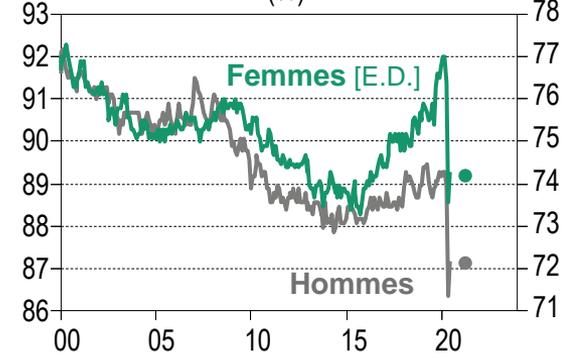


Si les travailleurs qui ont été enregistrés comme employés mais absents du travail pour « d'autres raisons » avaient été classés comme chômeurs à titre temporaire, le taux de chômage aurait été 3 points plus élevé en mai.

Chômage temporaire (% des chômeurs)

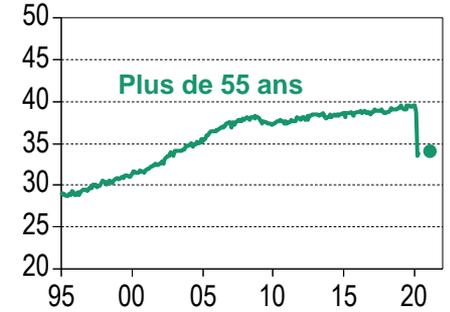
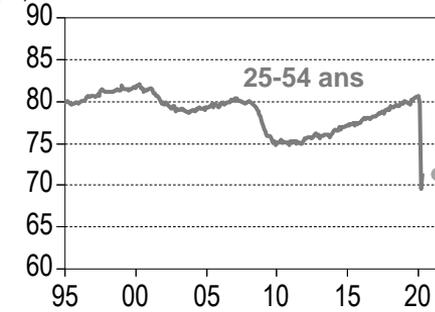
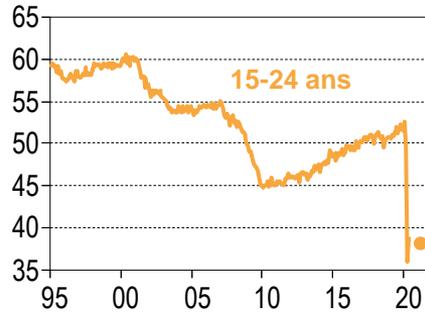
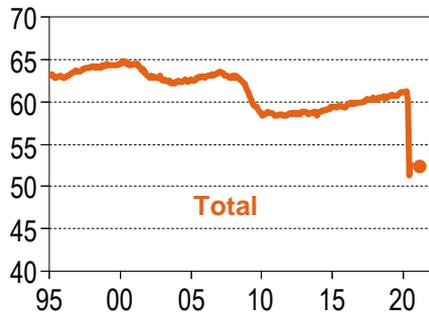


Taux de participation des 25-54 ans (%)



Taux d'emploi par âge (%)

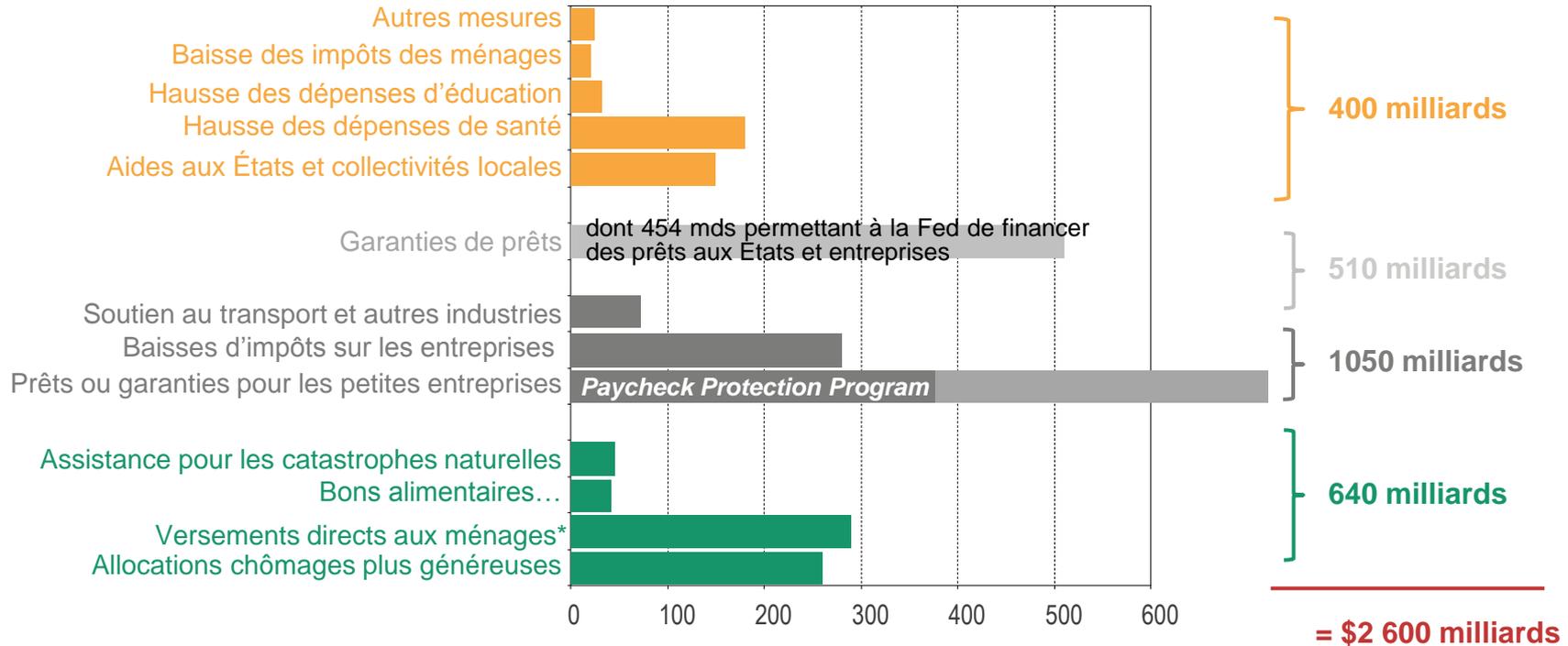
(%)



Le Congrès a voté un soutien budgétaire massif

Le « *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act* »

(milliards de dollars)



(*) 1200\$ par adulte + 500\$ par enfant jusqu'à un certain niveau de revenu

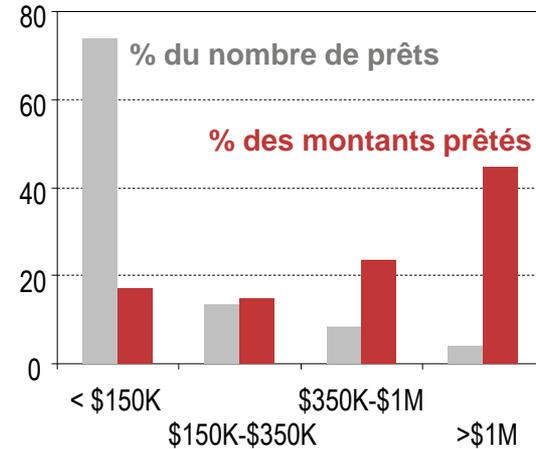
Le Paycheck Protection Program est censé inciter les petites entreprises à maintenir l'emploi

Le **Paycheck Protection Program (PPP)** est un programme de prêt géré par la **Small Business Administration (SBA)** et conçu pour inciter les petites entreprises à maintenir l'emploi.

La SBA abandonnera ses créances si tous les employés sont conservés après huit semaines et si l'argent prêté est utilisé pour payer les salaires, le loyer, les intérêts hypothécaires ou des services publics.

Pour renforcer l'efficacité du PPP, la Fed fournira des liquidités aux institutions financières participantes. La facilité de liquidité du programme de protection des salaires (**Paycheck Protection Program Liquidity Facility - PPPLF**) prendra les prêts donnés en garantie à leur valeur nominale.

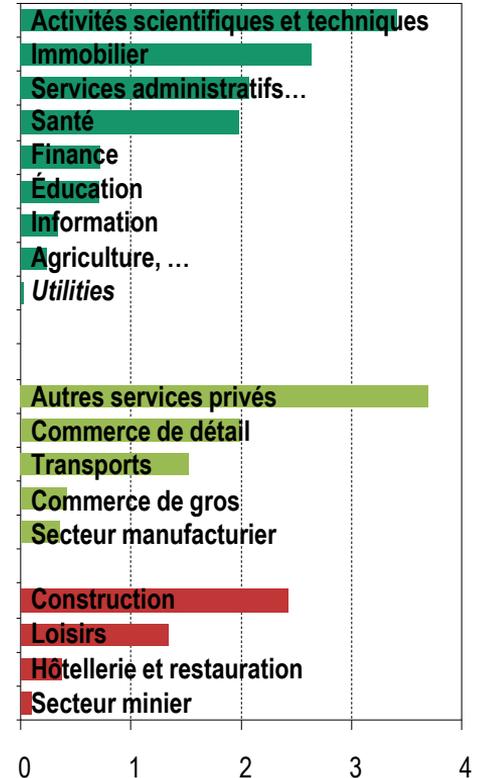
Taille des prêts de la SBA
(pour les 340 milliards de dollars de prêts accordés)



Le diable est dans les détails !

Il y a plus de 30 millions de petites entreprises* aux États-Unis. Les prêts de plus d'un million de dollars ne représentent que 4% de ceux qui sont approuvés, mais ils absorbent 45% des fonds déboursés.

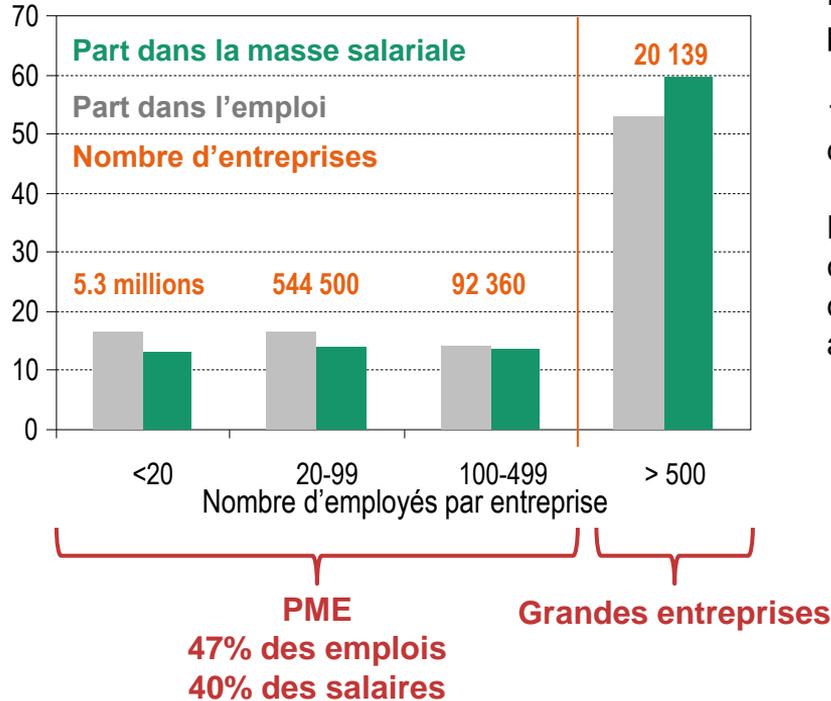
Nombre d'entreprises sans employés par secteur
(millions)



(*) Aux États-Unis, il y a **6 millions d'entreprises de moins de 500 employés et 24 millions d'entreprises sans salariés**. Si ces dernières représentent plus des trois quarts des entreprises, elles ne génèrent que 3 % des recettes.

La mise en œuvre du programme a été complexe : les petites entreprises sont nombreuses, pas toujours rentables et leurs habitudes de recours au crédit sont très diverses

Part dans l'emploi et la masse salariale par taille d'entreprises (%)

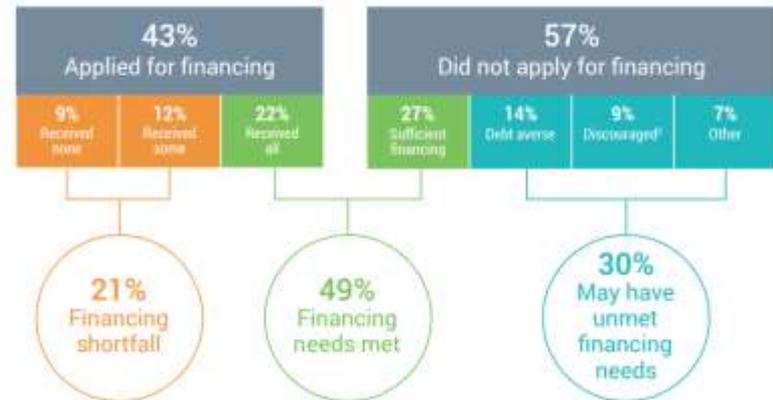


24% des entreprises perdaient de l'argent et 18% étaient à l'équilibre.

Les entreprises représentant 66% de l'emploi ont été confrontées à des problèmes financiers lors des 12 derniers mois.

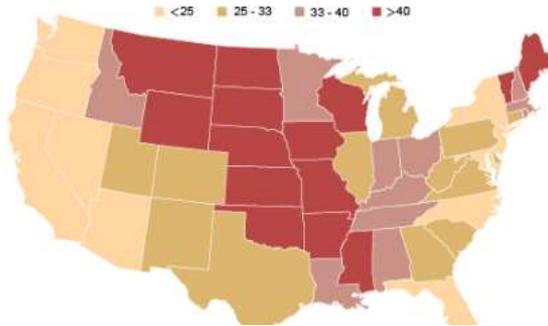
17% des entreprises devraient fermer si elles devaient subir une perte de revenus de deux mois.

Les entreprises représentant 88% de l'emploi s'appuient sur le score de crédit personnel du propriétaire pour obtenir un financement et 56 % des entreprises se sont financées grâce à de l'épargne personnelle, des amis ou de la famille au cours des cinq dernières années.

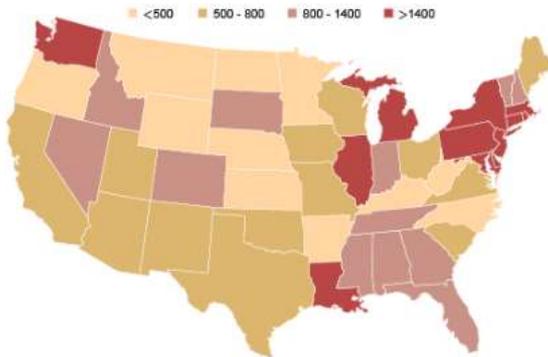


Une part importante de la première tranche du PPP semble ne pas avoir bénéficié aux entreprises des régions les plus touchées par la crise sanitaire

% des petites entreprises recevant des prêts



Nombre de cas de Covid par million de personnes

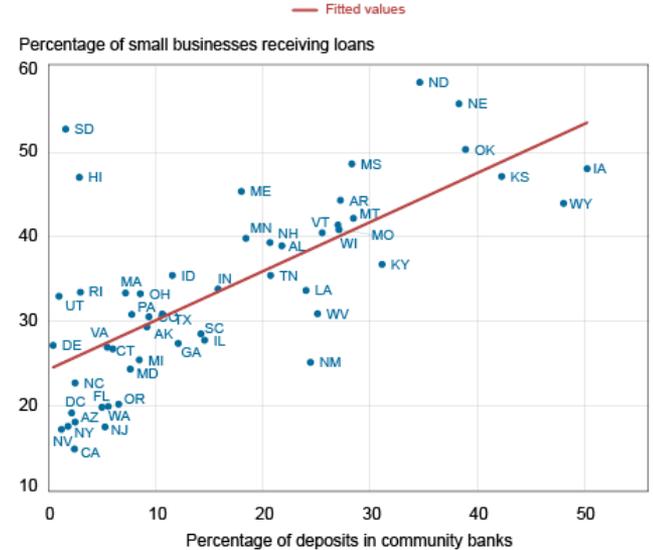


La préférence des banques pour leurs propres clients fait que le PPP favorise les entreprises bénéficiant déjà de prêts bancaires.

La part de marché des *community banks* est un bon indicateur des prêts PPP approuvés dans les différents États.

FRBNY, *Where Have the Paycheck Protection Loans Gone So Far?*

Les États où les *community banks* ont un poids plus élevé ont plus bénéficié du PPP

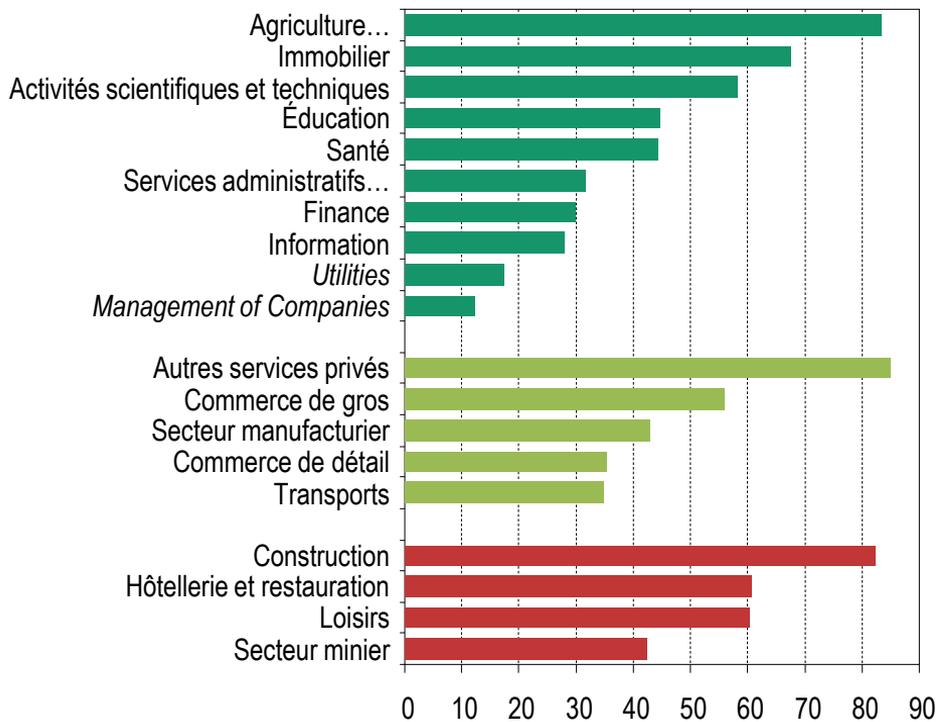


Sources: U.S. Small Business Administration, Paycheck Protection Program (PPP) Report; FDIC Summary of Deposit; U.S. Census Bureau; authors' calculations.

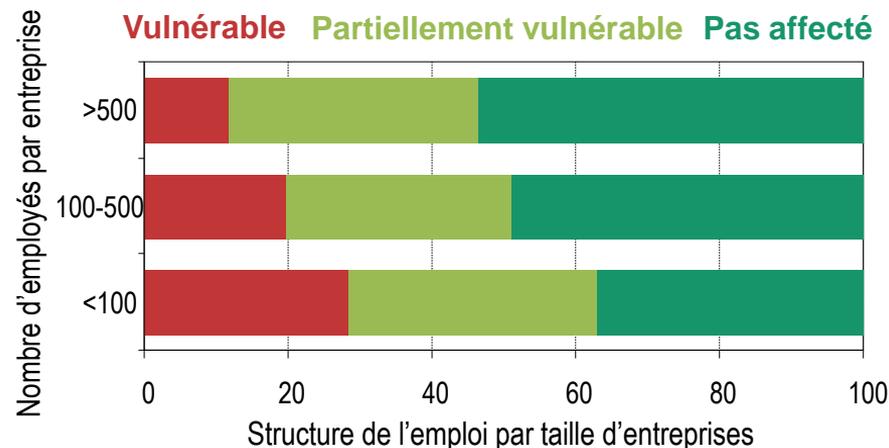
Note: The authors thank Claire Kramer for suggesting they look at community banks.

Éviter la faillite de petites entreprises, majoritaires dans les secteurs les plus touchés, est pourtant essentiel car elles emploient une part importante de la main d'œuvre

Part dans l'emploi des PME par secteur (%)



Structure de l'emploi par taille d'entreprises et vulnérabilité du secteur (%)



Le Main Street Lending Program est destiné à faciliter l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises

Main Street Lending Program

Ce programme vise à maintenir l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises grâce à l'achat par la Réserve fédérale de prêts pouvant atteindre 600 milliards de dollars, le Trésor apportant 75 milliards de dollars de capitaux propres.

Cela permettra de renforcer le soutien aux petites et moyennes entreprises qui étaient en bonne santé financière avant la crise en offrant des prêts sur 4 ans aux entreprises employant jusqu'à 10 000 employés ou ayant un chiffre d'affaires inférieur à 2,5 milliards de dollars.

Les paiements du principal et des intérêts seront reportés d'un an.

Les banques conserveront 5% des prêts accordés et vendront les 95% restant à la Réserve fédérale.

Les entreprises qui sollicitent ces prêts doivent s'engager à faire des efforts raisonnables pour maintenir la masse salariale et conserver leurs employés. Les emprunteurs doivent également respecter les restrictions en matière de rémunération, de rachat d'actions et de dividendes qui s'appliquent aux programmes de prêts directs.

Les entreprises qui ont profité du PPP peuvent également contracter des prêts Main Street.

Encours de prêts aux entreprises non financières

(milliards de dollars, T4 2019)

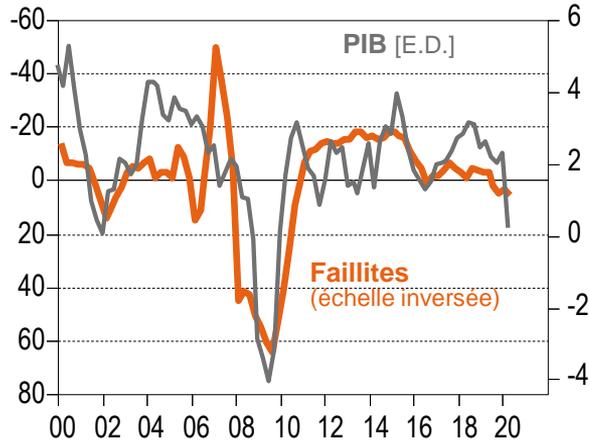
| | | | |
|-----------------------------------|---|---------------------|------|
| Sociétés | } | Prêts bancaires | 1103 |
| | | Prêts hypothécaires | 601 |
| Autres | } | Prêts bancaires | 1426 |
| | | Prêts hypothécaires | 4294 |
| Total entreprises non financières | } | Prêts bancaires | 2529 |
| | | Prêts hypothécaires | 4895 |

Memo

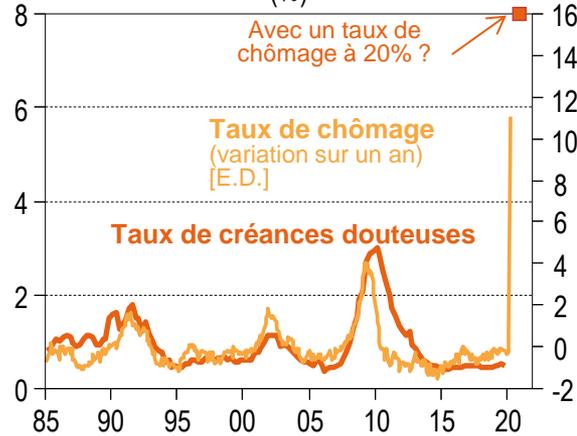
| | | | |
|-------------------------------------|---|-------------|-----|
| Prêts bancaires financés par la Fed | } | PPP | 349 |
| | | Main Street | 600 |
| | | Total | 949 |

Face au risque accru de faillites, les banques pourraient en effet hésiter à renouveler leurs prêts

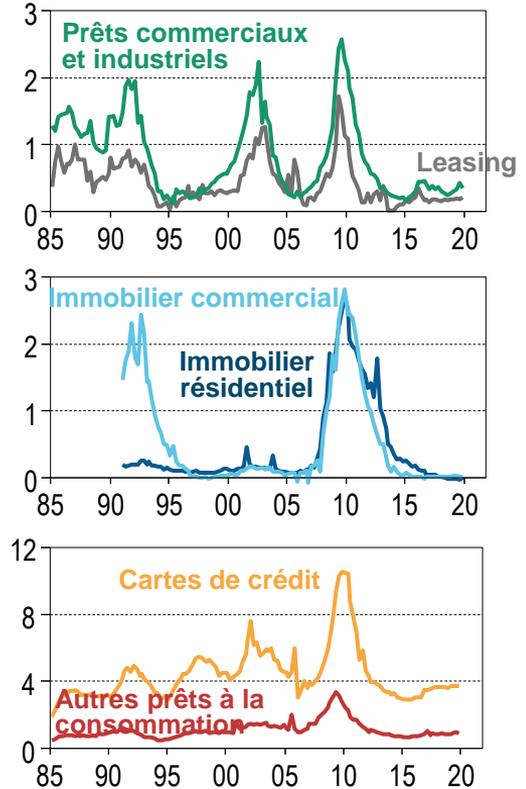
Faillites et activité (% glissement annuel)



Taux de créances douteuses et taux de chômage (%)

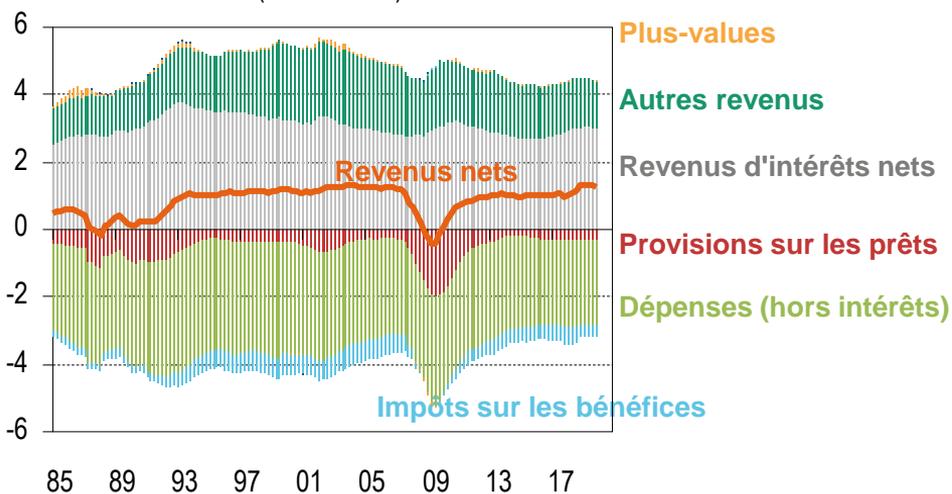


Taux de créances douteuses (% des prêts)

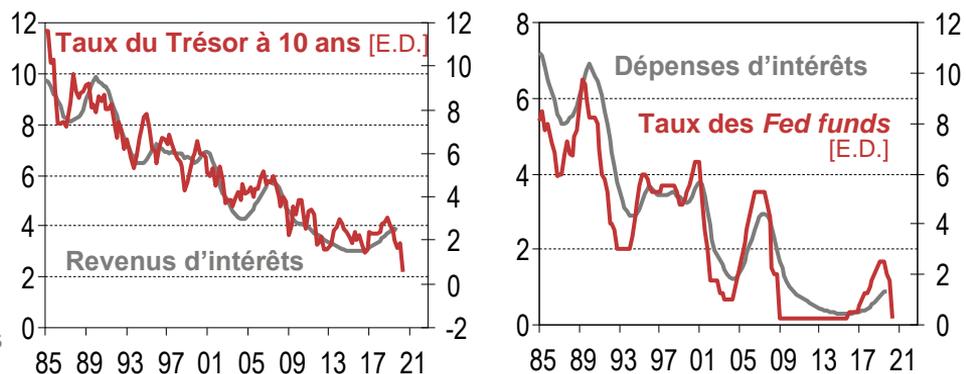


Avant la crise toutefois, la rentabilité des banques américaines était bonne...

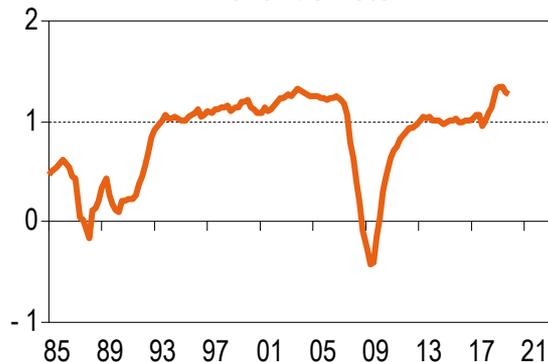
Revenus nets (% des actifs)



Revenus d'intérêts nets (% des actifs)



Revenus nets



... et, en moyenne, leur capitalisation devrait leur permettre d'absorber des pertes en hausse... même marquée !

Actifs des banques américaines (milliards de dollars)

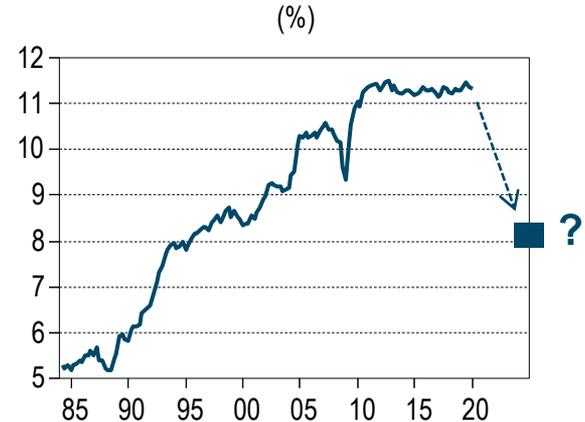
Pertes qui seraient
« normalement »
associées à un taux
de chômage à 20%

| | Actifs | |
|-------------------------------|--------------------------------|----------------|
| Prêts aux entreprises 5300 | Loans secured by real estate | |
| | - Nonresidential | 1 450 |
| | - Construction and development | 350 |
| | Other loans | 3 500 |
| Prêts aux ménages 4725 | Mortgage loans | 2 600 |
| | Home equity lines | 375 |
| | Loans to individuals | 1 750 |
| | Total loans | ~10 000 |
| Securities | 3 700 | |
| Corporate bonds | 500 | 50 |
| Goodwill | 400 | |
| Other assets | 3 800 | |
| Total | ~18 000 | 870 |

Perte de fonds propres en supposant
un revenu net de 100 mds de dollars

770

Fonds propres sur actifs (%)



Les programmes d'intervention de la Réserve fédérale sur les marchés de titres doivent permettre d'éviter un gel des flux de crédit (I)

The Commercial Paper Funding Facility (CPFF)

Commercial paper markets directly finance a wide range of economic activity, supplying credit and funding for auto loans and mortgages as well as liquidity to meet the operational needs of a range of companies.

Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF): \$500 billion

The Federal Reserve established the Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) on March 23, 2020 to support credit to employers through new bond and syndicated loan issuance. The Federal Reserve will finance a special purpose vehicle (SPV) to make loans from the PMCCF to companies. The Treasury will make a \$50 billion equity investment in the SPV.

Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF): \$250 billion

The SMCCF will purchase in the secondary market corporate bonds issued by investment grade U.S. companies and U.S.-listed exchange-traded funds whose investment objective is to provide broad exposure to the market for U.S. investment grade corporate bonds.

The Fed will also allow companies that were rated at least BBB- on March 22 to continue to access these facilities even if they have been subsequently downgraded, a solution to the “fallen angels” problem. It will now buy some ETFs that invest in high yield debt.

Encours de titres de dette émis par les sociétés non financières

(milliards de dollars, T4 2019)

| | |
|---------------------|-------|
| Papiers commerciaux | 195 |
| Obligations | 5 785 |

Les programmes d'intervention de la Réserve fédérale sur les marchés de titres doivent permettre d'éviter un gel des flux de crédit (II)

Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF): \$100 billion

The TALF will enable the issuance of asset-backed securities (ABS) backed by student loans, auto loans, credit card loans, loans guaranteed by the Small Business Administration (SBA), and certain other assets.

AAA-rated CMBS and CLOs will be eligible for non-recourse financing under the TALF program – though lower rated CLO tranches are not included.

Municipal Liquidity Facility: \$500 billion

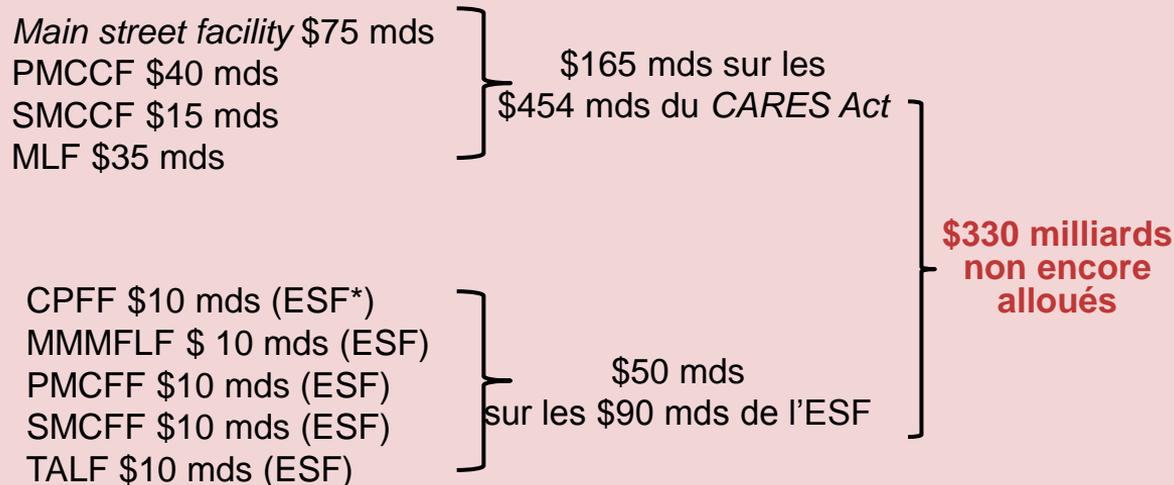
It will help state and local governments manage cash flow stresses caused by the coronavirus pandemic by establishing a Municipal Liquidity Facility that will offer up to \$500 billion in lending to states and municipalities **by directly purchasing short-term notes from states as well as large counties and cities**. The Treasury will provide \$35 billion in credit protection.

Encours de titres de dette

(milliards de dollars, T4 2019)

| | |
|---------------|--------------|
| ABS | 1 800 |
| Automobile | 250 |
| Credit Card | 127 |
| Equipment | 81 |
| Other | 355 |
| Student Loans | 173 |
| CDO/CLO | 814 |
| Munies | 3 854 |

Le montant des garanties que le Trésor peut donner à la banque centrale dans le cadre du « CARES Act » lui laisse encore de larges marges d'intervention



Avec un levier de 8 à 10, ces 330 milliards de dollars encore disponibles permettraient à la Réserve fédérale d'acheter des titres ou de prêter à hauteur de plus de 2500 milliards de dollars.

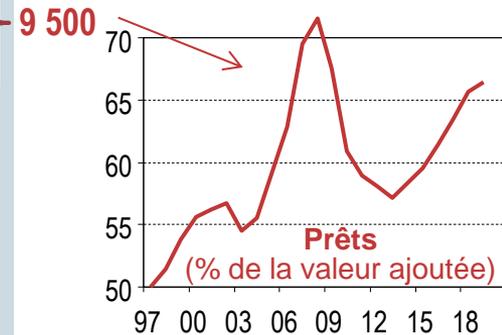
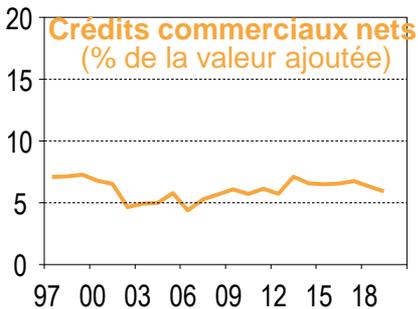
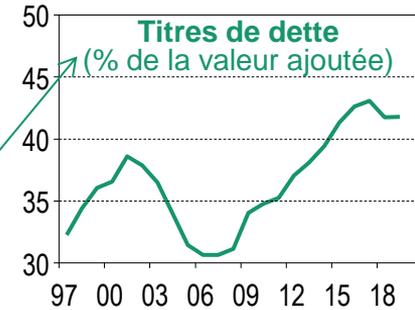
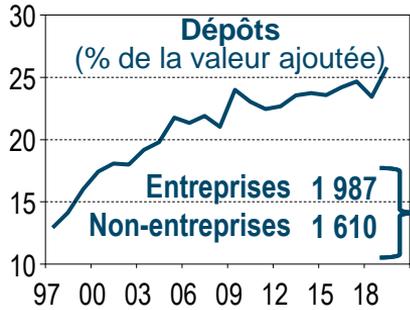
(*) Exchange Stabilization Fund

Ces différentes mesures devraient aider les entreprises américaines à surmonter – en moyenne ! – le choc

Bilan simplifié des entreprises non-financières

(milliards de dollars)

| Actifs | | Passifs | |
|---------------------------------------|---------------|------------------------------------|---------------|
| Dépôts | 3 690 | Billets de trésorerie | 195 |
| Billets de trésorerie | 242 | Obligations | 5 785 |
| Obligations | 144 | Prêts bancaires | 2 528 |
| Actions | 2 249 | Autres prêts | 2 079 |
| FCP | 312 | Prêts hypothécaires | 4 893 |
| Crédits commerciaux à recevoir | 4 258 | Crédits commerciaux à payer | 3 408 |
| | | Autres dettes | 1 418 |
| Total | 10 895 | Total | 20 306 |



Les programmes en place devraient permettre aux entreprises non financières de refinancer leurs emprunts et leurs titres de dette

Les entreprises non financières vont devoir se refinancer dans des conditions incertaines

En supposant que leurs emprunts ont une maturité moyenne de 5 ans, les entreprises non financières vont avoir à refinancer entre avril et juillet 2020 :

$$(9\ 500 / 5) / 4 = \text{\$630 milliards de prêts}$$

$$(5\ 980 / 5) / 4 = \text{\$300 milliards de titres de dette}$$

Le *Main Street Program* peut prêter 600 milliards de dollars au secteur privé. Cela devrait permettre aux entreprises de refinancer leurs prêts au cours des prochains mois.

Le PMCCF et le SMCCF permettent à la Réserve fédérale d'acheter 750 milliards de dollars de titres de dette.

Mais les entreprises se trouvent confrontées à une forte baisse de leur résultat d'exploitation : le CARES Act vise surtout à compenser les pertes de revenus des ménages

Qui portera la charge de la contraction de la valeur ajoutée ?

Si l'on fait l'hypothèse d'une baisse de 10% du PIB – i.e. 2 140 milliards de dollars – concentrée sur les entreprises non-financières et si l'on suppose la distribution des pertes proportionnelle à la composition de la valeur ajoutée des entreprises non-financières, ceci implique :

- Salaires perdus = $58\% \times 2\,140 = \mathbf{\$1\,240\text{ milliards}}$.
- Impôts indirects non collectés = $\mathbf{\$160\text{ milliards}}$.
- Perte d'excédent brut d'exploitation des entreprises non-financières = $\mathbf{\$740\text{ milliards}}$.

Après avoir été augmenté, le programme de prêts PPP peut couvrir jusqu'à 660 milliards de dollars de leurs dépenses de fonctionnement et aider les entreprises à conserver leurs employés en réduisant de moitié les pertes de salaires. Le CARES Act prévoit aussi 260 milliards de dollars supplémentaires d'allocations chômage. Les ménages ont également reçu des "chèques Trump" pour un montant total de 290 milliards de dollars.

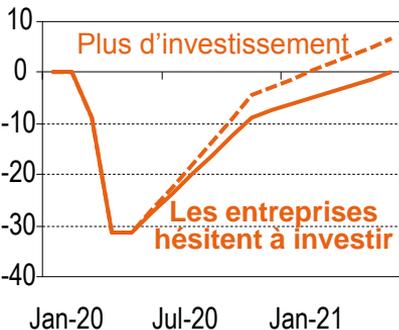
Les entreprises vont avoir des ressources de financement réduites. La perte représente 30% de l'investissement brut de 2019. Bien entendu, elles pourront emprunter pour financer leur investissement. Mais elles pourraient aussi choisir de ne pas augmenter leur endettement... et de réduire leur investissement !

→ Une stimulation budgétaire de 3.5 à 4 points de PIB risque d'être nécessaire pour compenser la faiblesse probable de l'investissement des entreprises et mettre l'économie sur une trajectoire de reprise.

Si les entreprises n'empruntent pas,

la hausse de l'épargne des ménages ne peut avoir pour contrepartie qu'un déficit public accru*

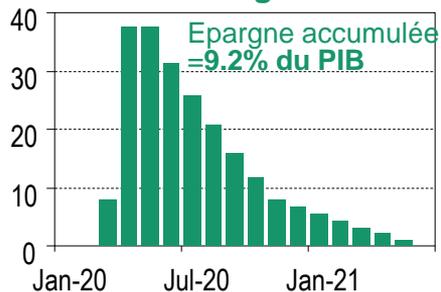
**PIB en écart
au scénario de référence
(%)**



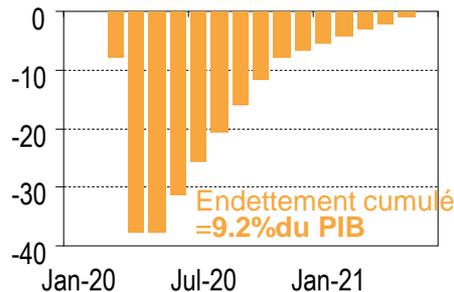
Capacités ou besoins de financement par agent

(% du PIB, écart au scénario de référence)

Ménages



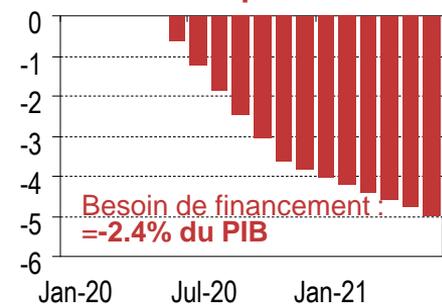
Gouvernement



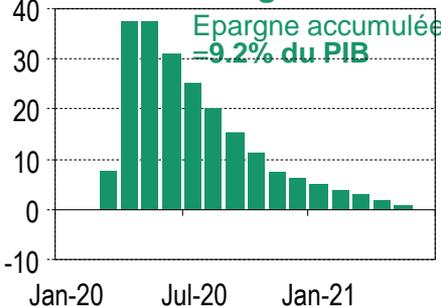
Leur excédent d'exploitation diminuant, si les entreprises ne souhaitent pas emprunter, leur investissement baissera.

Plus d'investissement, un retour plus rapide à la « normale » mais toujours un excès d'épargne des ménages

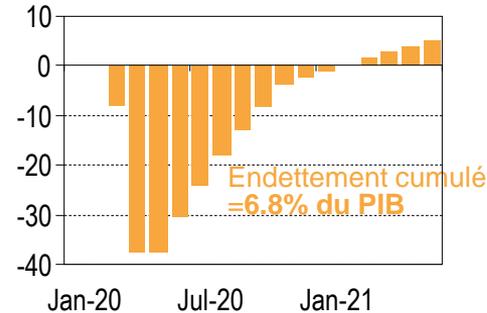
Entreprises



Ménages



Gouvernement

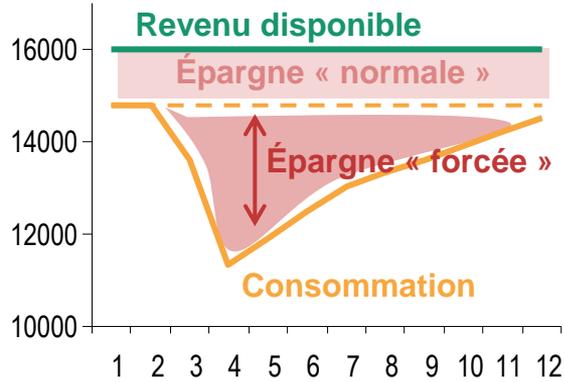


Si, les ménages épargnant toujours autant, les entreprises décidaient d'emprunter pour investir, le déficit public pourrait se réduire plus rapidement. Ce n'est toutefois pas l'issue la plus probable : les gouvernements vont vraisemblablement devoir accepter de creuser plus encore leurs déficits pour relancer l'activité !

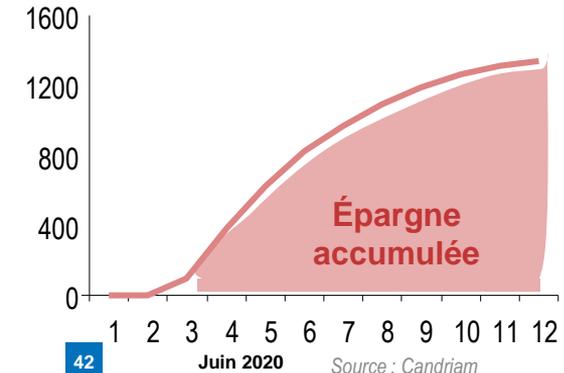
(*) Pour simplifier, le reste du monde est ici exclu.

L'accumulation d'un surcroît d'épargne par les ménages ne devrait pas provoquer un retour de l'inflation

Graphique A



Graphique B



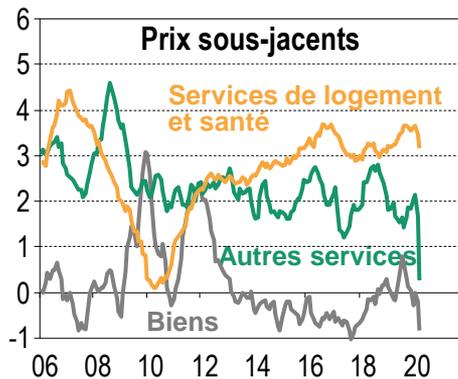
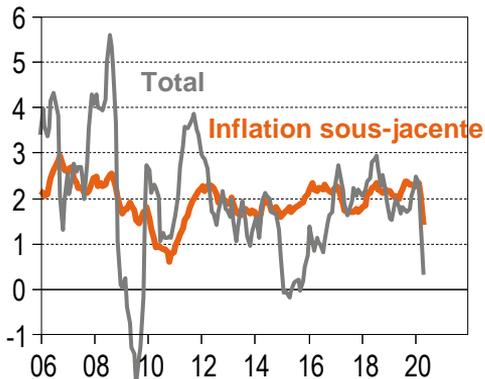
Supposons que pendant le confinement le revenu des ménages est resté inchangé et que la consommation, après avoir été fortement déprimée, ne repart que lentement (graphique A). À la fin de l'année, les ménages auront accumulé un excédent d'épargne (graphique B) de l'ordre de 1000 milliards de dollars.

- **Tant que l'économie ne sera pas revenue au potentiel**, la dépense d'une partie de l'épargne accumulée sera bienvenue... Bien sûr, certains prix pourront augmenter plus vite que d'autres (prix alimentaires, prix de certains services – coiffeurs...) mais les salaires restant déprimés et les capacités restant excédentaires dans de nombreux secteurs, les pressions inflationnistes resteront contenues.
- **Si l'économie revient à son potentiel** fin 2020 et que les ménages décident de dépenser la totalité de leur excédent d'épargne en 2021, ces dépenses supplémentaires seront sources d'une pression inflationniste.
 - La majeure partie de l'épargne excédentaire est cependant concentrée dans les mains de la partie la plus riche de la population. Compte tenu de l'incertitude accrue et d'une éventuelle évolution vers une consommation plus « frugale », ils pourraient toutefois ne dépenser qu'une fraction de leur épargne.
 - Une partie de leur excédent d'épargne pourrait être « neutralisée » par une augmentation des impôts sur le revenu ou sur le patrimoine.
 - Une partie de l'excédent de demande pourrait, le cas échéant, être « neutralisé » par un resserrement de la politique monétaire... ou si la pression sur les prix reste acceptable, cela pourrait simplement aider la banque centrale à atteindre son objectif d'inflation !

Memo : inflation aux États-Unis

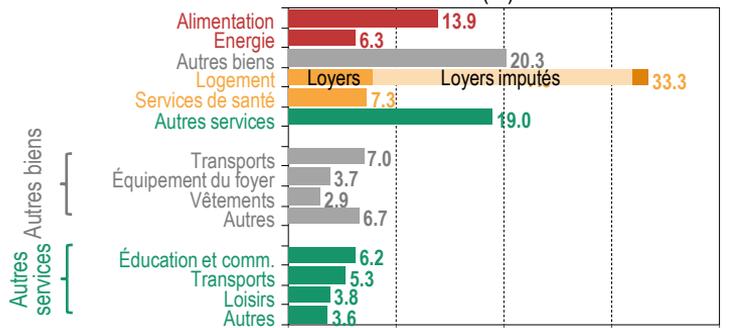
Prix à la consommation

(IPC, % glissement annuel)



Poids dans l'IPC

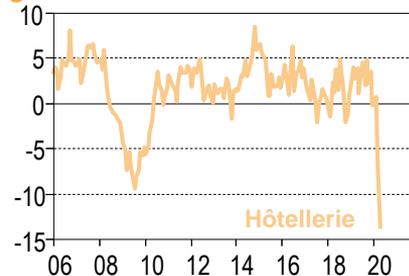
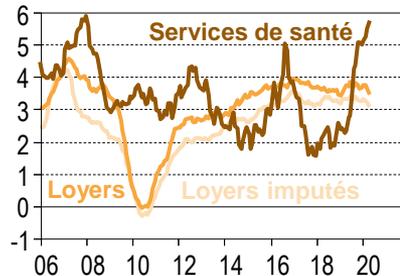
(%)



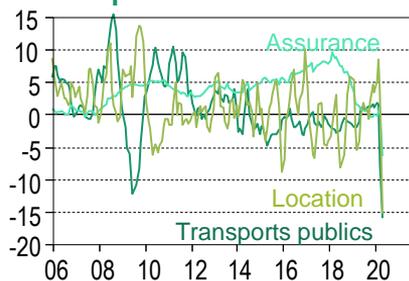
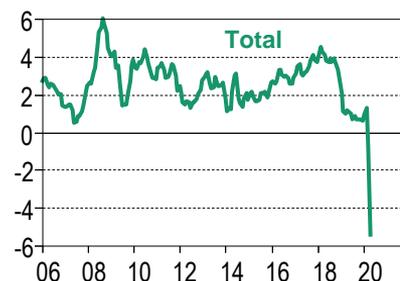
Jun 2020

Sources : Refinitiv Datastream, BLS, Candriam

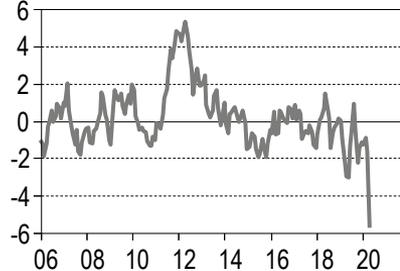
Services de logement et santé



Services de transports



Vêtements



Alimentation



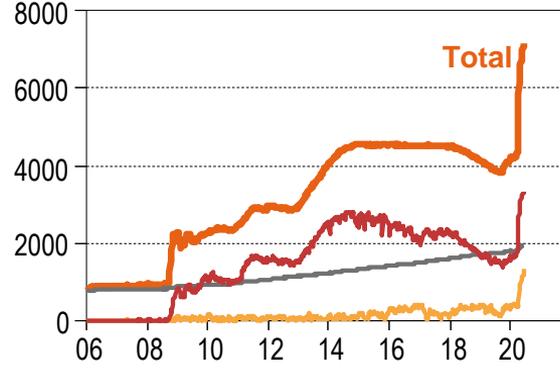
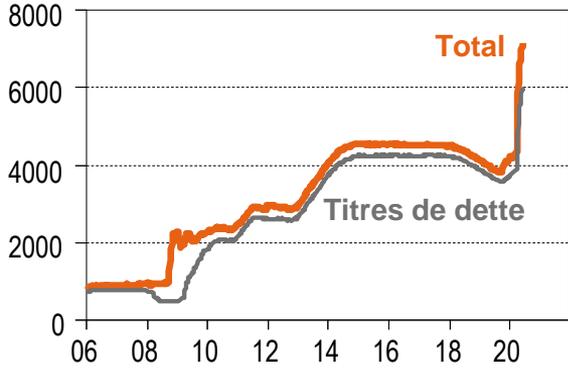
Memo : après avoir calmé les tensions sur les marchés, la Fed soutient maintenant le crédit aux entreprises

Bilan de la Réserve fédérale

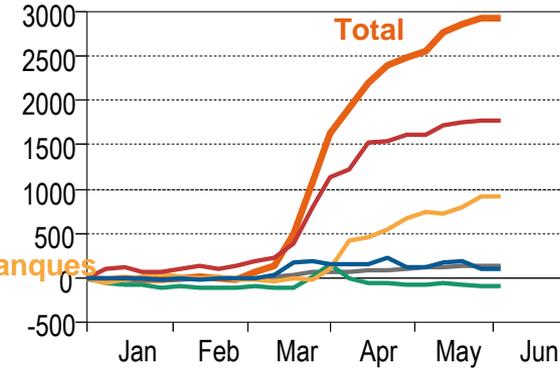
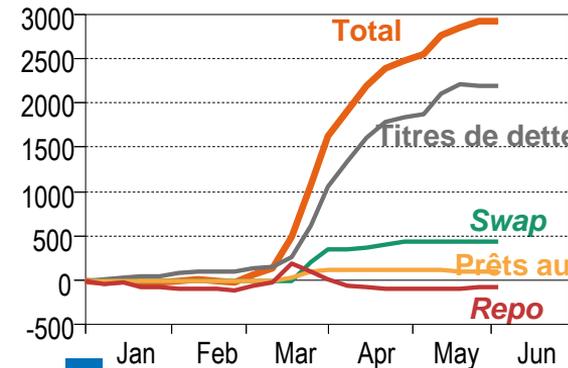
(milliards de dollars)

Actif

Passif



(milliards de dollars, en cumul depuis janvier 2020)



Memo: nouvelles facilités de la Fed depuis mars 2020

(milliards de dollars)

Réserves des banques

Monnaie en circulation

Dépôts du Trésor

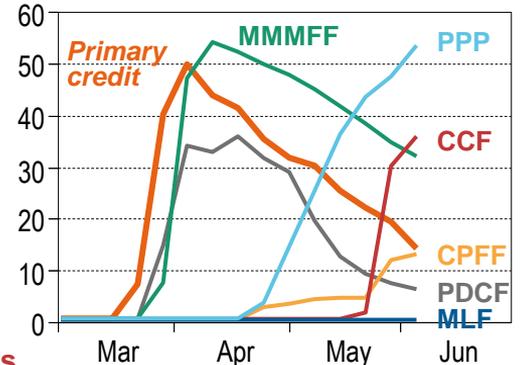
Réserves des banques

Dépôts du Trésor

Autres dépôts

Monnaie en circulation

Reverse repo



PPP: Paycheck Protection Program Facility

MMMFF: Money Market Mutual Fund Facility

CCF: Corporate Credit Facilities

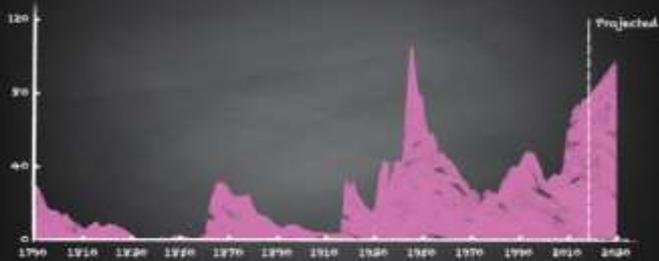
CPFF: Commercial Paper Funding Facility

PDCF: Primary Dealer Credit Facility

MLF: Municipal Facility

Debt Held by the Public

Percentage of Gross Domestic Product

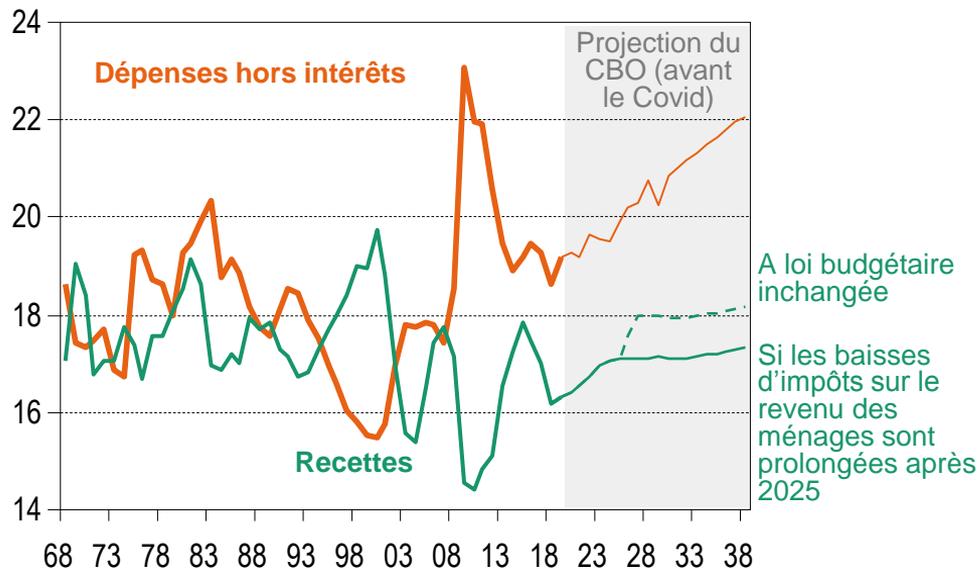


3.2 Où va la dette publique américaine ?

Avant la crise sanitaire, le CBO prévoyait déjà une forte hausse des dépenses du gouvernement fédéral pour la santé et la retraite

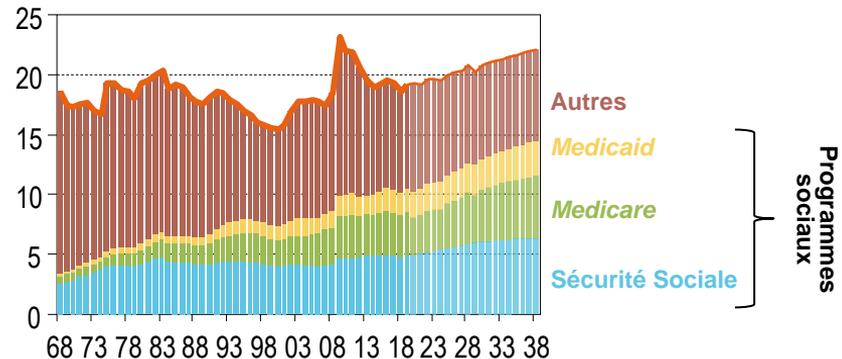
Dépenses et recettes du gouvernement fédéral

(% du PIB)



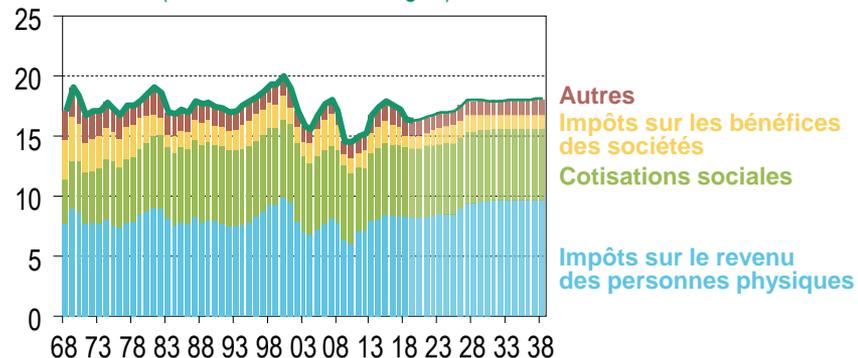
Dépenses du gouvernement fédéral

(% du PIB)



Recettes du gouvernement fédéral

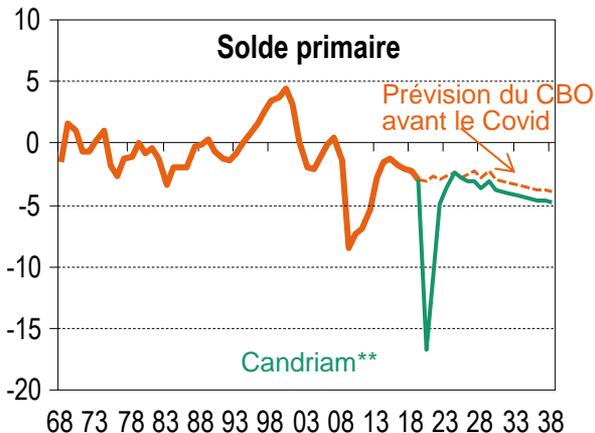
(% du PIB, à loi inchangée)



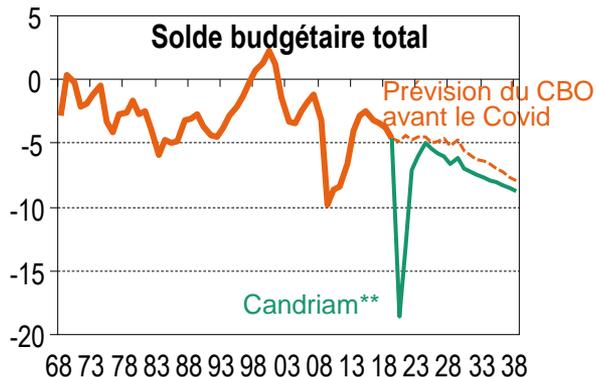
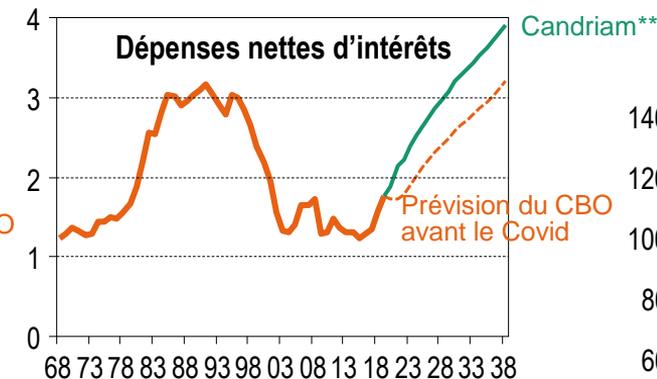
La dette du gouvernement fédéral va sensiblement monter...

Solde budgétaire du gouvernement fédéral*

(% du PIB)

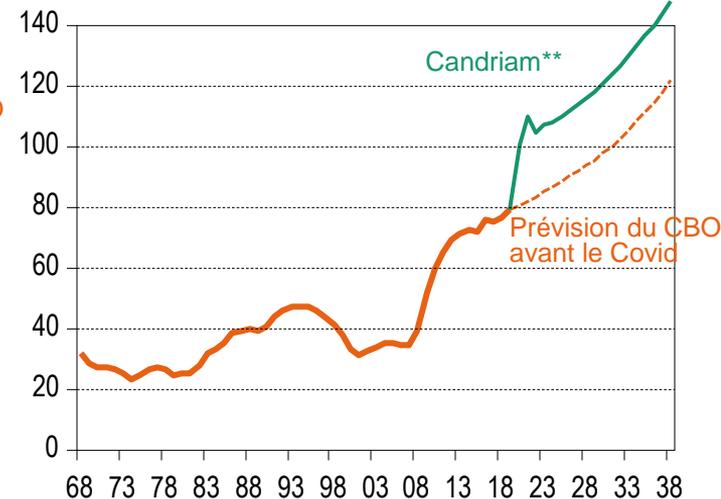


(**) Nous avons supposé une réduction du déficit plus lente que dans le Budget d'avril 2020 (i.e. un déficit primaire de 11% du PIB en 2021 au lieu de 8%).



Dette du gouvernement fédéral*

(% du PIB)

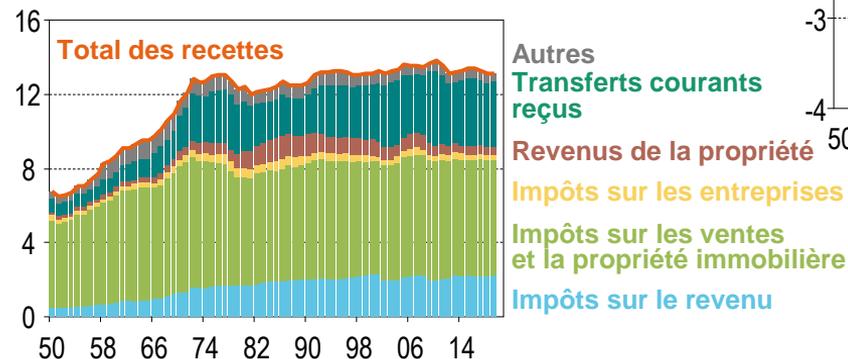
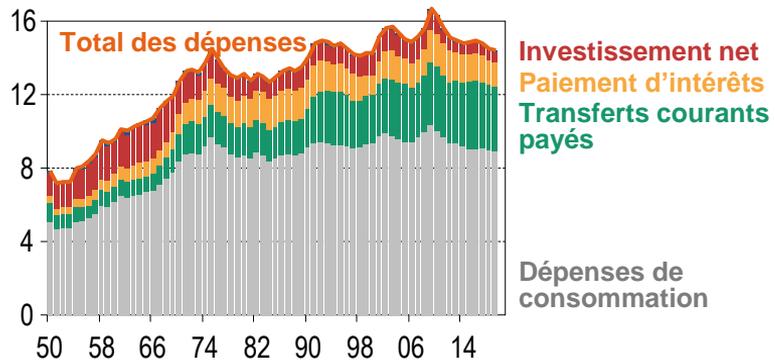
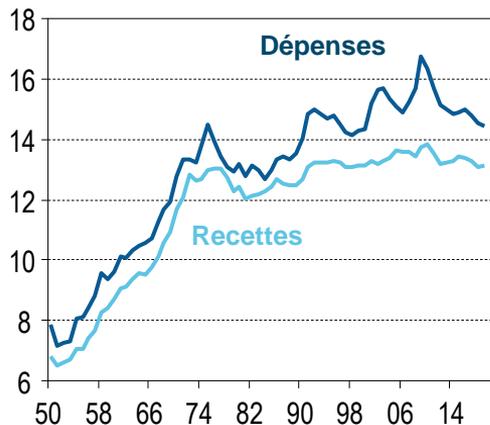


(*) Les scénarios présentés supposent que les baisses d'impôts sur le revenu des ménages ne sont pas reconduites.

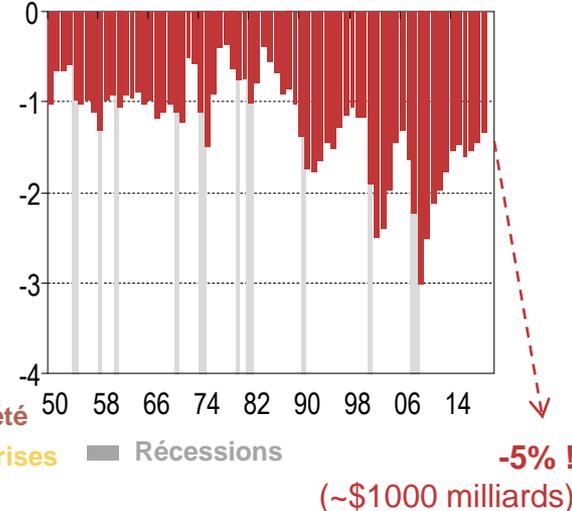
... d'autant que le besoin en transferts du gouvernement fédéral vers les États et collectivités locales va être sensiblement accru par la crise

Dépenses et recettes des États et collectivités locales (% du PIB)

Recettes et dépenses



Capacité (+) ou besoin (-) de financement

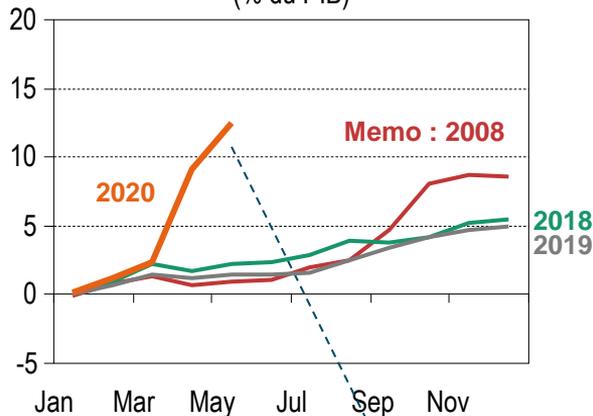


N.B. La plupart des États et collectivités locales ne peuvent emprunter que pour financer des investissements.

L'essentiel de l'augmentation récente du besoin de financement du gouvernement a été couvert par l'émission de bons du Trésor

Total des titres du Trésor

(% du PIB)



Dépôts du Trésor à la Réserve fédérale

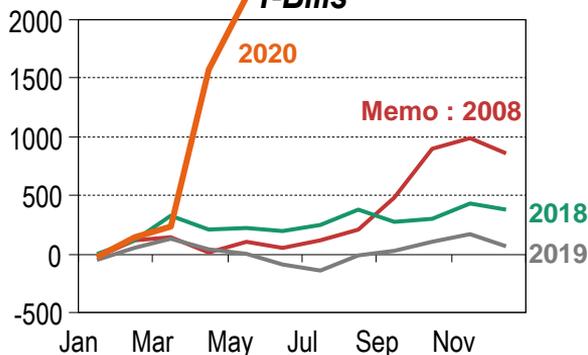
(milliards de \$)



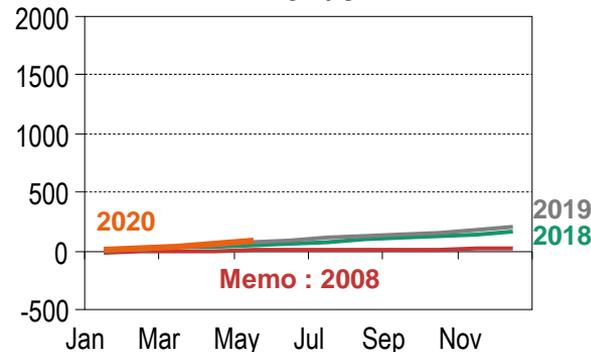
Émissions nettes du Trésor par année

(milliards de dollars, en cumul depuis le début de l'année)

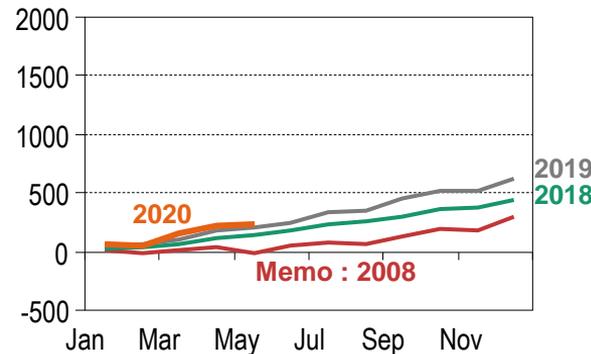
T-Bills



Bonds



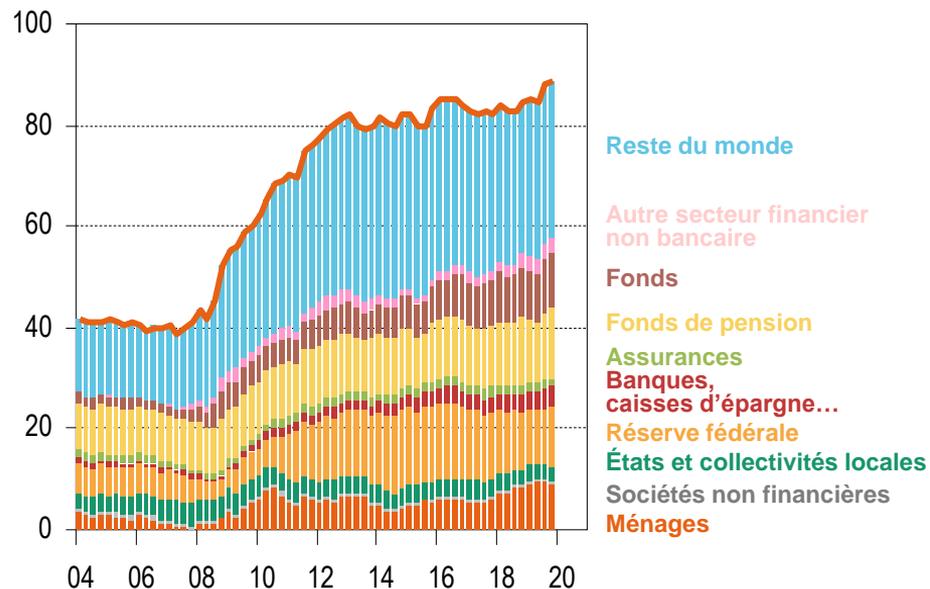
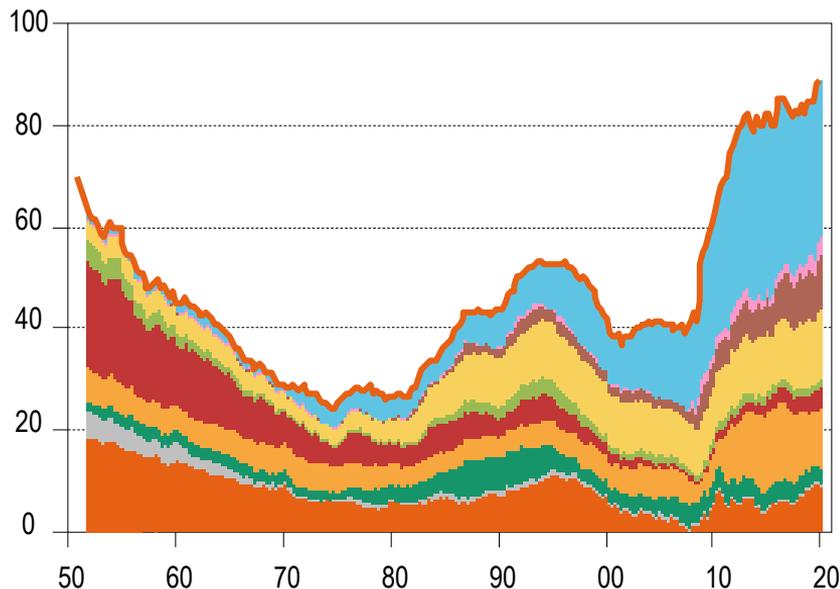
Notes



Memo : qui détient les titres du Trésor américain ?

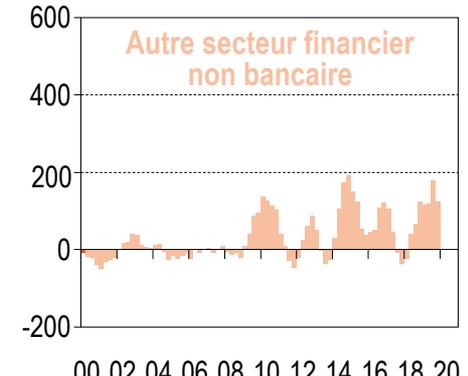
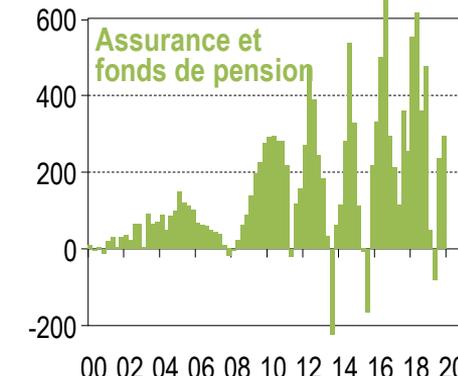
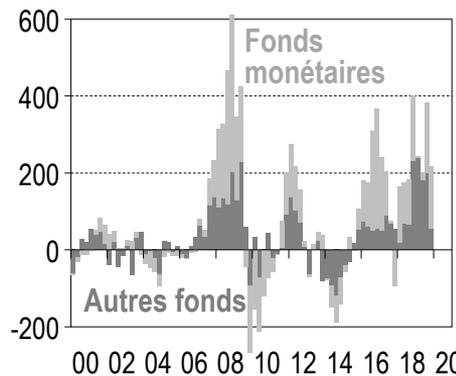
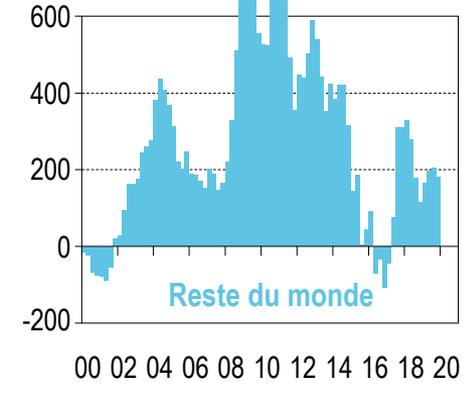
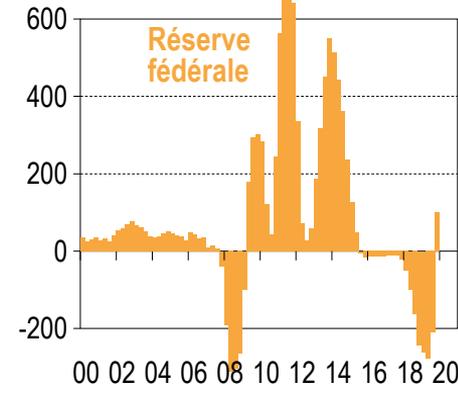
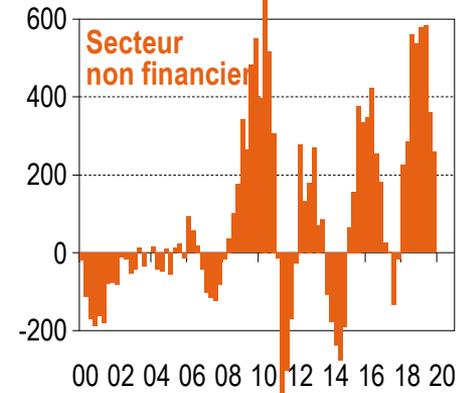
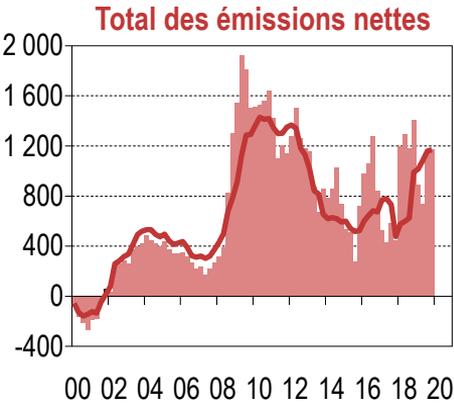
Détenteurs de titres du Trésor

(% du PIB)



Memo : qui achète les titres du Trésor américain ?

Achats nets de titres du Trésor (milliards de dollars, lissage sur 4 trimestres)





« Nous sommes vraiment à la croisée des chemins. Soit nous sommes capables d'avoir une réponse commune forte... soit le projet tout entier est en péril » P. Gentiloni

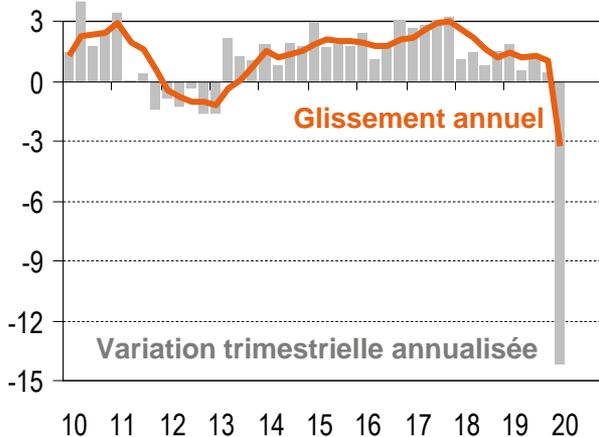
4.1 ZONE EURO

Les divergences entre le Nord et le Sud s'approfondissent

Le PIB de la zone euro a fortement chuté au premier trimestre

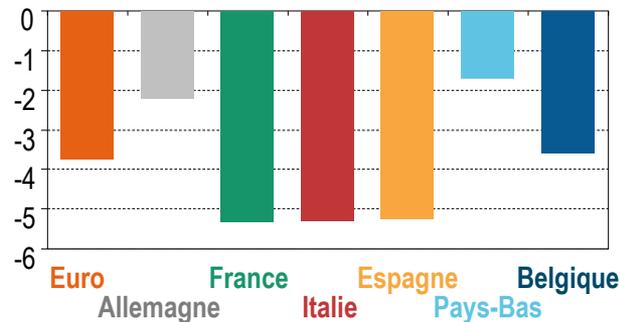
PIB dans la zone euro (%)

(%)

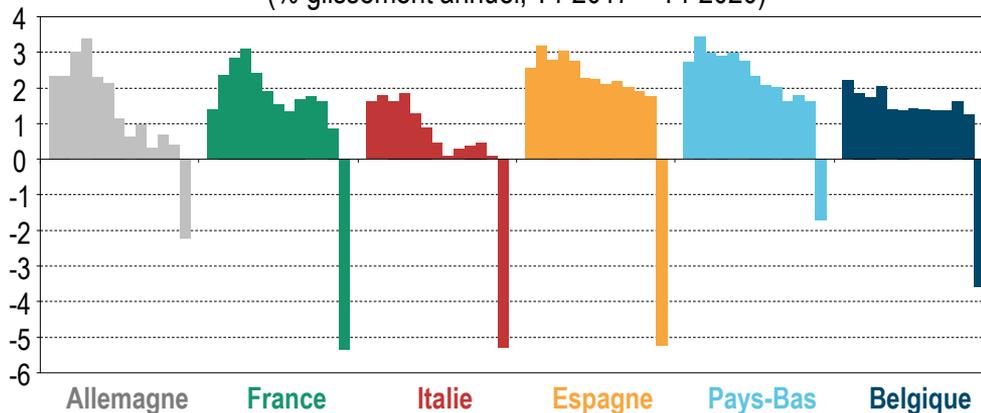


PIB

(% variation trimestrielle en T1 2020)



(% glissement annuel, T1 2017 – T1 2020)

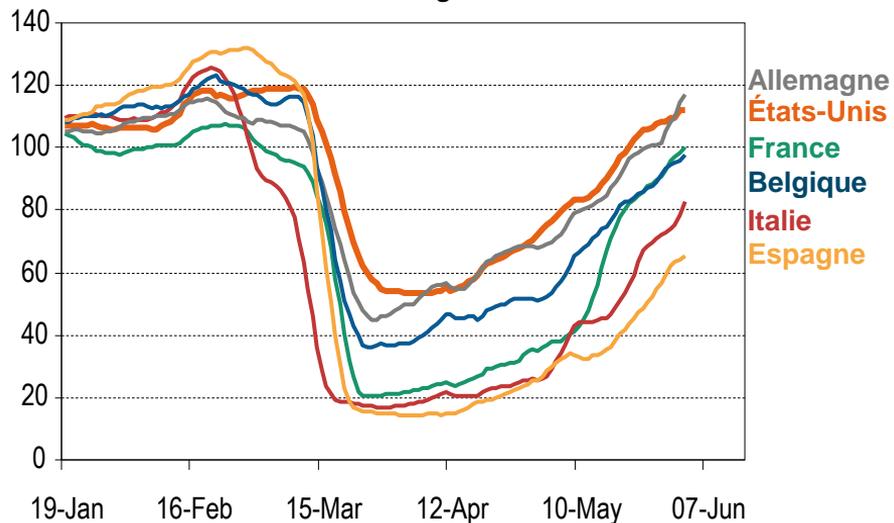


Les données en temps réels montrent que l'activité a repris au cours du deuxième, mais cette reprise semble moins avancée en Italie et en Espagne

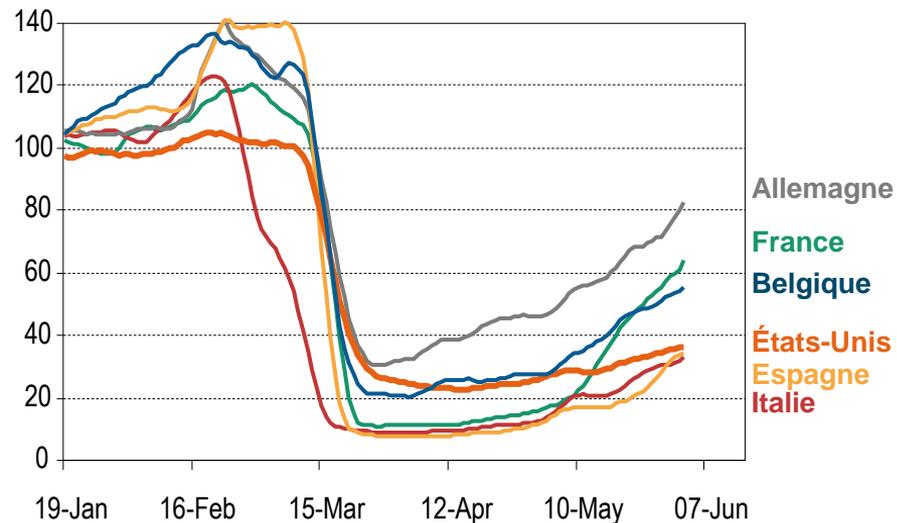
Apple mobility trends

(variations des demandes d'itinéraire, 13 janvier = 100, lissage sur 7 jours)

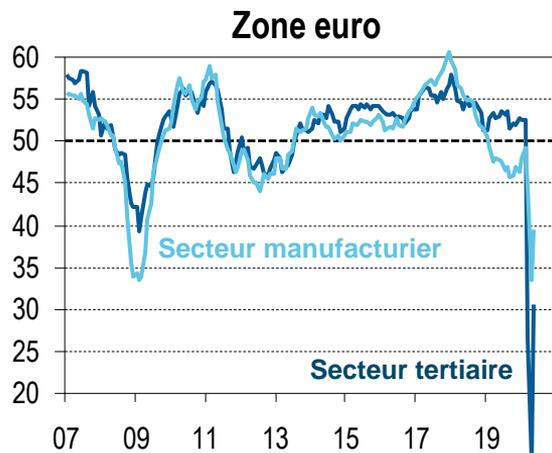
Driving



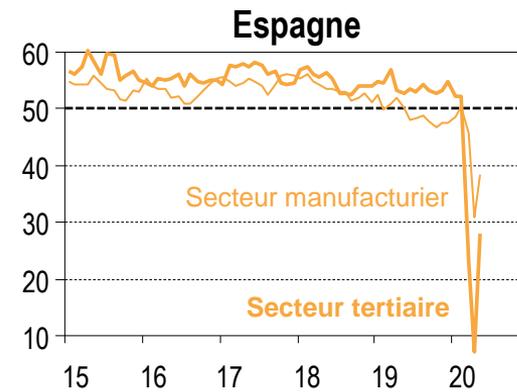
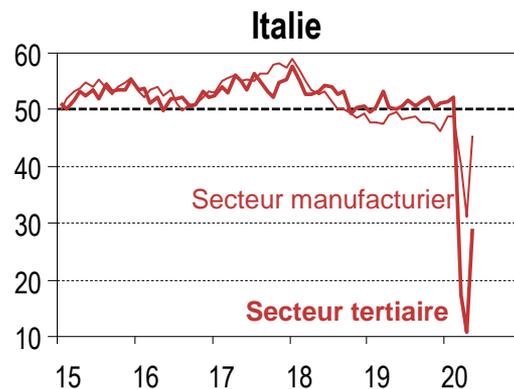
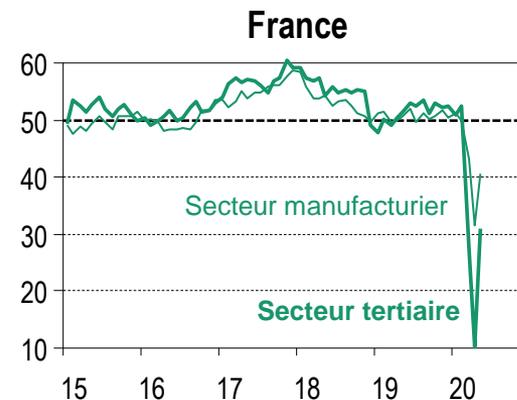
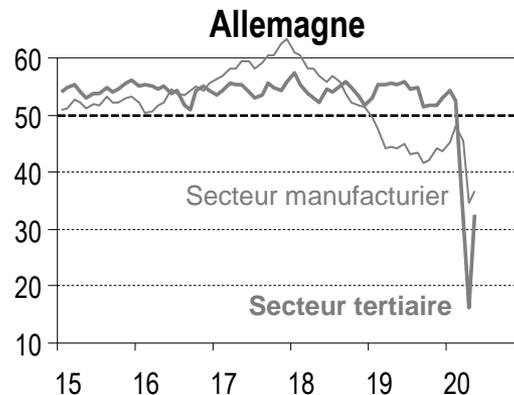
Transit



Les indices PMI sont remontés en mai, mais restent à des niveaux très bas

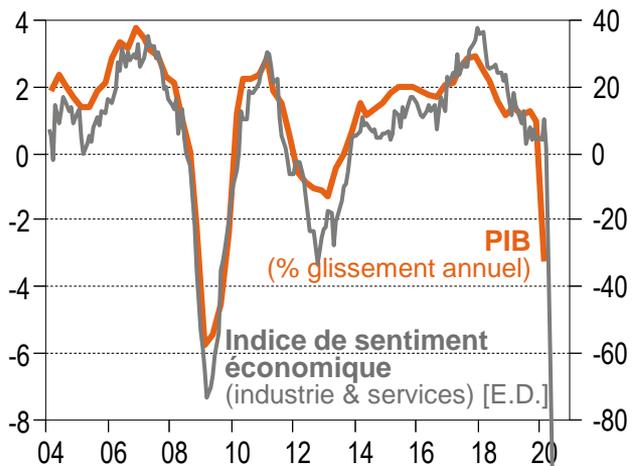


Indices PMI

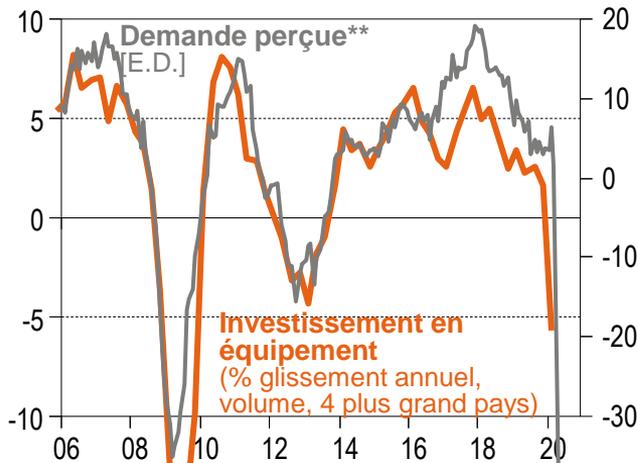


La baisse de l'indice de sentiment économique est impressionnante... mais elle sous-estime vraisemblablement l'ampleur de la contraction de l'activité au second trimestre !

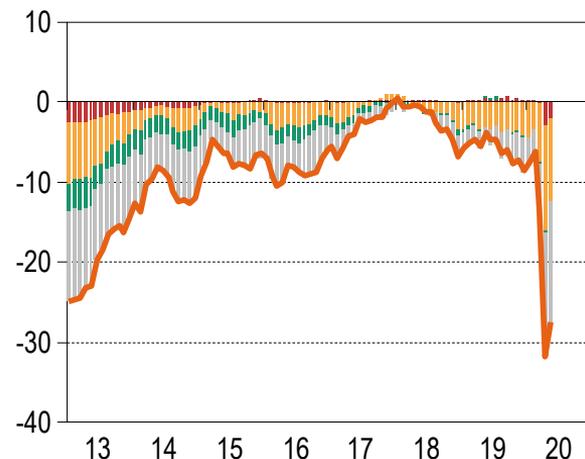
Indice de sentiment économique



Investissement en équipement*



Confiance des ménages



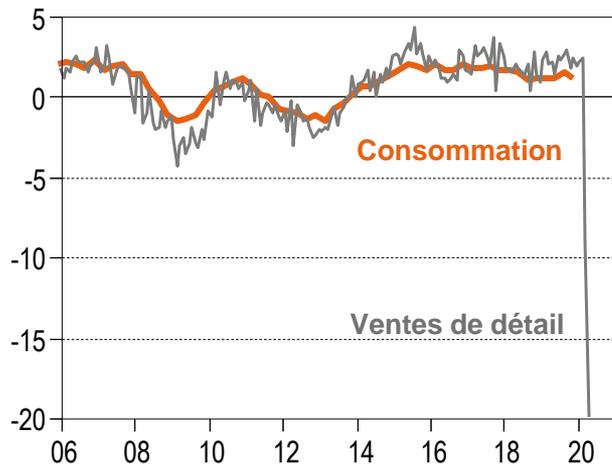
- Confiance des ménages
- Perspectives d'évolution du chômage
- Capacité d'épargne
- Situation économique
- Situation financière

(*) y compris droits de propriété intellectuelle.

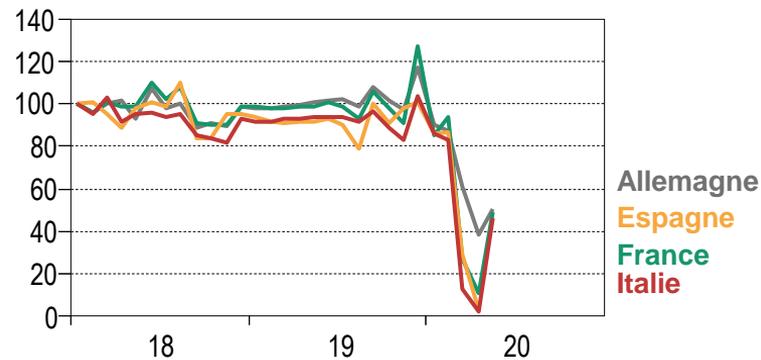
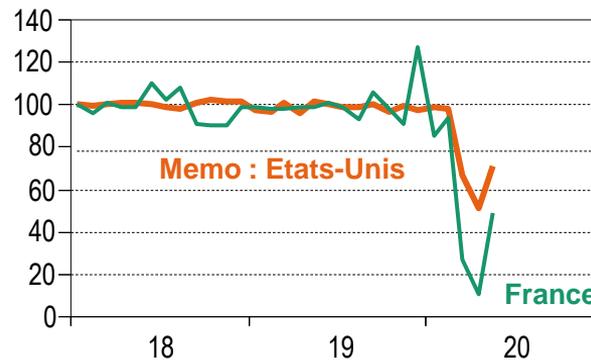
(**) Indice composite (enquête de la Commission Européenne):
 $0,45 \times$ tendance de production dans l'industrie
 $+ 0,55 \times$ évolution récente de la demande dans les services

La consommation a sans doute touché son point bas en avril

Consommation et ventes de détail (% glissement annuel, hors automobiles)



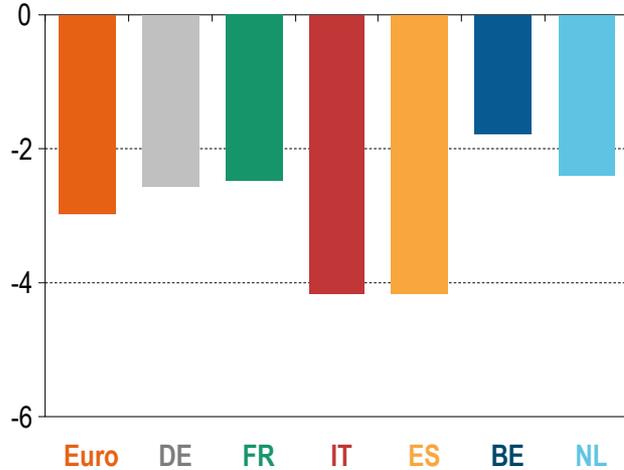
Ventes de véhicules automobiles (2018 = 100)



Mais la distanciation sociale risque d'affecter durablement l'activité, en Italie et en Espagne en particulier

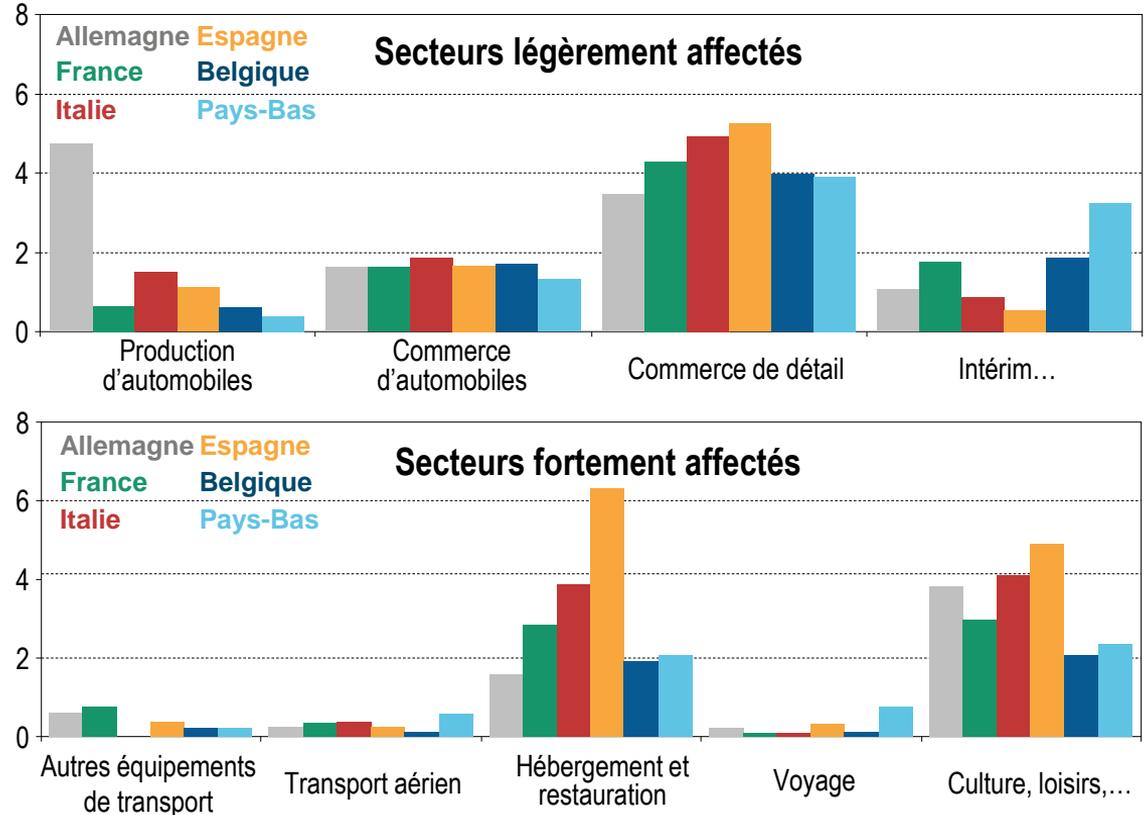
Impact direct d'une distanciation sociale prolongée sur le niveau du PIB fin 2020*

(en % par rapport au scénario de référence)



(*) Nous faisons l'hypothèse d'un impact résiduel de la distanciation sociale dans les différents secteurs : automobile (-7), autres équipements de transport (-15), commerce de détail (-5), transport aérien (-30), hébergement et restauration (-30), intérim (-5), agences de voyage (-50), culture et loisirs (-30).

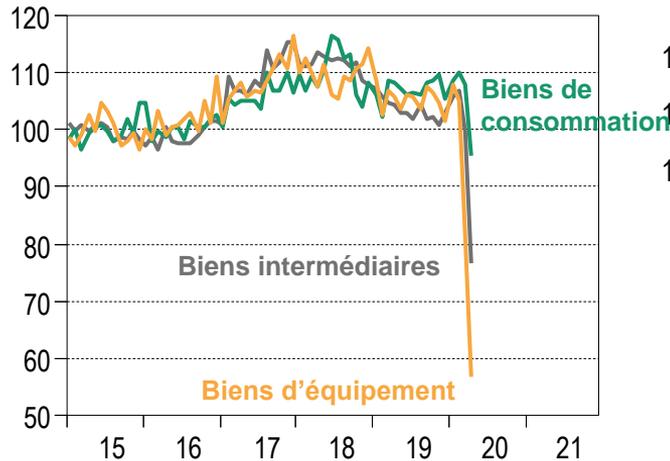
Parts dans le PIB des secteurs affectés (%)



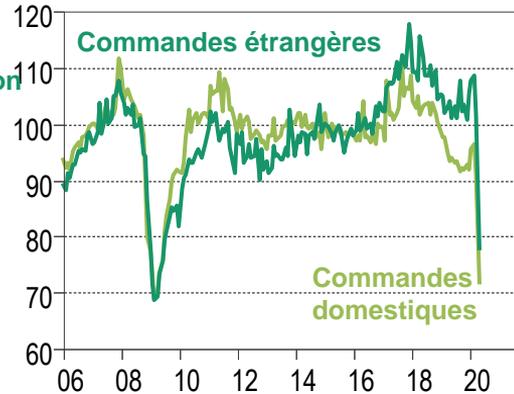
L'effondrement des commandes industrielles en Allemagne donne une première idée de l'ampleur de la chute de l'investissement en équipement dans la zone euro

Commandes à l'industrie en Allemagne (2015 = 100)

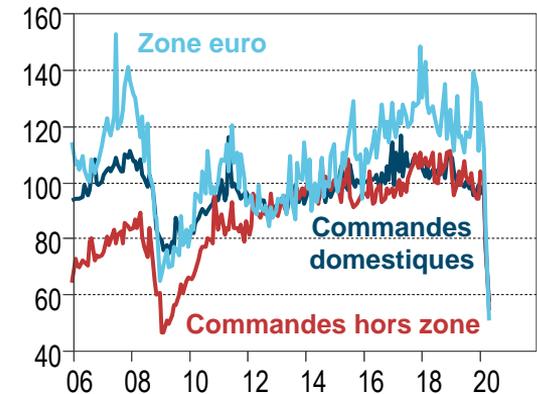
Commandes de produits manufacturés



Biens intermédiaires



Biens d'équipement



En moyenne sur 2020, le PIB de la zone euro baisserait de 8%

| | Croissance du PIB | | Perte cumulée d'activité* en 2020 et 2021 |
|-------------------------|-------------------|------------|---|
| | 2020 | 2021 | |
| Scénario central | -8.2 | 9.8 | 5.3 |

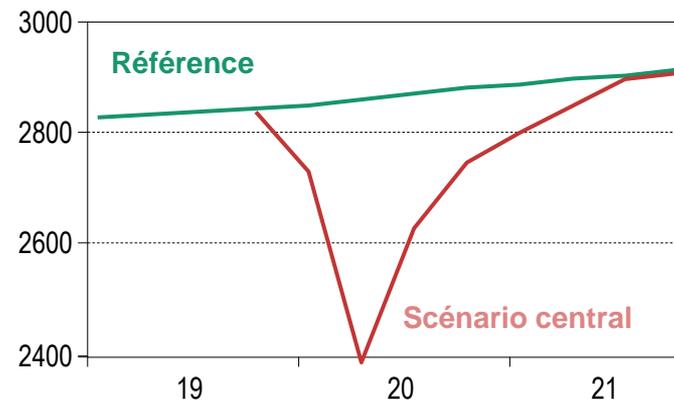
(*) Perte par rapport au scénario de référence

Impact sur le niveau du PIB en 2020

(en % par rapport au scénario de référence)

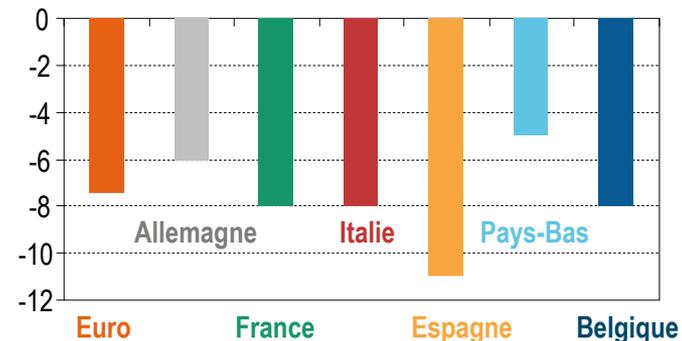
| | Mars | Avril | Mai | Juin | Juillet | Août | Sep | Oct | Nov | Déc |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Scénario central | -12 | -24 | -18 | -12 | -10 | -10 | -8 | -6 | -5 | -5 |

Niveau du PIB
(euros constants)



Prévisions de PIB pour 2020

(%, variation annuelle, PSC d'avril 2020)



Pour maintenir leur économie à flots, les Etats ont rapidement garanti des prêts bancaires et pris largement à leur charge le chômage d'une partie de la main d'œuvre

PAYS

Soutien budgétaire

Prêts / garanties

Mesures principales



Allemagne



250 milliards d'euros
(**±7.3% du PIB**)

Jusqu'à 750 milliards d'euros de prêts de la KfW (**±24% du PIB**)
Les demandes de prêts à la KfW ont été simplifiées et accélérées.

Chômage partiel
Report d'impôt pour les entreprises
40 milliards d'euros pour les professions libérales et les indépendants



France



110 milliards d'euros
(**±4.5% du PIB**)

315 milliards d'euros de garanties pour les prêts aux entreprises
(**±13% du PIB**)

Renforcement et simplification du régime de chômage partiel (20 milliards).
Reports d'échéances sociales et/ou fiscales (URSSAF, impôts) (33 milliards)
Soutien de l'État et de la Banque de France (médiation du crédit) pour le rééchelonnement des prêts bancaires



Italie



80 milliards d'euros
(**±4.5 % du PIB**)

400 milliards d'euros de garanties pour les prêts aux entreprises
(**±24% du PIB**)

Soutien financier aux familles
Baisse des cotisations sociales
Crédit d'impôt pour les entreprises, report du paiement de l'impôt



Espagne



36 milliards d'euros
(**±2.9% du PIB**)

117 milliards d'euros de garanties pour les prêts aux entreprises
(**±9% du PIB**)

Chômage partiel
Suspension des paiements des prêts hypothécaires pour les personnes dont l'emploi a été affecté par l'épidémie
14 milliards d'euros de reports d'impôts pour les PME

Comme aux Etats-Unis, l'essentiel des pertes de salaires est compensé par des transferts publics, mais pas la perte de résultat d'exploitation des entreprises

Qui porte la charge de la contraction de la valeur ajoutée ?

Si l'on fait l'hypothèse d'une baisse de 10% du PIB – i.e. €1180 milliards – concentrée sur les entreprises non-financières et si l'on suppose la distribution des pertes proportionnelle à la composition de la valeur ajoutée des entreprises non-financières, ceci implique :

- Salaires perdus = $50\% \times 1\,056 = \mathbf{€525 \text{ milliards}}$.
- Impôts indirects non collectés = €133 billions.
- Perte d'excédent brut d'exploitation des entreprises non-financières = **€521 milliards**.

Si 75% des salaires perdus sont compensés par des programmes de chômage partiel, cela laisse aux ménages une perte de 130 milliards d'euro.

Les entreprises vont avoir moins de ressources. La perte représente près de 30 % de leurs investissements bruts de 2019. Elles pourraient bien sûr emprunter. Mais elles peuvent aussi ne pas vouloir augmenter leur endettement... et couper leurs investissements !

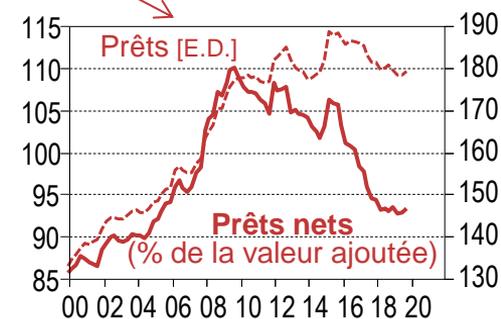
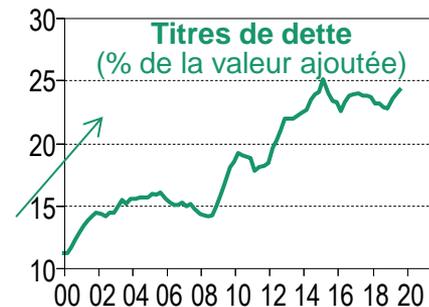
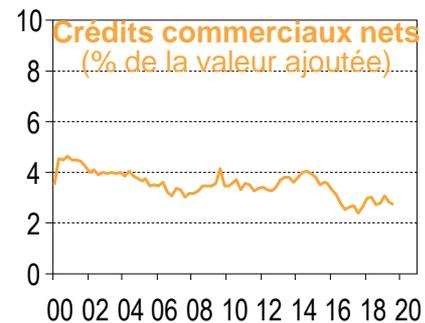
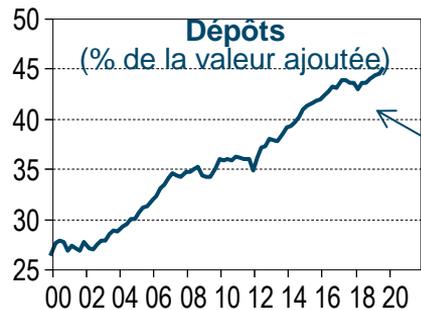
➔ Une stimulation budgétaire de l'ordre de 4,5 points de PIB sera nécessaire pour compenser la baisse des investissements des entreprises.

En moyenne, le bilan des entreprises non-financières est plutôt solide

Bilan simplifié des entreprises non-financières

(€ milliards)

| Actifs | | Passifs | |
|--------------------------------|---------------|--------------------------------|---------------|
| Dépôts | 2 917 | Titres de dette | 1 533 |
| Titres de créances | 218 | Prêts | 11 279 |
| Prêts | 5 441 | Actions cotées | 6 531 |
| Actions cotées | 1 790 | Actions non-cotées | 15 879 |
| Actions non-cotées | 12 977 | Fonds communs de placement | 510 |
| Fonds communs de placement | 510 | Crédits commerciaux à recevoir | 3 332 |
| Crédits commerciaux à recevoir | 3 505 | Autres dettes nettes | 340 |
| Total | 27 357 | Total | 38 895 |



Les plus grandes entreprises vont bénéficier de l'extension de l'APP et du PEPP, le nouveau TLTRO lui est clairement destiné à aider les petites entreprises

Les entreprises non financières devrait pouvoir reconduire leurs emprunts existants au cours des prochains mois

En supposant que leurs emprunts ont une maturité moyenne de 5 ans, les entreprises non-financières vont avoir à refinancer entre avril et juillet 2020 :

$(5\,838 \text{ Md€} / 5) / 4 = 292 \text{ Md€ de prêts}$

$((1\,530 \text{ Md€} - 200 \text{ Md€}) / 5) / 4 = 66 \text{ Md€ d'obligations}$

La BCE détient environ €200 milliards d'obligations d'entreprises qu'elle continue à réinvestir. Jusqu'à la fin de l'année, elle pourrait acheter €80 milliards supplémentaires sous l'APP « augmenté » et le PEPP.

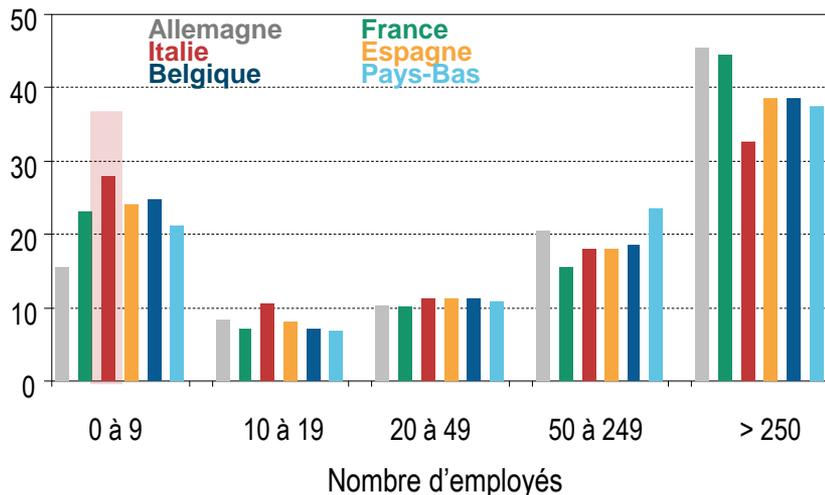
Les nouvelles opérations de financement ciblées de la BCE peuvent assurer jusqu'à **3000 milliards d'euros** de liquidités aux banques à des taux pouvant aller jusqu'à -0,75% (le taux de croissance des encours nécessaire pour accéder au taux minimum a été abaissé de 2,5% à 0%).

La BCE a élargi les collatéraux acceptés, avec une attention particulière pour les petites entreprises, les indépendants et les particuliers. Les prêts aux entreprises et indépendants qui bénéficient des programmes de garantie-coronavirus peuvent être acceptés par les banques centrales nationales de l'Eurosystème comme collatéral.

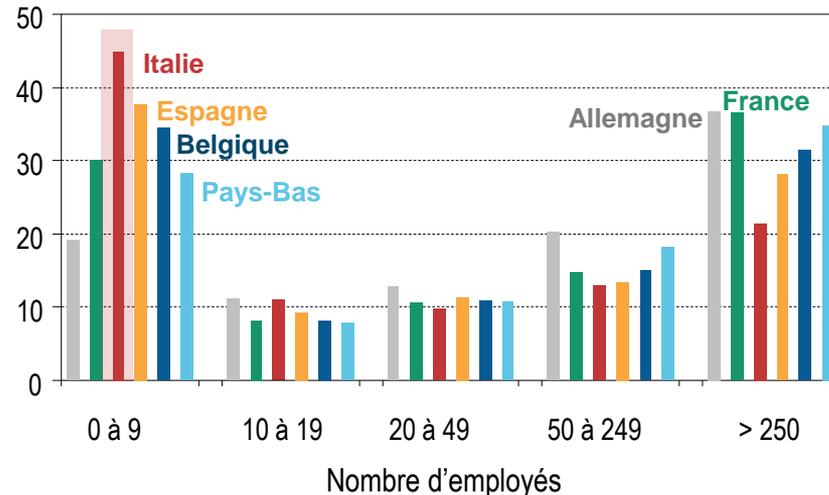
Ces mesures devraient encourager les banques à accorder des prêts aux petites entreprises et aux entreprises individuelles – qui typiquement ont moins accès au crédit – en leur permettant de se refinancer pour trois ans à des taux d'intérêt négatifs.

Pour préserver le potentiel de production, il est essentiel que les petites entreprises puissent accéder au crédit bancaire, en Italie en particulier

Part dans la valeur ajoutée en fonction de la taille des entreprises (%)

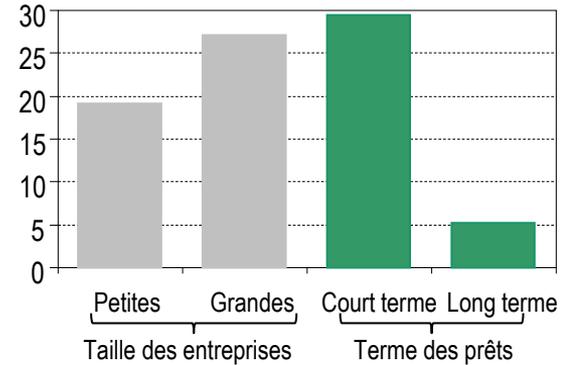
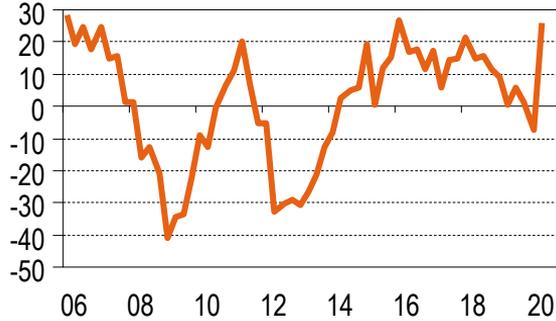


Part dans l'emploi en fonction de la taille des entreprises (%)

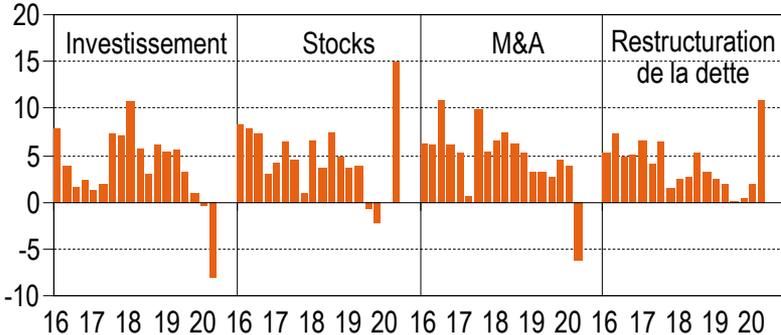


La demande de crédit des entreprises a fortement crû en avril selon l'enquête de la BCE auprès des banques

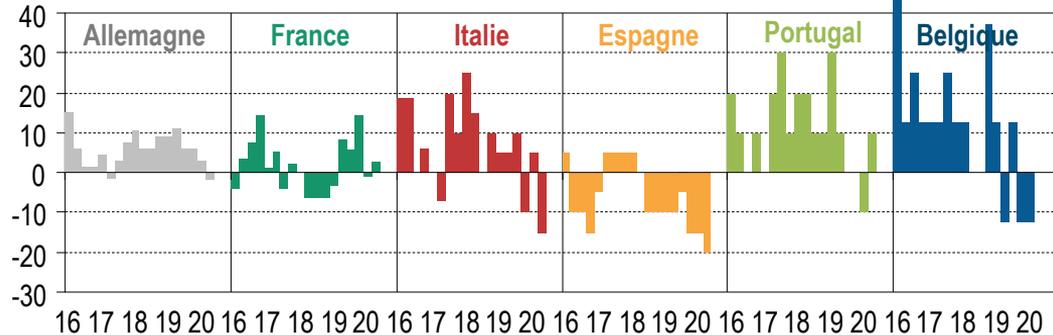
Demande de crédit des entreprises



Facteurs de la demande de crédit des entreprises

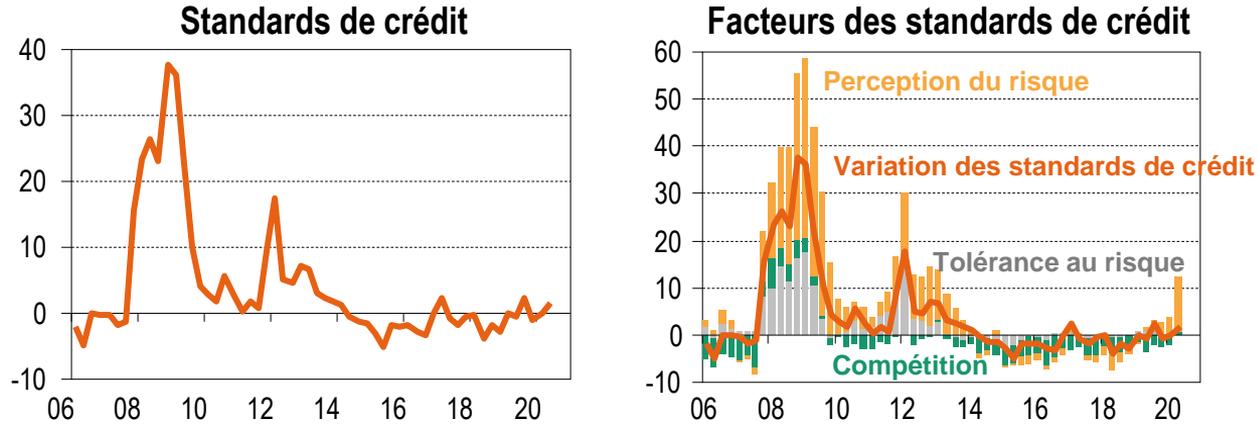


Demande de crédit des entreprises pour investir

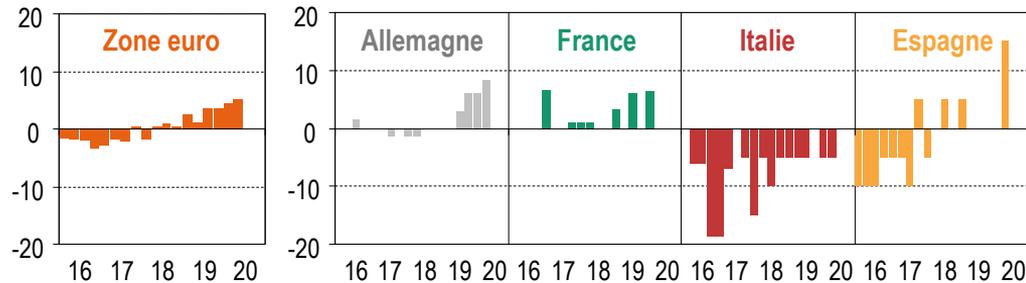


Mais le taux de rejet des demandes a continué de monter

Standards de crédit aux entreprises

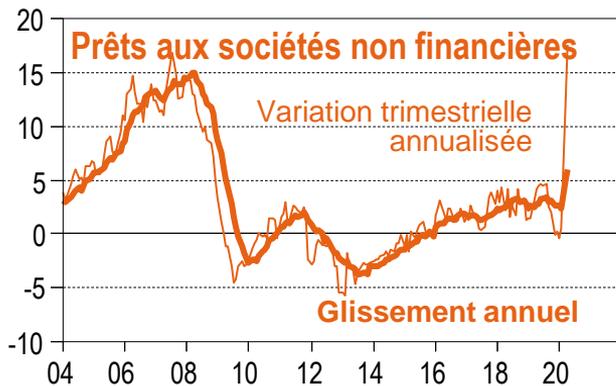


Variation du taux de rejet de demande de prêt des entreprises par pays

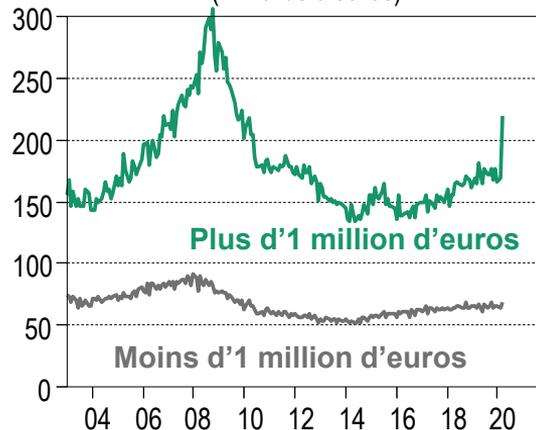


La hausse des prêts bancaires a largement bénéficié aux plus grandes entreprises, désireuses d'augmenter leurs liquidités !

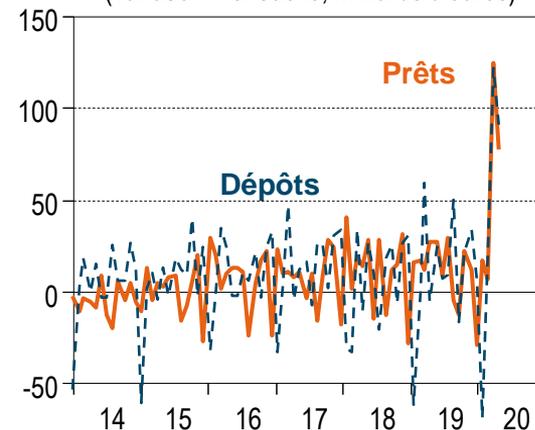
Croissance des prêts (%)



Nouveaux prêts aux sociétés non financières (milliards d'euros)



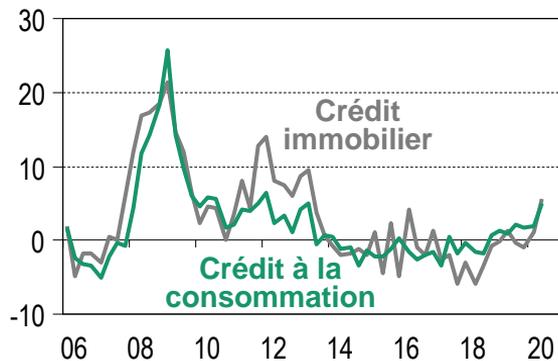
Prêts et dépôts des sociétés non financières (variation mensuelle, milliards d'euros)



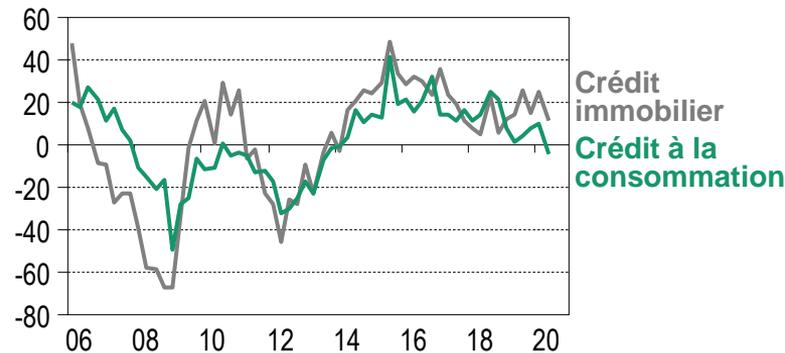
Les standards de crédit aux ménages se sont durcis et les taux de rejets des demandes de crédits immobiliers ont aussi augmenté... en particulier en France

Crédit aux ménages

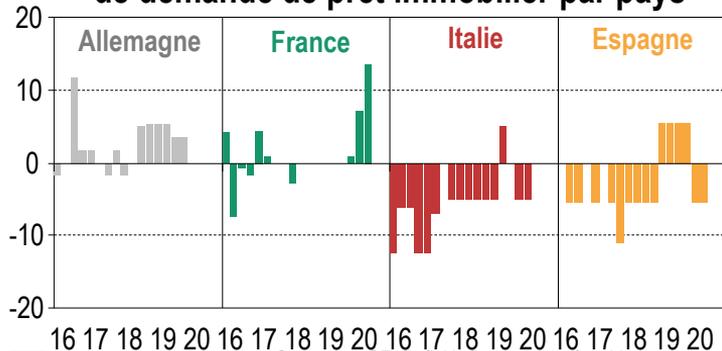
Standards de crédit aux ménages



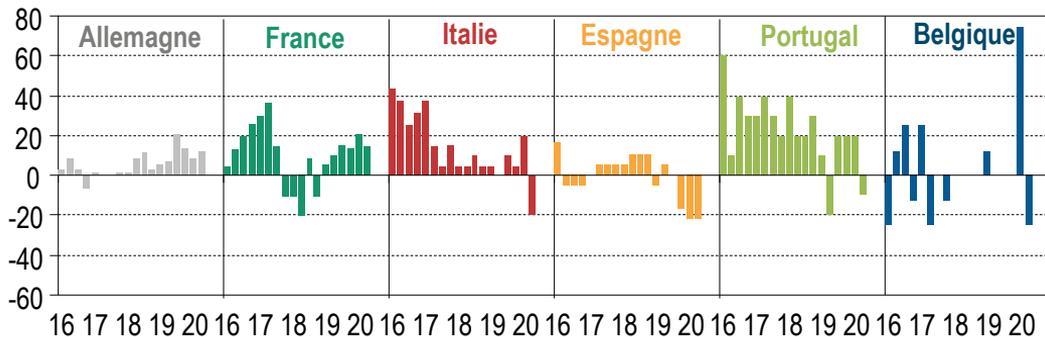
Demande de crédit des ménages



Variation du taux de rejet de demande de prêt immobilier par pays



Demande de crédit immobilier par pays



La BCE devrait aussi, par sa politique d'achats de titres, aider à absorber les émissions de dettes publiques

Principales mesures de la BCE

Opérations temporaires de refinancement à long terme

Entre juin 2020 et juin 2021 des opérations de refinancement auront lieu à des taux pouvant aller de -25pb à -75pb en fonction de la capacité des banques à maintenir leurs encours de crédit.

Les achats nets de l'Asset Purchase Program (APP) se poursuivront au rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que, jusqu'à la fin de l'année, ceux de l'enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros.

Le Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)

Le Conseil des gouverneurs a étendu sa taille de 750 milliards d'euros à 1350 milliards d'euros. Les achats seront effectués de manière flexible. Le programme est prolongé au moins jusqu'à fin juin 2021.

Évaluation de la hausse du déficit public pour une baisse de 10% du PIB

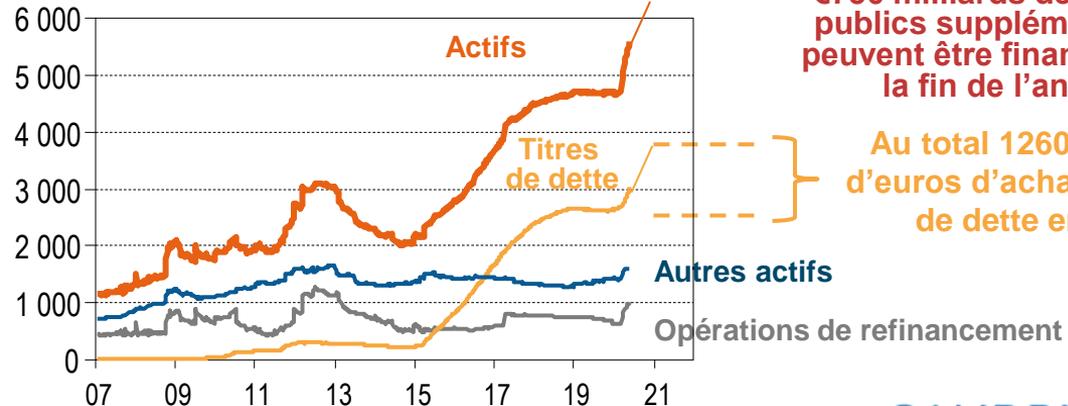
Compensation des pertes de salaires (les salaires représentent 50% du PIB) = $50\% \times 10\% = 5\%$ du PIB

Pertes de TVA (les recettes de TVA représentent 10% du PIB) = $10\% \times 10\% = 1\%$ du PIB

Pertes de recettes fiscales (l'impôt sur les sociétés pèse 3% du PIB) = $3\% \times 10\% = 0.3\%$ du PIB

Hausse du déficit public = 6.3% du PIB

Bilan de la BCE (actifs, milliards d'euros)

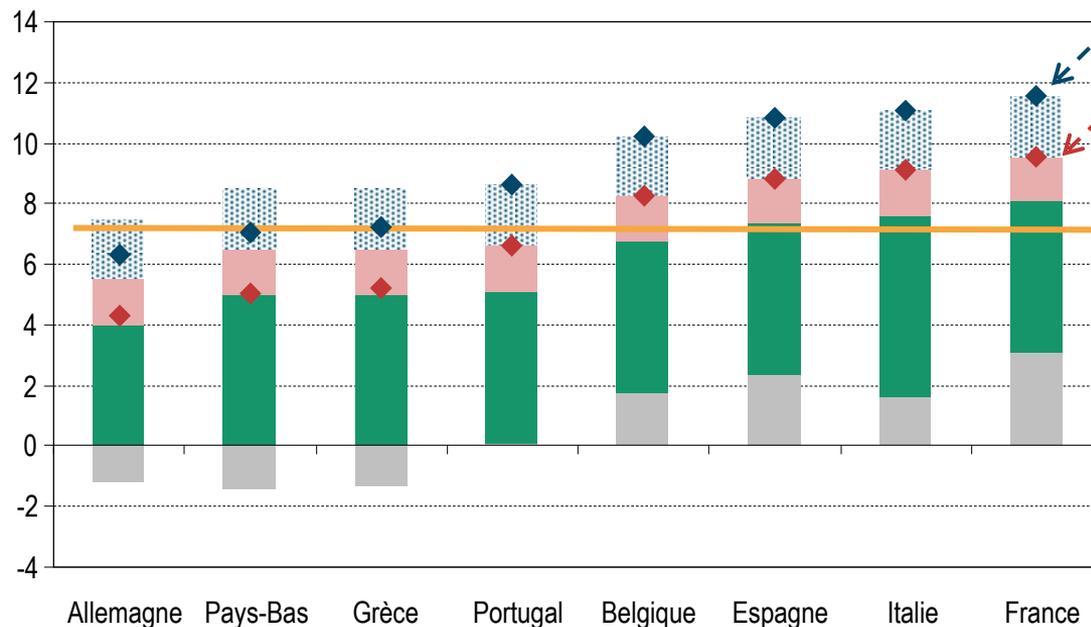


€750 milliards de déficits publics supplémentaires peuvent être financés d'ici la fin de l'année

Au total 1260 milliards d'euros d'achats de titres de dette en 2020

La taille actuelle de ses programmes d'achats ne permet pas d'absorber la totalité des émissions de titres des États

Emissions nettes de titres publics en 2020 (% du PIB)



Avec une stimulation supplémentaire

Sans stimulation supplémentaire

Absorption attendue par la BCE en 2020

70% de l' APP = [€240mds + €120mds] x 70%
(~2.1% du PIB)

70% du PEPP = €900 mds x 70% (~5.3% du PIB)

~880 milliards (7.4% du PIB)

Allemagne Pays-Bas Grèce Portugal Belgique Espagne Italie France

Déficit (+) ou excédent (-)
budgétaire en 2019

Déficit cyclique

Partie non cyclique du déficit annoncé

Stimulation supplémentaire
attendue pour 2020

Les mesures annoncées le 23 avril devraient permettre de réduire le besoin d'émissions des gouvernements des pays les plus vulnérables

Le programme SURE (*Unemployment Risks in an Emergency*) pourra prêter 100 milliards d'euros pour aider les États à financer leurs dépenses d'assurance chômage. Les États membres fourniront 25 milliards d'euros de garanties à la Commission qui se portera emprunteur. Ces garanties seront proportionnelles aux parts de chacun dans le PIB, mais les prêts accordés iront aux pays qui en ont le plus besoin.

Banque Européenne d'Investissement

Un fonds de garantie de 25 milliards d'euros va être créé permettant à la BEI d'accroître ses prêts de 200 milliards d'euros.

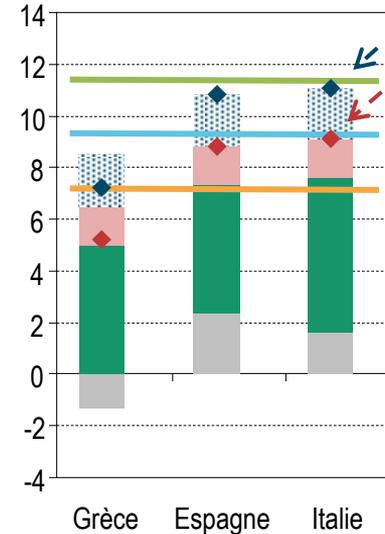
Mécanisme Européen de Stabilité

Les pays pourront obtenir une ligne de crédit de 2 points de leur PIB à la seule condition d'utiliser ces fonds pour financer les dépenses de santé, directes et indirectes, liées à la lutte contre la pandémie.

540
milliards
d'euros

Emissions nettes de titres publics

(% du PIB)



Avec une stimulation supplémentaire

Sans stimulation supplémentaire

Ligne de crédit du MES (2% du PIB)

Programme SURE (€60 mds concentrés sur 3 pays)

PEPP + APP de la BCE (7.4% du PIB)

Déficit (+) ou excédent (-) budgétaire 2019

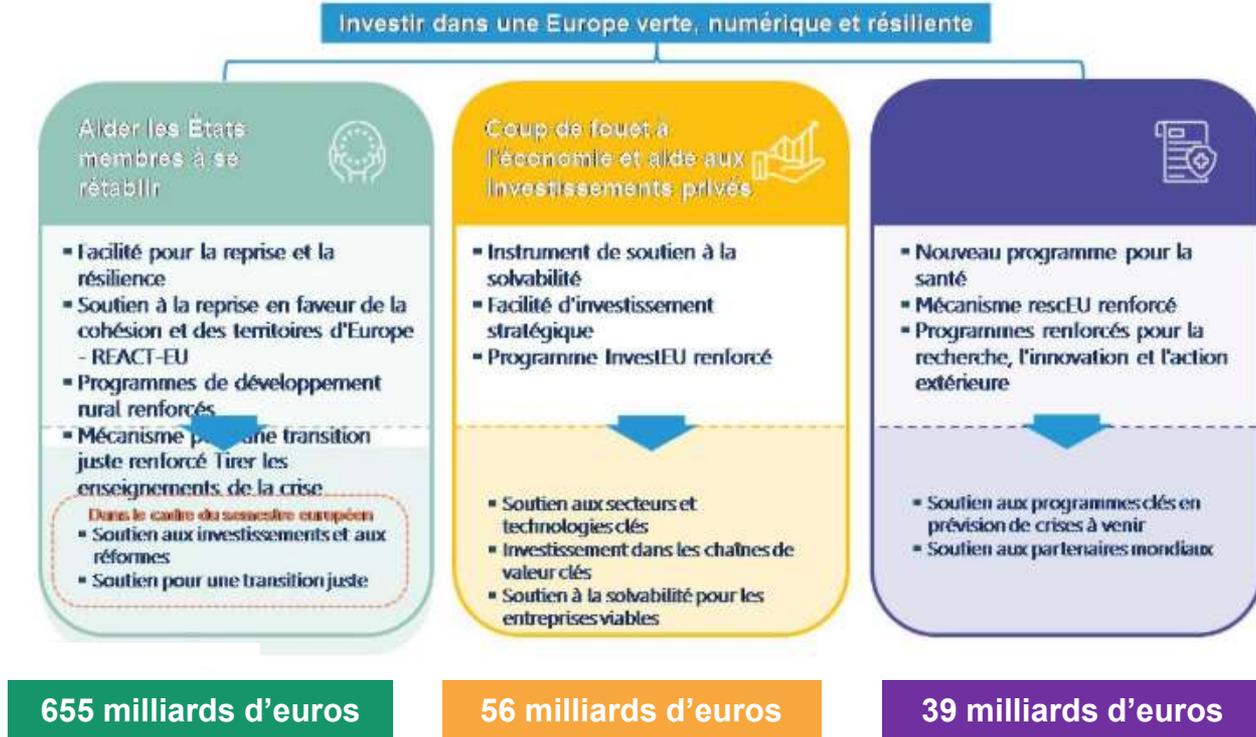
Déficit cyclique

Partie non cyclique du déficit annoncé

Stimulation supplémentaire attendu pour 2020

Le 27 mai, la Commission a proposé un plan ambitieux...

Les trois piliers du plan « Next Generation EU » de 750 milliards d'euros



Le plan **Next Generation EU** vient s'ajouter aux 1100 milliards du Budget européen.

La commission propose 500 milliards de dons et 250 milliards de prêts.

... qui tente de contourner l'interdiction faite à l'UE d'emprunter pour financer son budget

Le financement du plan *Next Generation EU*

La Commission empruntera 750 milliards d'euros sur les marchés.

Pour le permettre, elle propose, à titre exceptionnel et temporaire, de relever le plafond de ressources propres du budget de l'UE de 0,6 point de PIB. Cumulées sur quelques années, ces ressources additionnelles viendront garantir les émissions de l'UE sans être toutefois « appelés ». Par ailleurs, la Commission propose de relever son plafond de ressources propres de manière permanente à 1,4 % du revenu national brut de l'UE (contre 1.2% aujourd'hui).

Les 750 milliards d'euros empruntés seront remboursés entre 2028 et 2058 grâce à des ressources fiscales qui seront progressivement allouées à ce remboursement (droits d'émission (ETS), taxe carbone, taxe sur les grandes entreprises qui bénéficient du marché unique, taxe digitale...).

Les contraintes de financement du Budget de l'UE

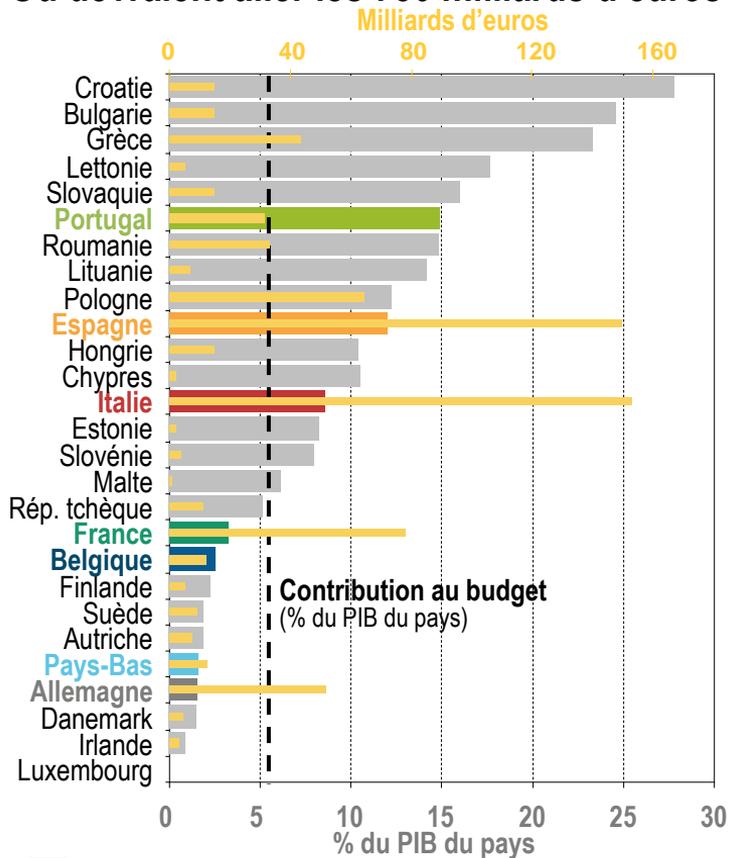
Dons versus prêts

Le Budget de l'UE doit être équilibré chaque année : l'UE ne peut pas faire plus de dons qu'elle n'a de ressources. Les emprunts de l'UE ne sont normalement autorisés que pour financer des prêts aux pays. L'enjeu des débats des prochains mois est de valider l'argumentation de la Commission qui va lui permettre de contourner ces règles

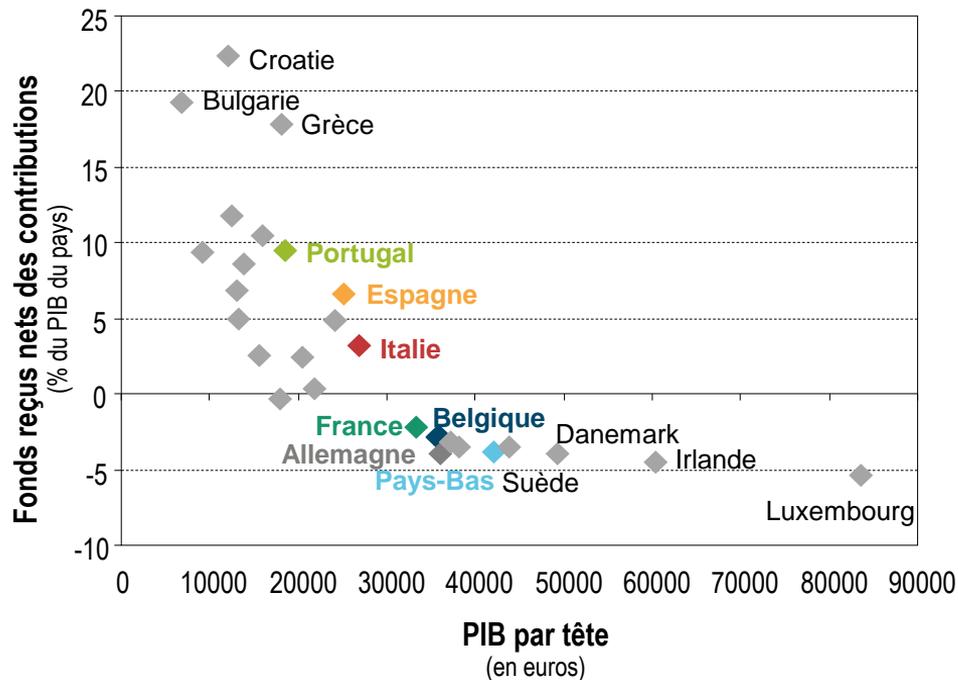
Art 122.2 Lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné.

En zone euro, le Portugal, l'Espagne et l'Italie seraient les principaux bénéficiaires du programme *Next Generation EU*

Où devraient aller les 750 milliards d'euros ?



Les pays les plus développés contribueront plus



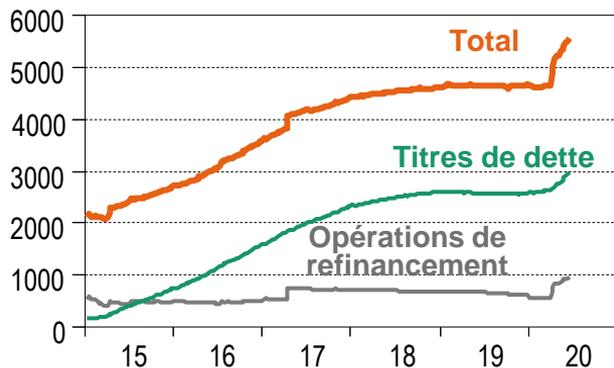
La mise en œuvre de *Next Generation EU* dans le Cadre Financier Pluriannuel (Multi-annual Financial Framework) ne commencera toutefois pas avant 2021



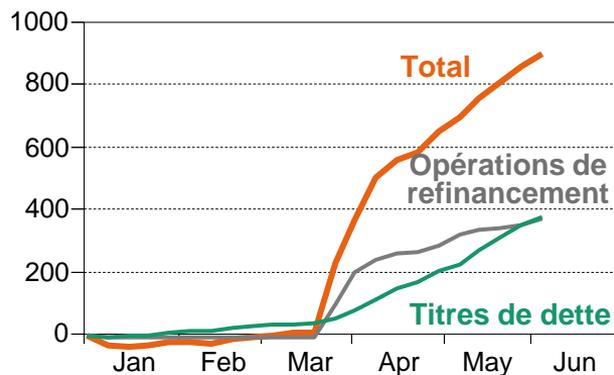
Memo : bilan de la BCE

Actif

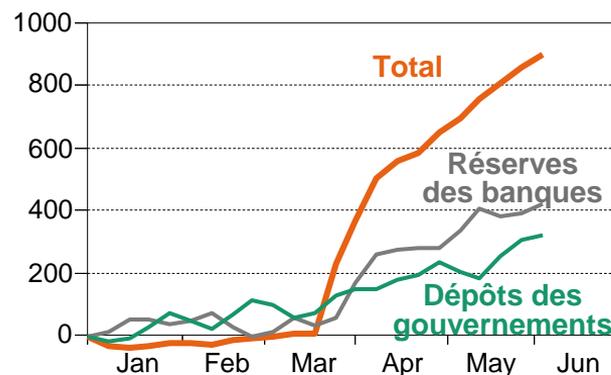
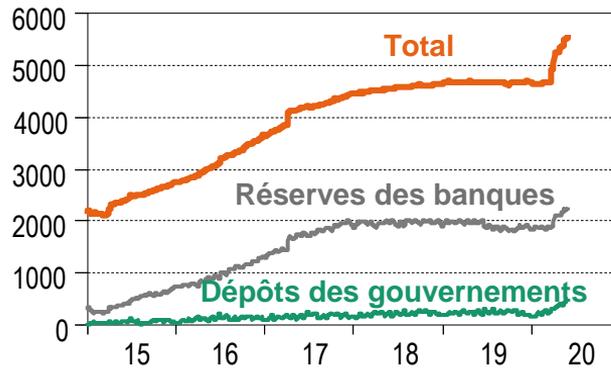
(milliards d'euros)



(milliards d'euros, en cumul depuis janvier 2020)



Passif



Programme d'achat de titres publics

(%, à fin mai 2020)

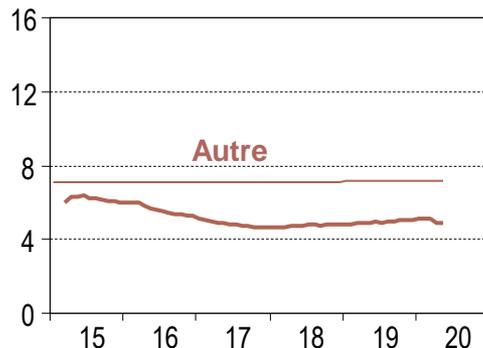
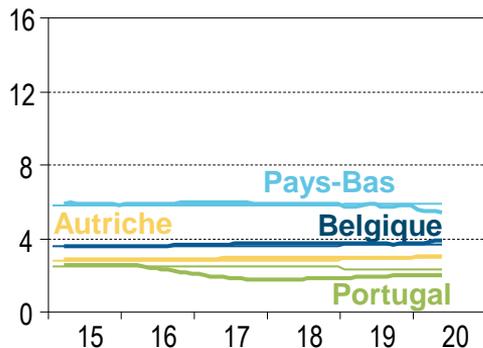
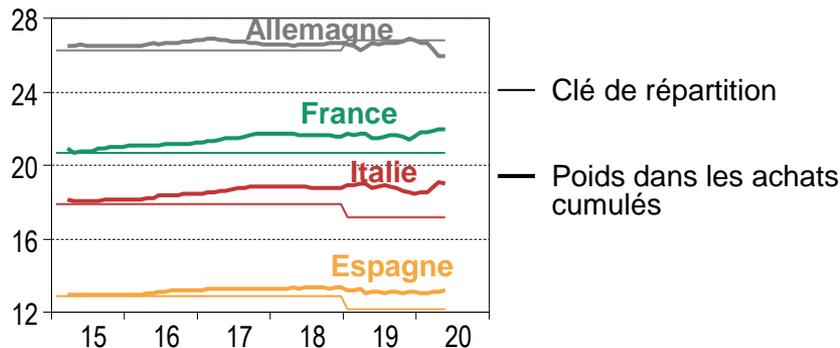


Clé de répartition
Poids dans les achats cumulés

Memo : programme d'achat de titres publics (PSPP) de la BCE

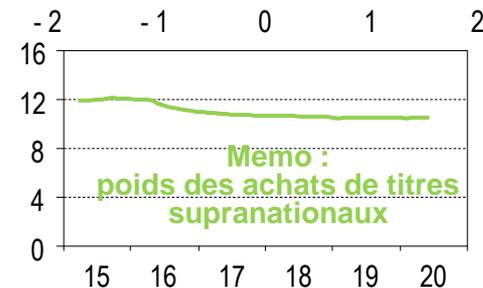
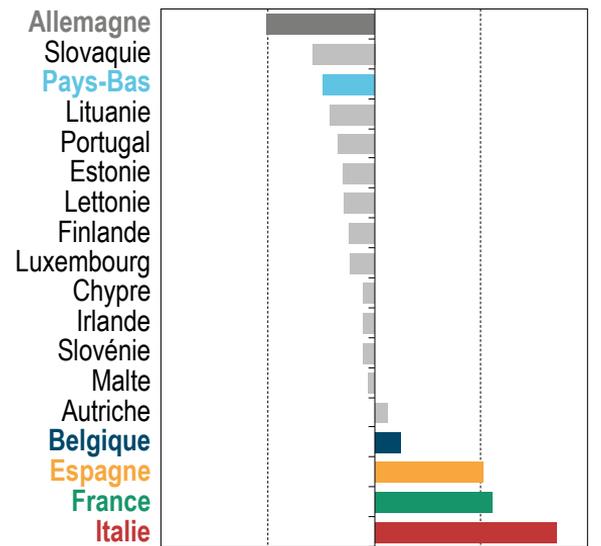
Clés de répartition et achats réalisés dans le cadre du PSPP

(%, hors titres supranationaux)



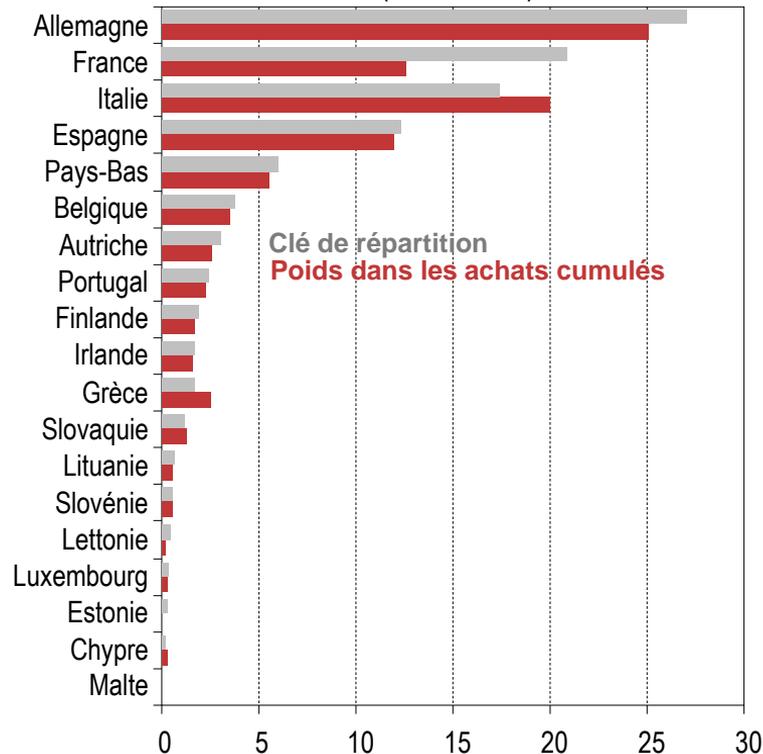
Écart entre achats réalisés et clés de répartition dans le cadre du PSPP

(%, à fin mai 2020)

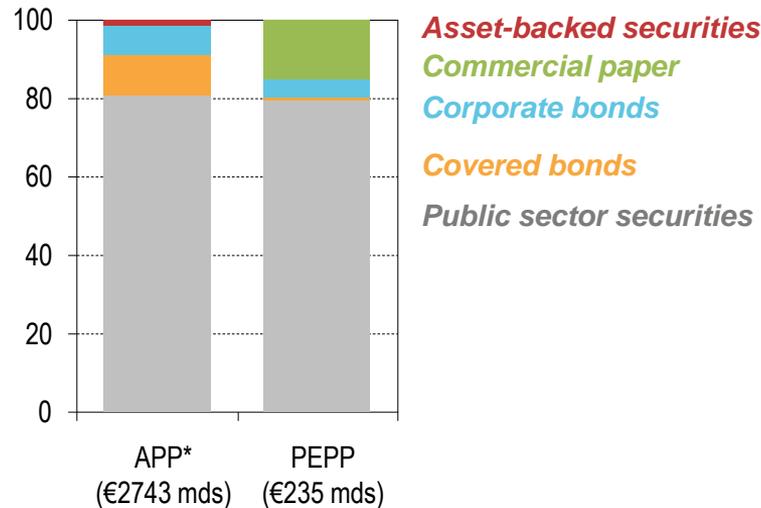


Memo : Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) de la BCE

PEPP par pays (%, à fin mai)



Composition du PEPP et des autres programmes d'achats de la BCE (%, à fin mai)



(*) Asset Purchase Programs



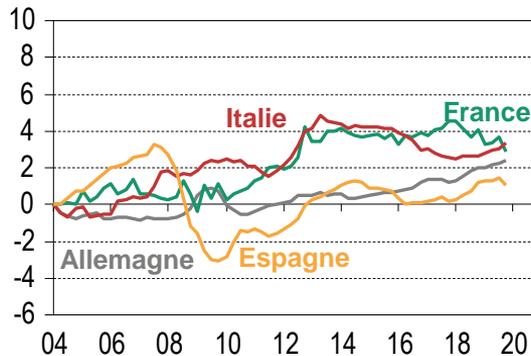
4.2 La dette publique italienne est-elle soutenable ?

Depuis 2004, l'Italie a réduit son déficit d'environ deux points de PIB

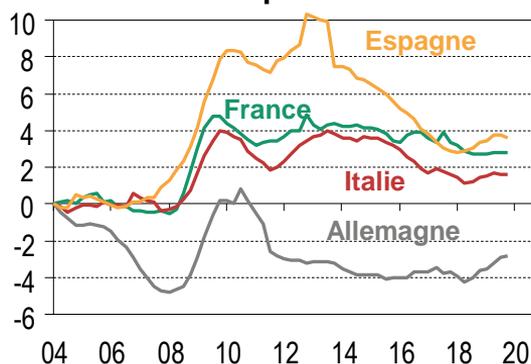
Dépenses et recettes budgétaires

(variations cumulées depuis 2004, % du PIB)

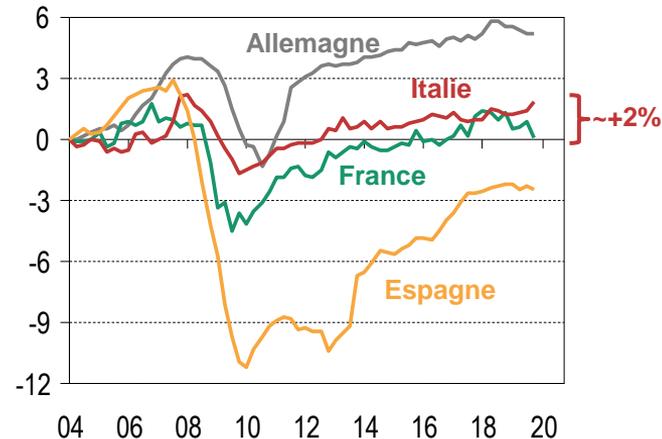
Recettes



Dépenses

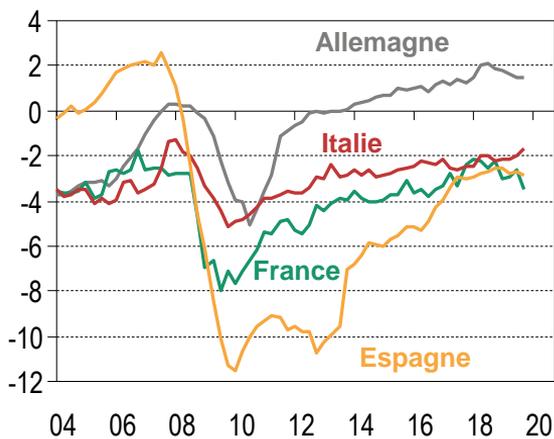


Solde budgétaire



Solde budgétaire

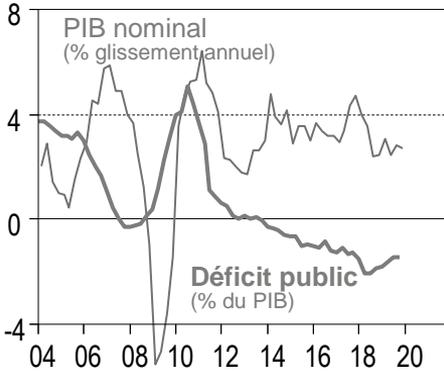
(% du PIB)



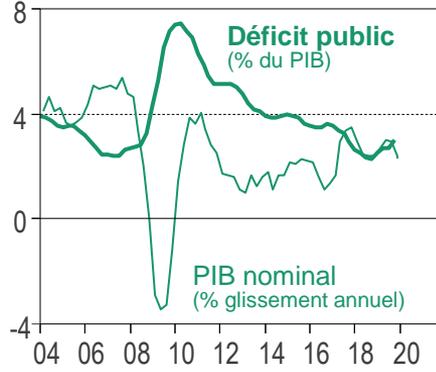
Malgré une réduction continue du déficit, la faiblesse de la croissance a contribué à faire monter le poids de l'endettement public en Italie

Dépenses et recettes budgétaires

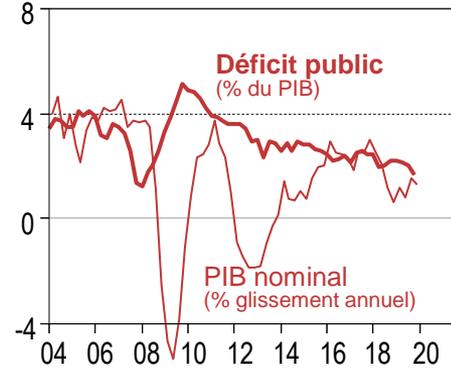
Allemagne



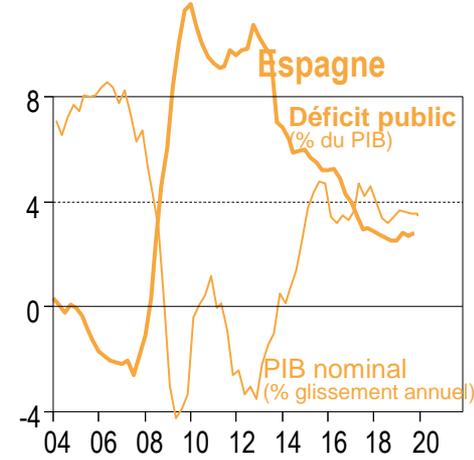
France



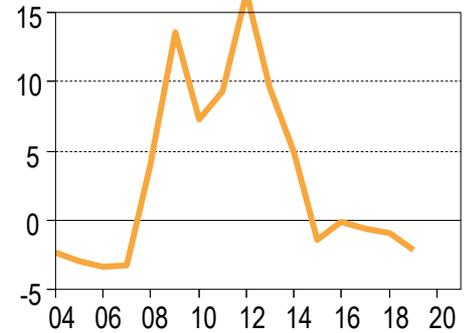
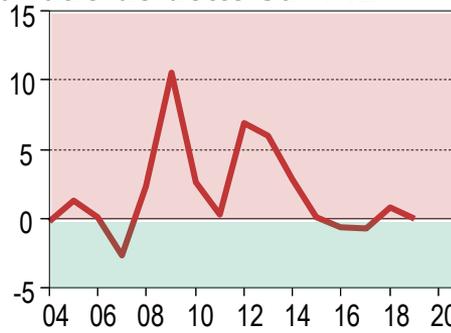
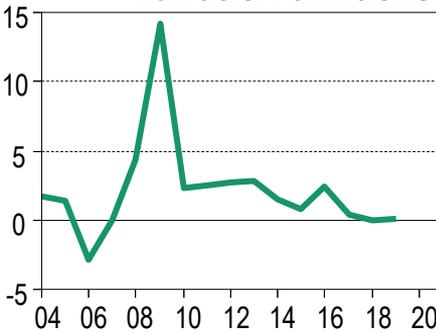
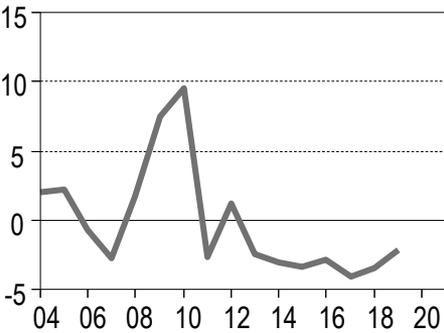
Italie



Espagne



Variation annuelle du ratio de dette sur PIB



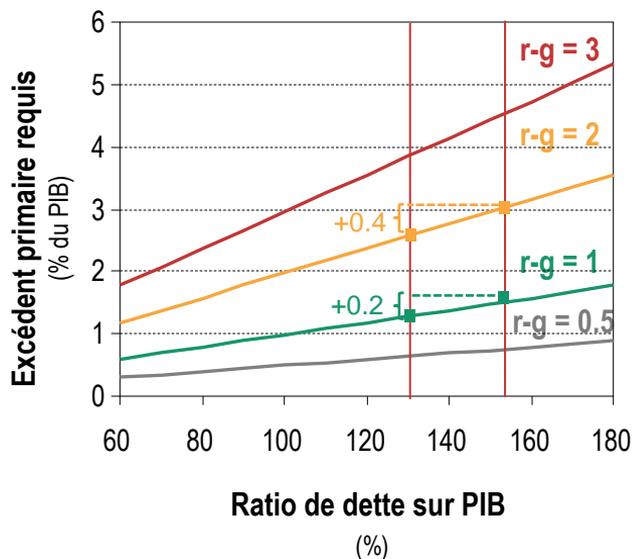
Pour que la dette italienne soit « soutenable », le gouvernement va devoir durablement dégager un excédent primaire de quelque 1.5 point de PIB

Il n'y a pas de chiffre magique qui fixerait une limite au poids de la dette publique (60% ou 90% du PIB !).

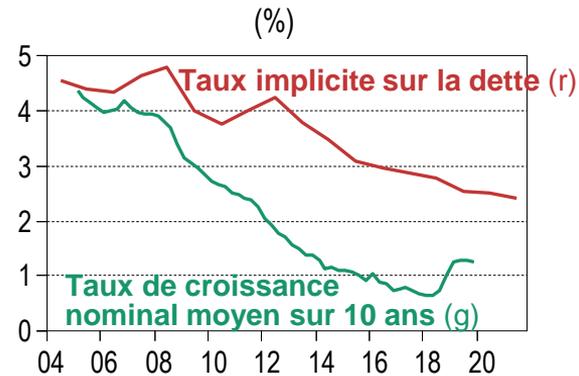
La limite théorique est fixée par le montant maximum de ressources que les citoyens **accepteront** de voir effectivement transférer, **année après année**, aux créanciers de l'Etat.

En pratique, la limite sera fixée par le montant des excédents primaires futurs que les créanciers **pensent** que le gouvernement sera en mesure de générer **durablement**.

Excédent primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette sur PIB



Taux implicite sur la dette et taux de croissance



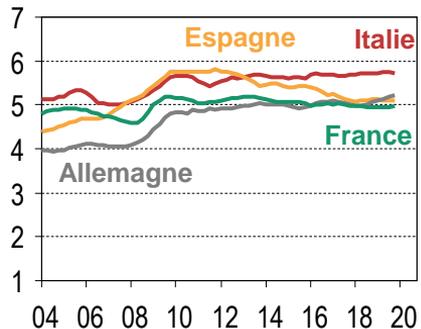
Si le taux de croissance nominale de l'économie est inférieur au taux d'intérêt, l'excédent primaire doit être tel que :

$$\frac{\text{Excédent primaire}}{\text{PIB}} > (r - g) \frac{\text{Dette}}{\text{PIB}}$$

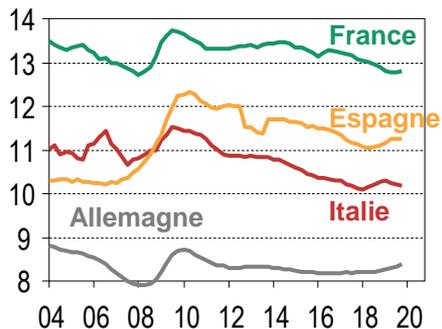
Éviter sur les prochaines années que le poids dans le PIB des recettes budgétaires (hors intérêts) de l'Italie ne s'élève encore sera difficile

Dépenses budgétaires par type (% du PIB)

Consommation intermédiaire

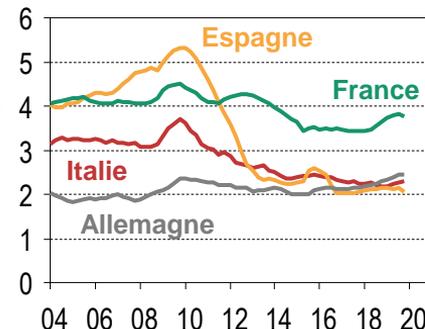


Salaires



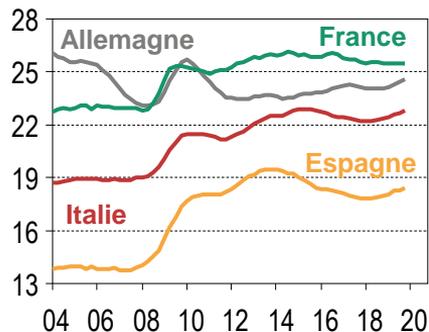
Réduire le poids des salaires de plus d'un point de PIB sera difficile.

Investissement



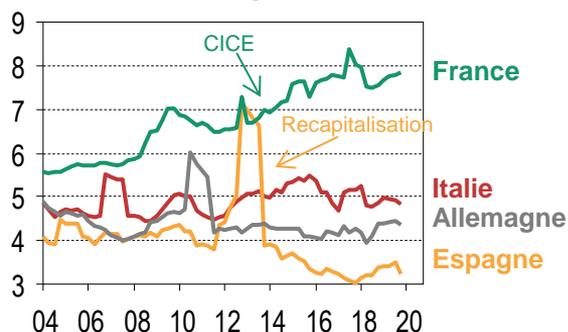
Le poids de l'investissement n'a cessé de se réduire depuis 2010 : il devrait maintenant plutôt monter que baisser.

Prestations sociales



Le vieillissement va ajouter 1.5 point de PIB de dépenses supplémentaires d'ici 2030.

Autres dépenses



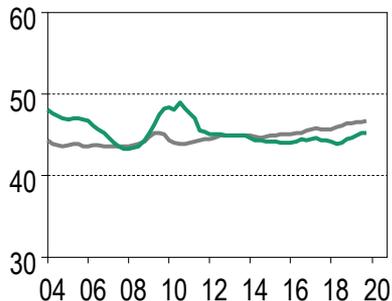
Au total, le poids des dépenses primaires devrait plutôt monter de 1.5 points de PIB d'ici 2030 que baisser.

Augmenter les recettes budgétaires en Italie passe soit par une hausse – coûteuse pour la compétitivité – des contributions sociales soit par une hausse – politiquement difficile ! – de l'impôt sur le revenu

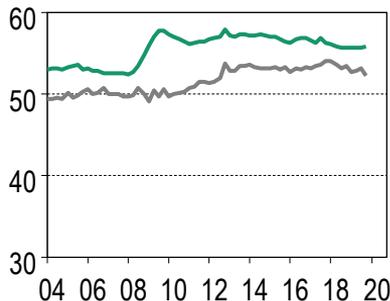
Total des dépenses et recettes budgétaires

(% du PIB)

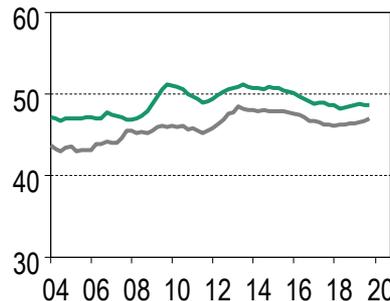
Allemagne



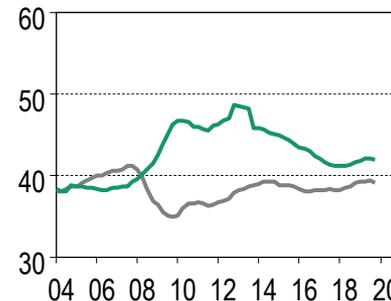
France



Italie



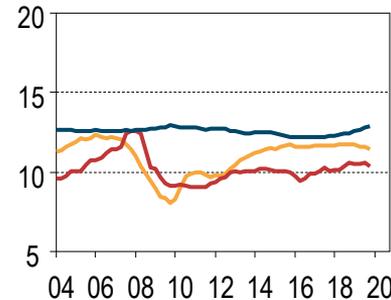
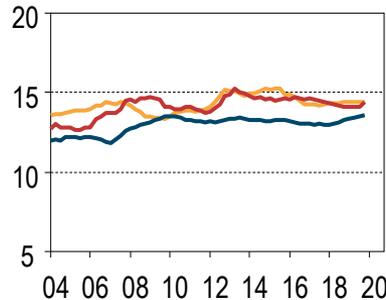
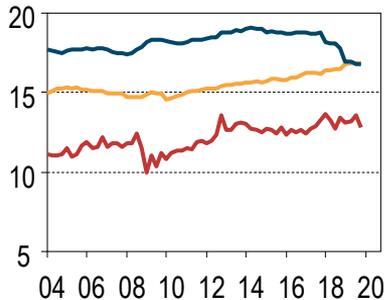
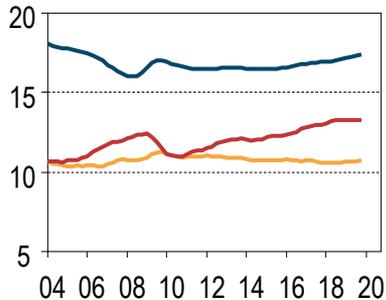
Espagne



Dépenses
Recettes

Recettes budgétaires par type

(% du PIB)



Contributions sociales nettes
Impôts sur la production et les importations
Impôts sur le revenu et la richesse

Réduire le coût de la dette publique italienne pourrait redonner un peu de marges de manœuvre au pays

Sources possibles de réduction de la charge d'intérêt de l'Italie

SURE : 1.5% du PIB (30 milliards d'euros)

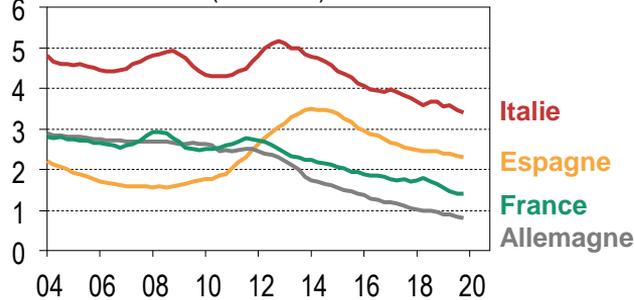
ESM : 2% du PIB sur 10 ans

} ~3.5% du PIB

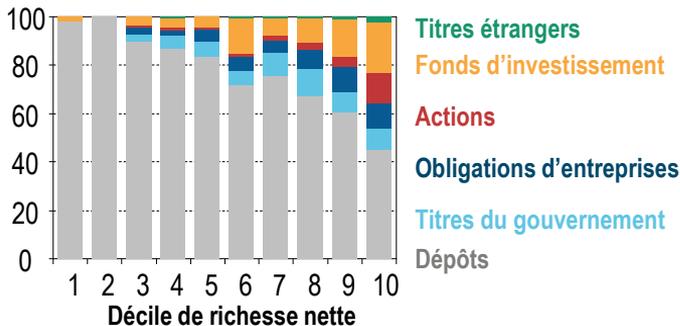
Titres détenus par la BCE : actuellement 26% du PIB } ~hausse de 10 points de PIB

➔ Les programmes européens déjà en place pourraient ramener à près de zéro le coût de financement de 13.5 point de PIB de dette italienne (les 750 milliards d'euros du programme *Next Generation EU* pourraient réduire à zéro le coût de 9 points de PIB supplémentaires d'endettement, dont 5 grâce à des dons).

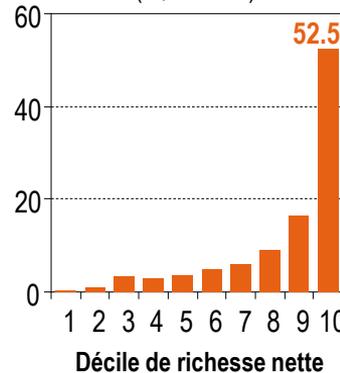
Charge d'intérêt
(% du PIB)



Patrimoine financier par décile de richesse nette
(%, 2016T4)



Part dans le patrimoine financier
(%, 2016T4)



Les 10% des italiens les plus riches ont 1000 milliards d'euros de dépôts. On pourrait leur demander d'investir 30% de leurs dépôts en un emprunt public *in fine* à dix ans rémunéré à 0.5%.

➔ Cette mesure permettrait de ramener à 0.5% le coût d'encore 20 points de PIB de dette.

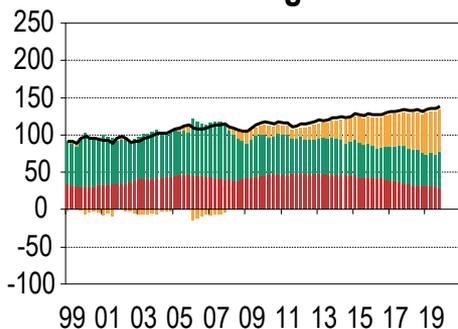
➔ Au total, ces mesures pourraient permettre de réduire le coût de la dette de l'Italie d'environ 0.3% (par rapport à un coût moyen d'endettement de 1.5%).

Memo : les ménages italiens sont relativement riches

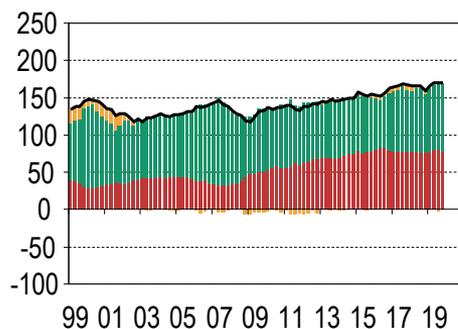
Actifs financiers nets des ménages

(% du PIB du pays)

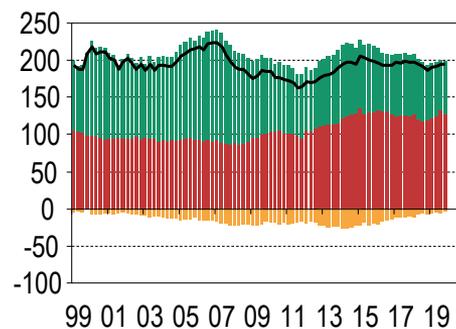
Allemagne



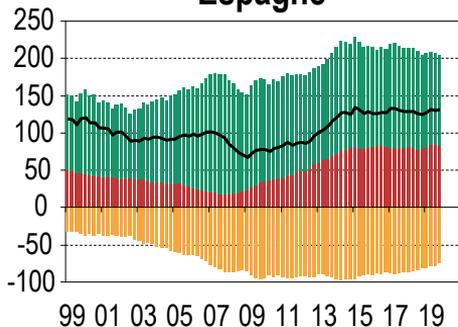
France



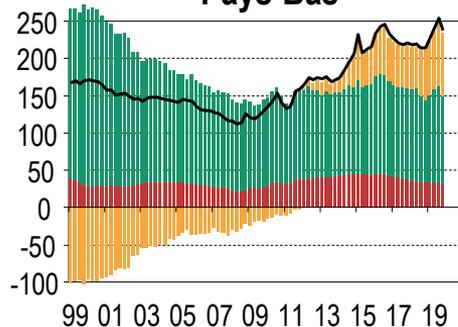
Italie



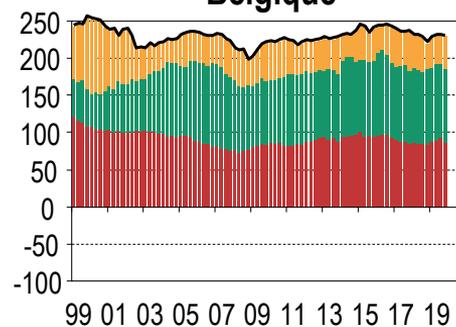
Espagne



Pays-Bas



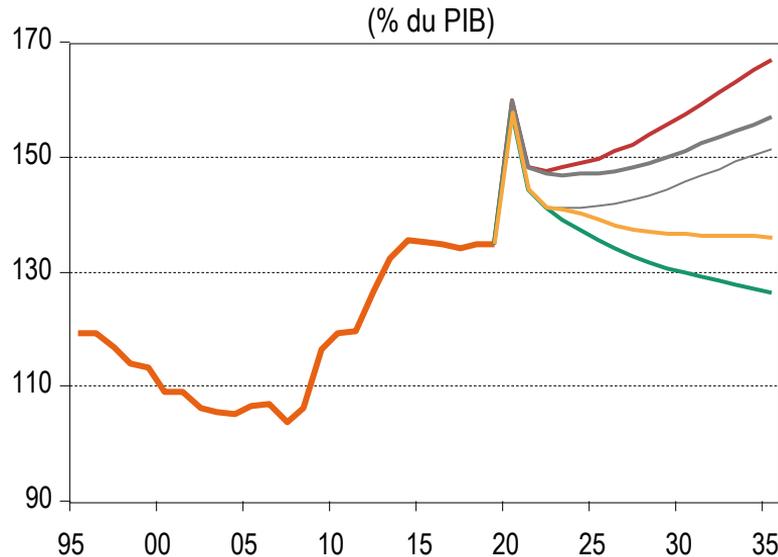
Belgique



- Actifs nets des ménages
- Passif net des entreprises
- Passif net du gouvernement
- Passif net (+) ou actif net (-) du reste du monde

Même ne prenant en compte toutes les mesures envisagées, infléchir la trajectoire de la dette publique italienne ne sera pas facile !

Dette publique de l'Italie en prenant en compte le coût du vieillissement



Coût de la dette à 1.5% et solde primaire* 2% en deçà de celui qui prévalait avant la crise sanitaire

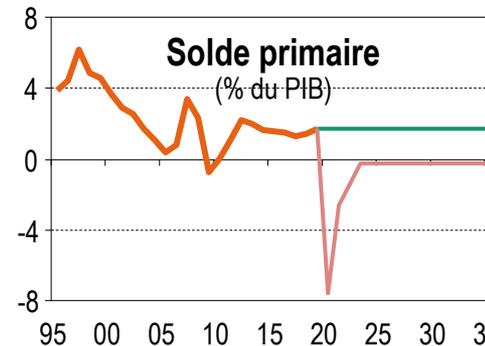
Coût de la dette à 1% et solde primaire* 2% en deçà de celui qui prévalait avant le crise sanitaire

Idem avec un endettement réduit de 5 points de PIB (cf. *Next Generation EU*)

Coût de la dette à 0% et solde primaire* 2% en deçà de celui qui prévalait avant le crise sanitaire

Coût de la dette à 1% et solde primaire* à son niveau d'avant crise

(*) Ce solde primaire est donné hors coût du vieillissement, mais le coût du vieillissement a été pris en compte dans les trajectoires de dette (il va détériorer le solde primaire de 1.65 point de PIB jusqu'en 2030; la détérioration attendue à 2.85% entre 2030 et 2040 n'a par contre pas été prise en compte).



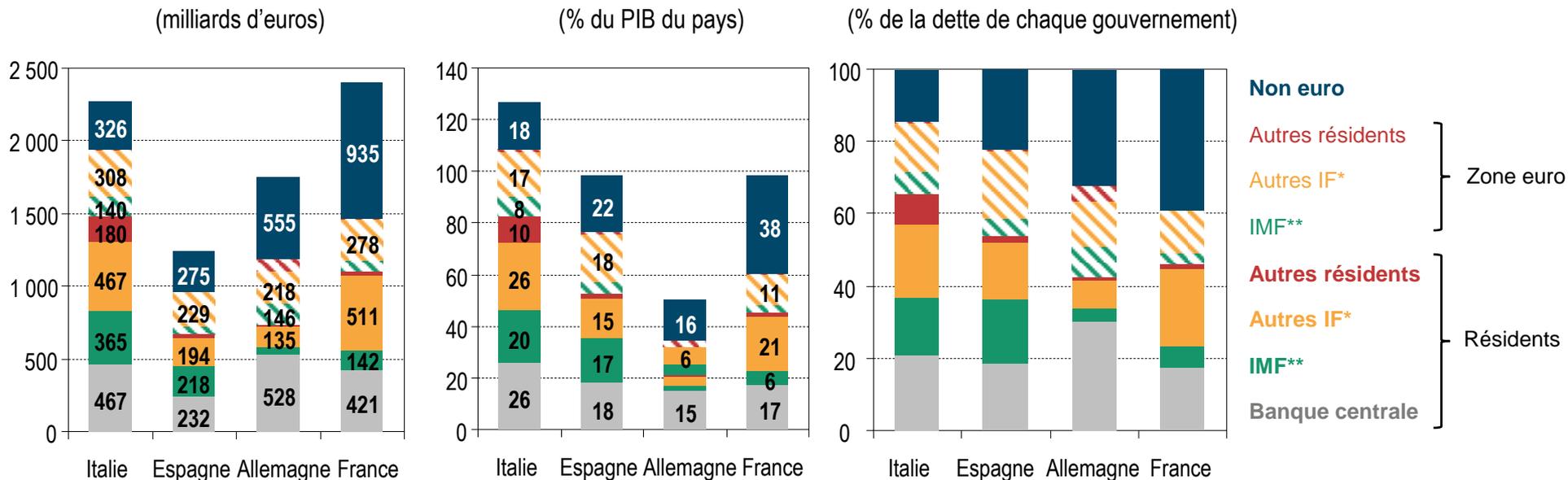
Niveau d'avant crise

2% en deçà du niveau d'avant crise

Une restructuration de la dette italienne pourrait revenir à l'ordre du jour : elle serait dangereuse pour les banques italiennes... mais aussi pour les autres pays endettés de la zone euro !

Détenteurs de dette publique

(à fin 2019)

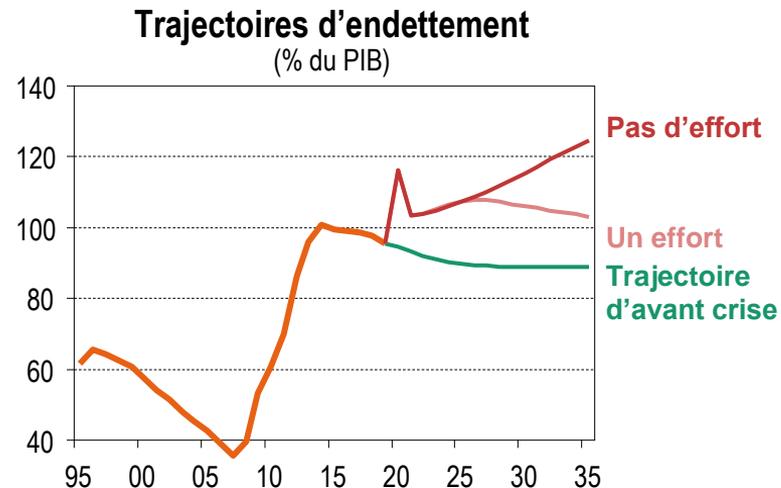
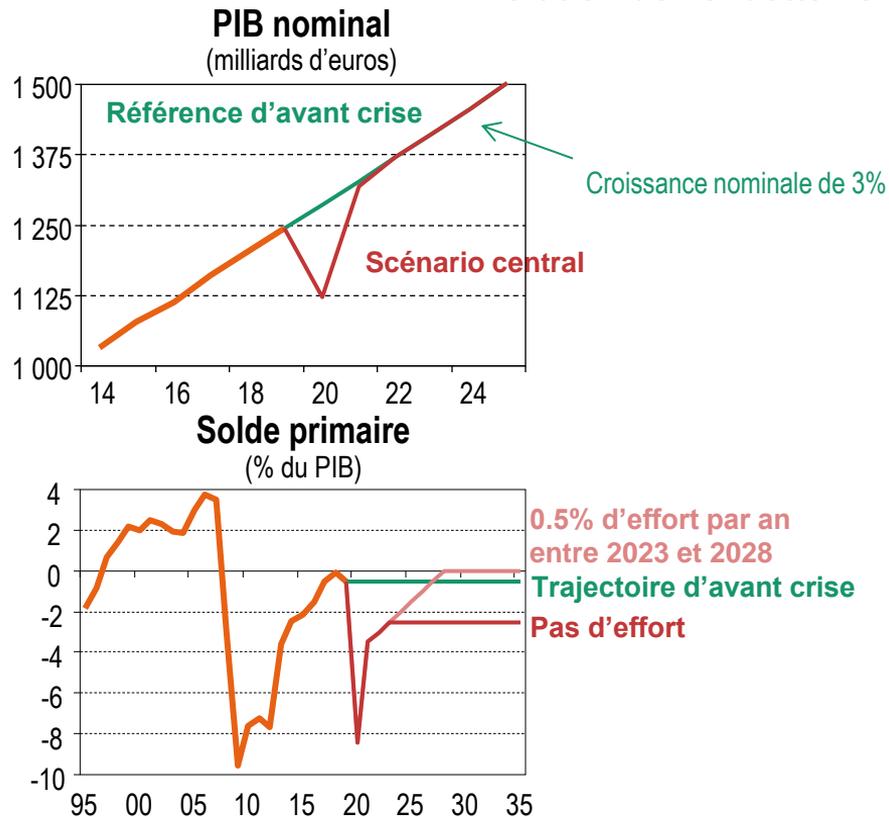


➔ Si 30% de la dette publique italienne était aujourd'hui annulée, les banques italiennes perdraient 130 milliards d'euros, soit une part importante de leurs fonds propres (190 milliards d'euros dont 150 milliards de CET1) !

(*) Institutions financières
 (**) Institutions monétaires et financières

La soutenabilité de la dette de plusieurs autres pays de la zone euro est loin d'être entièrement assurée (I)

Évolution de l'endettement public de l'Espagne



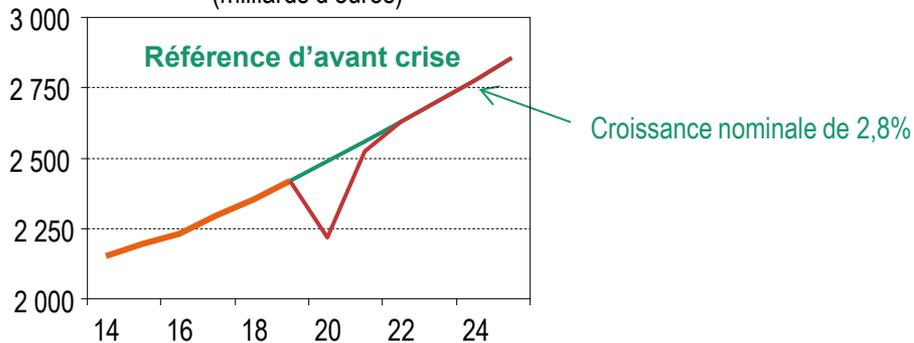
Prévisions du programme de stabilité d'avril 2020

| | 2020 | 2021 |
|---------------------------|-------|------|
| PIB (%) | -9.2 | +6.8 |
| Déficit public (% du PIB) | -10.3 | |
| Dette publique (% du PIB) | 115 | |

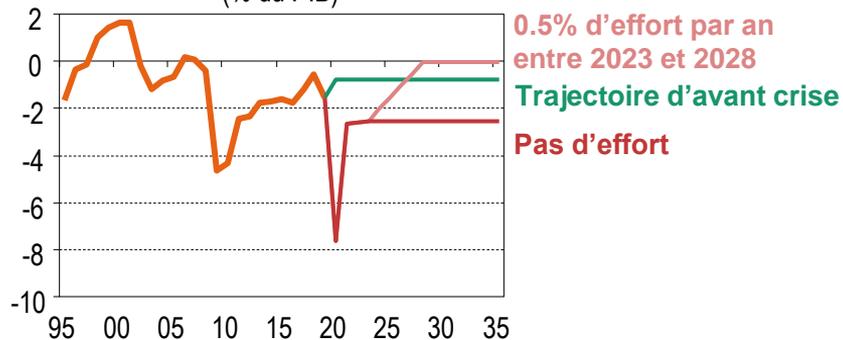
La soutenabilité de la dette de plusieurs autres pays de la zone euro est loin d'être entièrement assurée (II)

Évolution de l'endettement public de la France

PIB nominal
(milliards d'euros)



Solde primaire
(% du PIB)



Trajectoires d'endettement
(% du PIB)

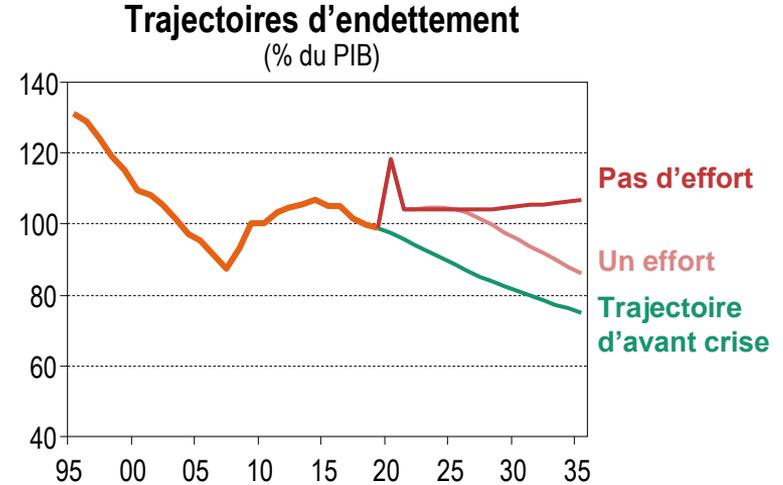
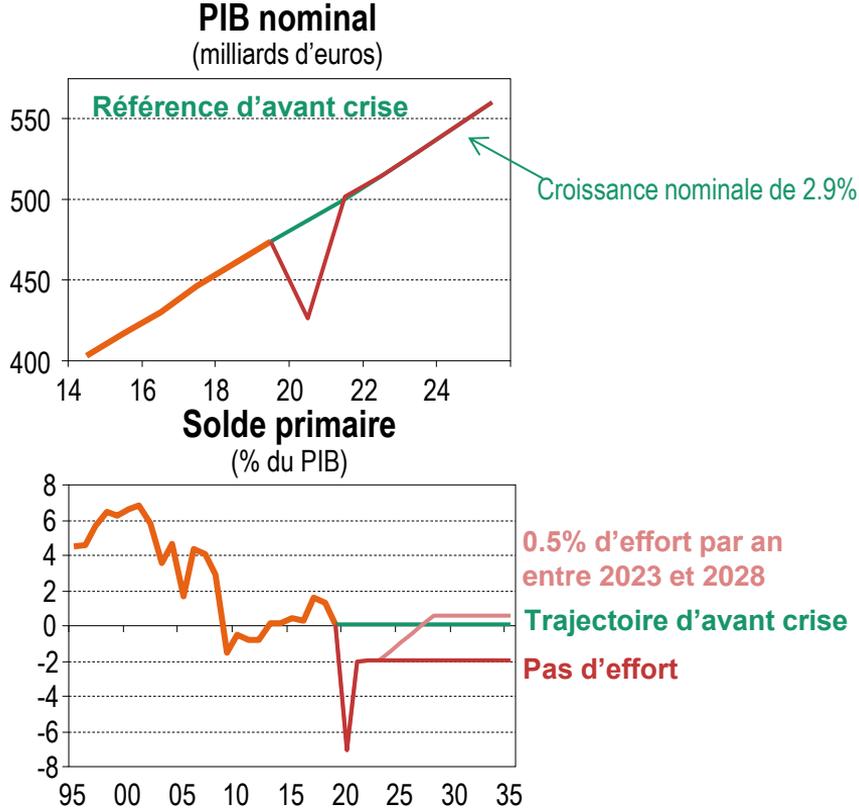


Prévisions du programme de stabilité d'avril 2020

| | 2020 |
|---------------------------|------|
| PIB (%) | -8 |
| Déficit public (% du PIB) | -9 |
| Dette publique (% du PIB) | 115 |

La soutenabilité de la dette de plusieurs autres pays de la zone euro est loin d'être entièrement assurée (III)

Évolution de l'endettement public de la Belgique



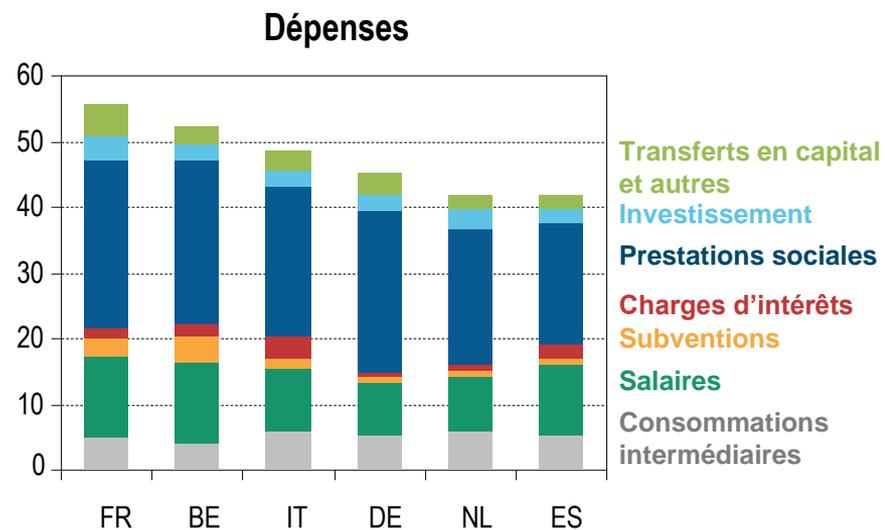
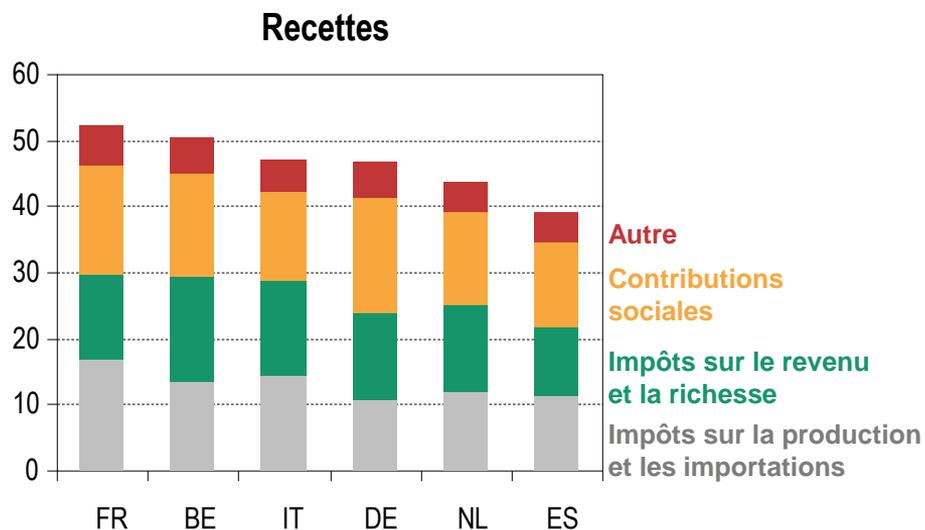
Prévisions du programme de stabilité d'avril 2020

| | 2020 |
|---------------------------|------|
| PIB (%) | -8 |
| Déficit public (% du PIB) | -7.5 |
| Dette publique (% du PIB) | 115 |

Memo : structure des dépenses et recettes budgétaires de pays de la zone euro

Dépenses et recettes budgétaires

(% du PIB du pays, 2019)

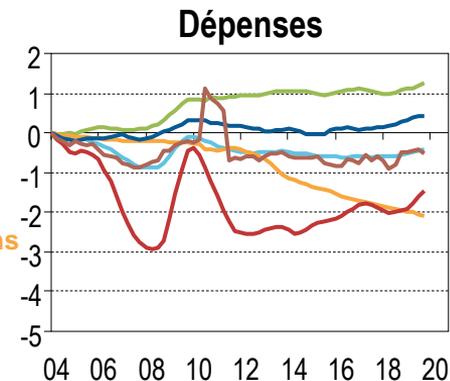
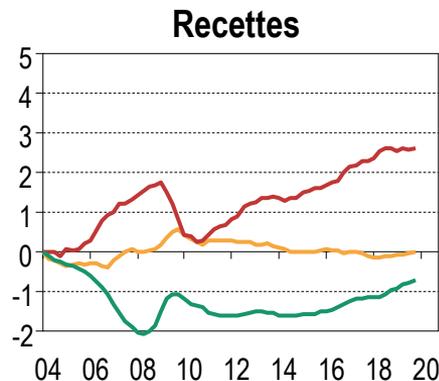
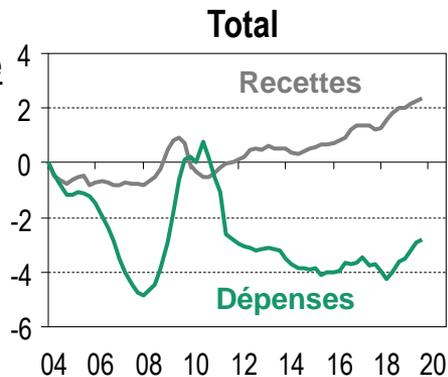


Memo : évolution des dépenses et recettes budgétaires (I)

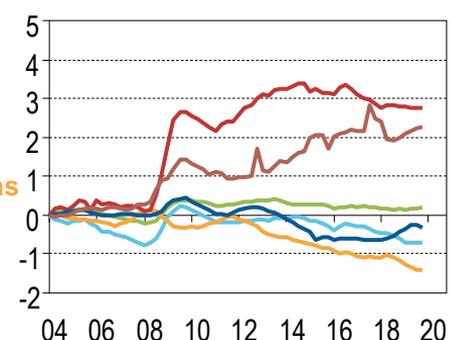
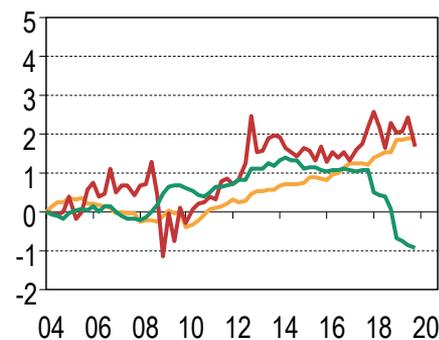
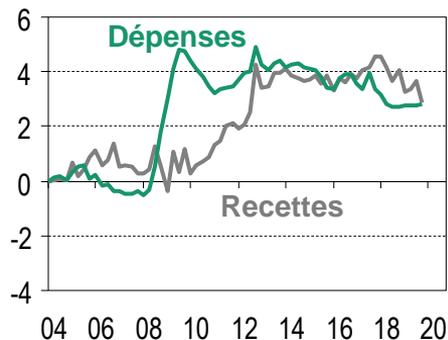
Recettes et dépenses budgétaires

(variations cumulées depuis 2004, % du PIB)

Allemagne



France

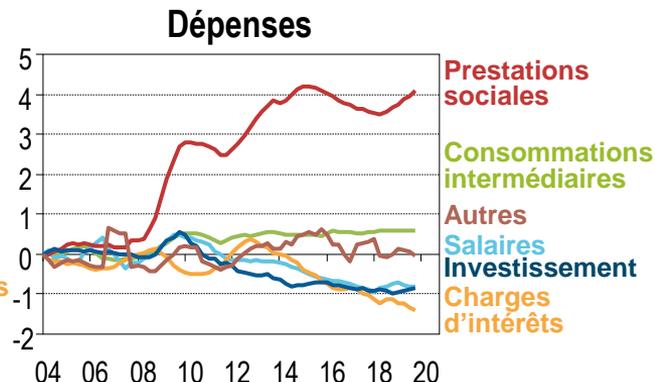
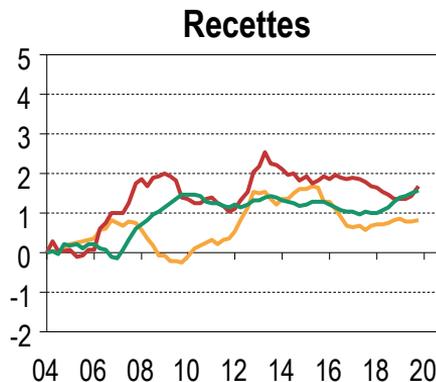
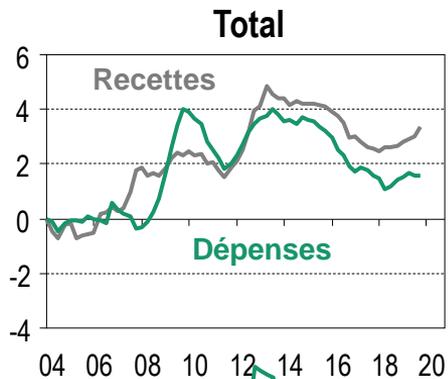


Memo : évolution des dépenses et recettes budgétaires (II)

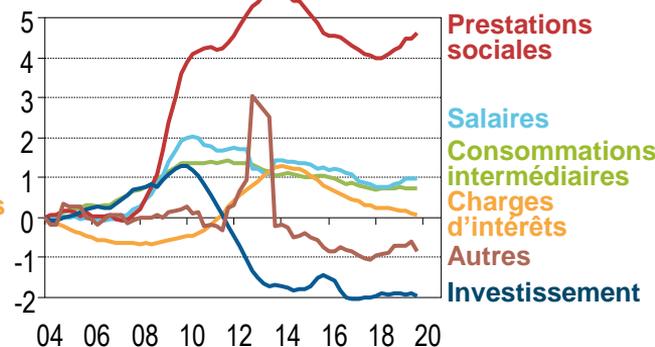
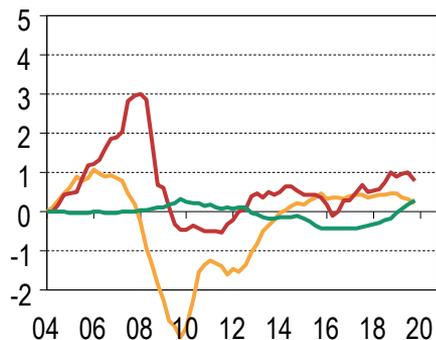
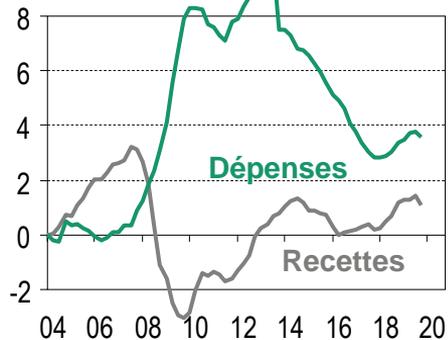
Recettes et dépenses budgétaires

(variations cumulées depuis 2004, % du PIB)

Italie



Espagne

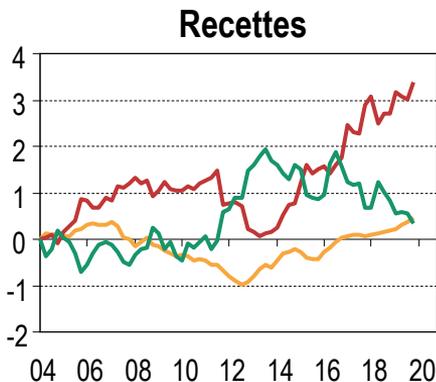
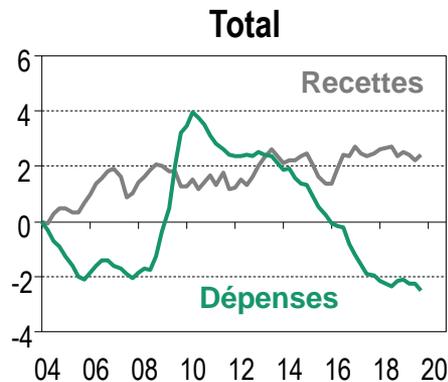


Memo : évolution des dépenses et recettes budgétaires (III)

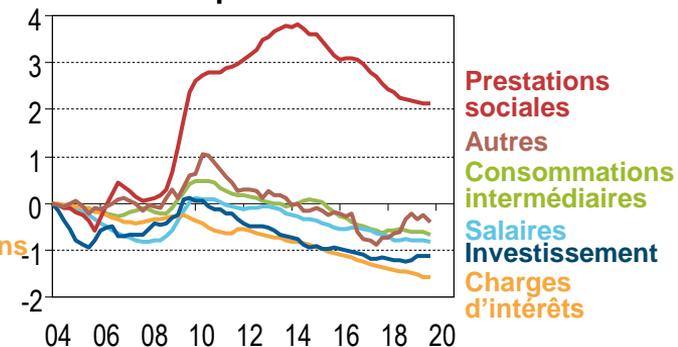
Recettes et dépenses budgétaires

(variations cumulées depuis 2004, % du PIB)

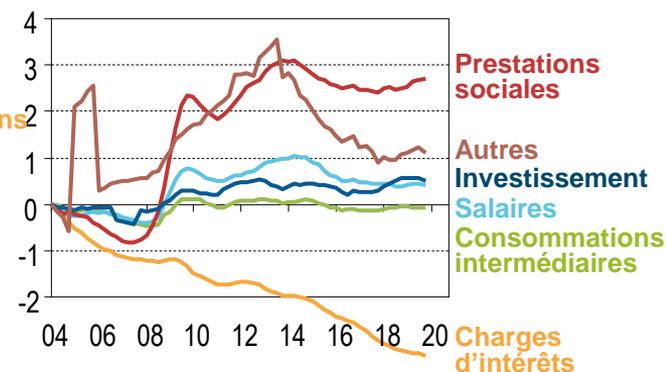
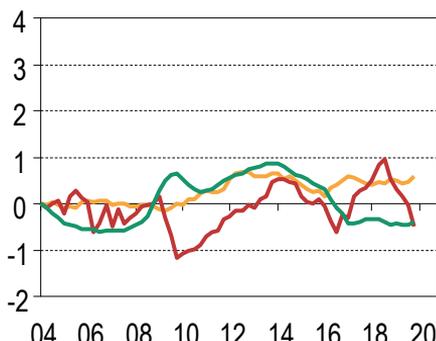
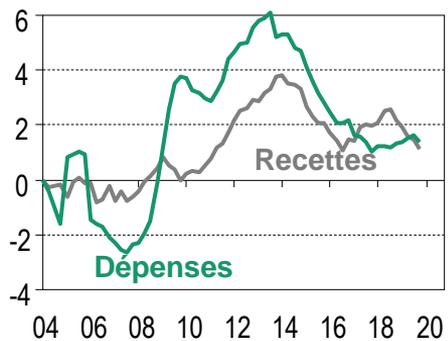
Pays-Bas



Dépenses



Belgique



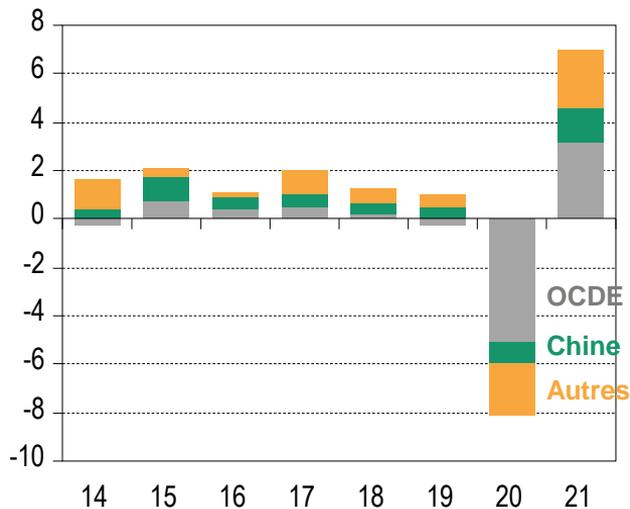


5. MARCHÉ PÉTROLIER

Avec la crise sanitaire, la demande de pétrole a plongé

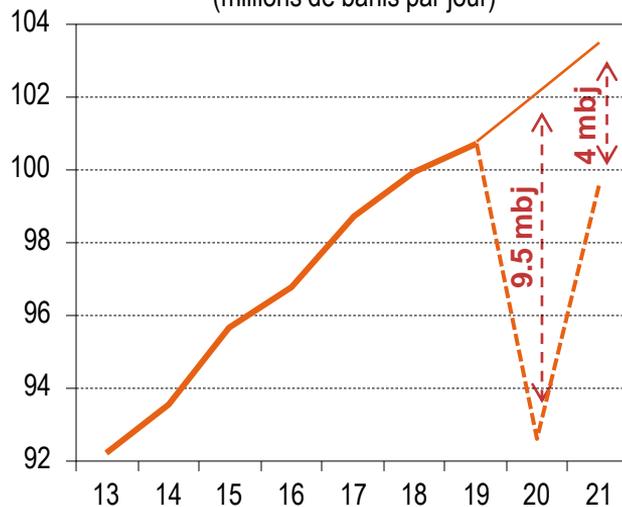
Demande mondiale de pétrole

(variation annuelle, millions de barils par jour)



Révisions des prévisions de l'EIA

(millions de barils par jour)



Janvier 2020

Mai 2020

Sans ajustement de l'offre, les stocks mondiaux de pétrole ne peuvent que monter fortement (14mbj sur 2020-21).

L'OPEC+ a annoncé une réduction de sa production de près de 10 millions de barils par jour

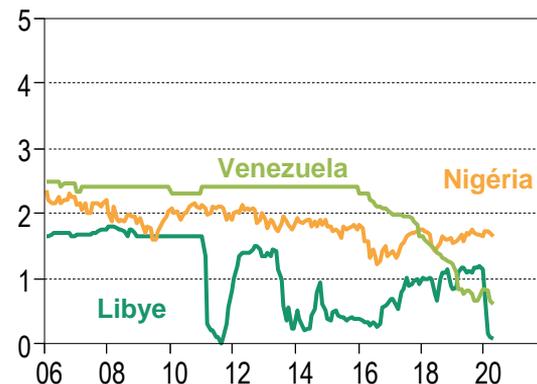
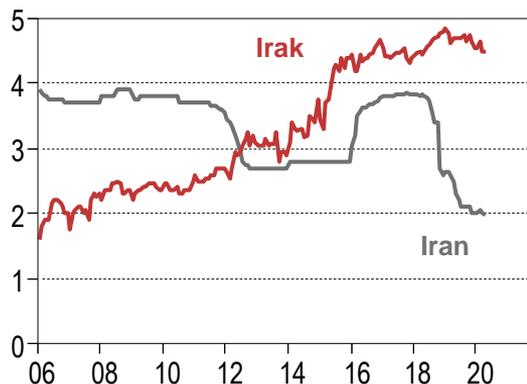
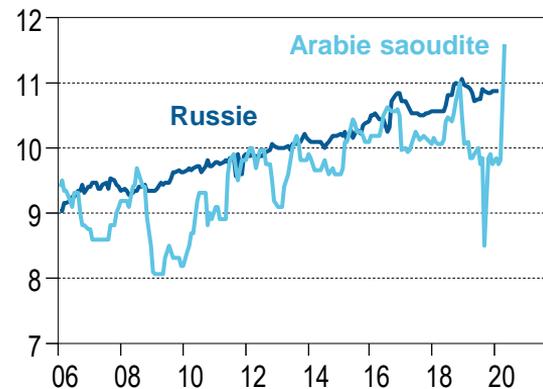
Production de pétrole par pays

(millions de barils par jour)

| | Production de référence | Baisse annoncée |
|------------------|-------------------------|-----------------|
| Saudi Arabia | 10.633 | 2.488 |
| Iraq | 4.653 | 1.084 |
| UAE | 3.170 | 0.739 |
| Kuwait | 2.809 | 0.654 |
| Nigeria | 1.829 | 0.426 |
| Angola | 1.528 | 0.356 |
| Algeria | 1.057 | 0.246 |
| Ecuador | 0.530 | 0.123 |
| Congo | 0.325 | 0.076 |
| Gabon | 0.187 | 0.044 |
| Equatorial Guin. | 0.127 | 0.030 |
| Russia | 10.623 | 2.486 |
| Mexico | 1.744 | 0.100 |
| Kazakhstan | 1.689 | 0.394 |
| Oman | 0.883 | 0.206 |
| Others | 1.040 | 0.242 |

Production de pétrole

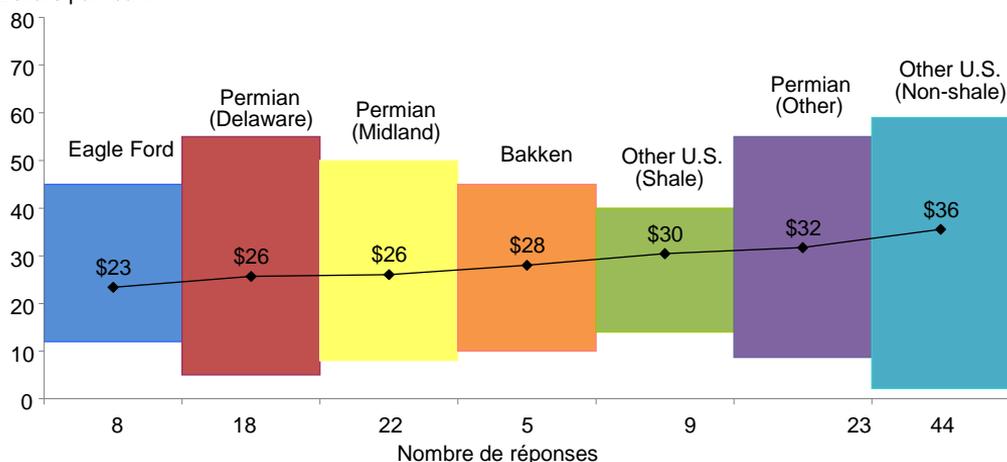
(millions de barils par jour)



La production américaine va également diminuer

Dans les deux premiers bassins dans lesquels votre entreprise est active, quel est le prix du pétrole dont votre entreprise a besoin pour couvrir les frais d'exploitation des puits existants ?

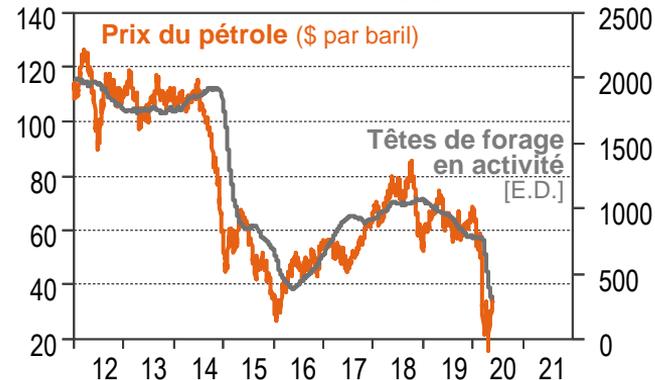
Dollars par baril



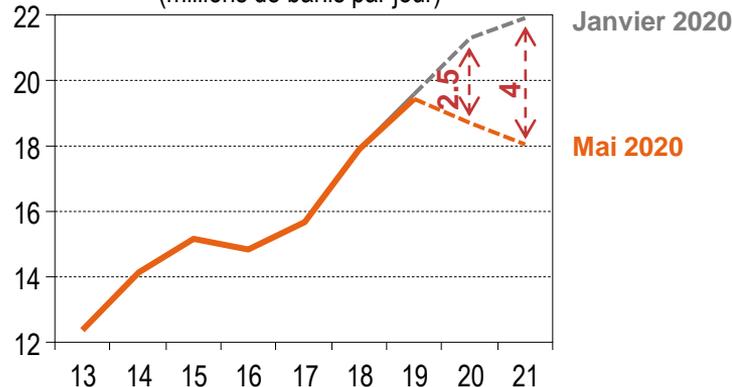
Les lignes indiquent la moyenne, et les barres indiquent la dispersion des réponses. Les dirigeants de 95 entreprises d'exploration et de production ont répondu à cette question entre le 11 et le 19 mars 2020.

Les prix du WTI devraient se situer en moyenne entre 23 et 36 dollars pour couvrir les frais d'exploitation des puits existants au Texas, au Nouveau-Mexique et en Louisiane.

Prix du pétrole et têtes de forage en activité aux États-Unis



Révisions des prévisions de l'EIA (millions de barils par jour)



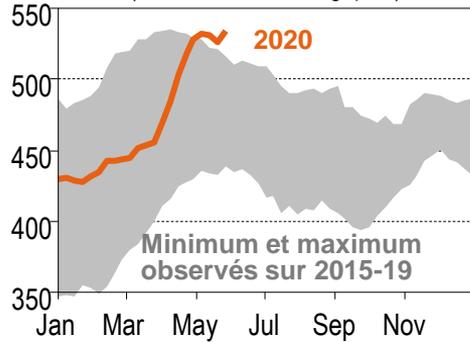
Réduire l'excès de stocks prendra en tout cas du temps !

Stocks de pétrole brut et d'essence aux États-Unis

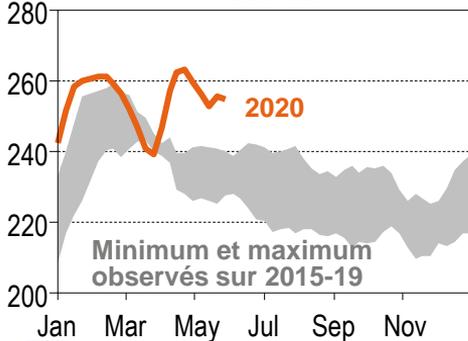
(millions de barils)

Pétrole brut

(hors réserves stratégiques)

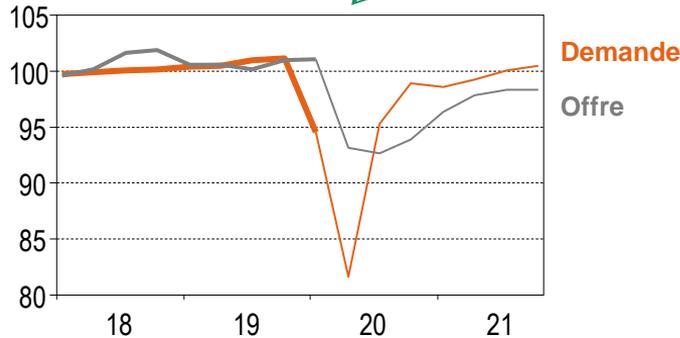
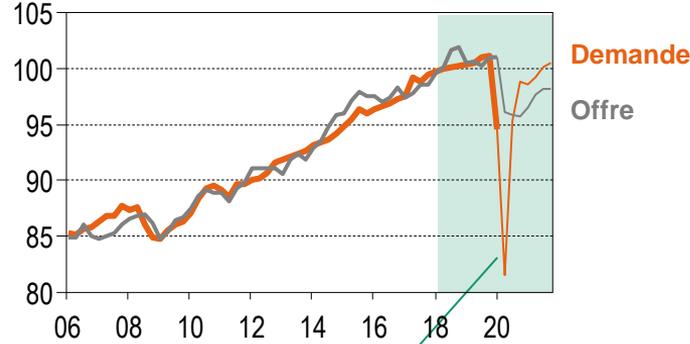


Essence



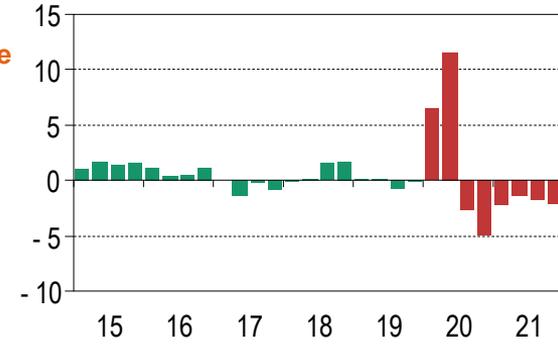
Offre et demande mondiale de pétrole

(millions de barils par jour)

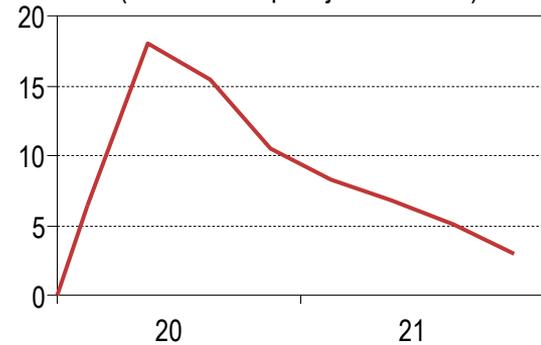


Variation des stocks mondiaux

(millions de barils par jour)



(en cumul depuis janvier 2020)



This document is provided for information purposes only, it does not constitute an offer to buy or sell financial instruments, nor does it represent an investment recommendation or confirm any kind of transaction, except where expressly agreed. Although Candriam selects carefully the data and sources within this document, errors or omissions cannot be excluded a priori. Candriam cannot be held liable for any direct or indirect losses as a result of the use of this document. The intellectual property rights of Candriam must be respected at all times, contents of this document may not be reproduced without prior written approval.

Warning: Past performances of a given financial instrument or index or an investment service, or simulations of past performances, or forecasts of future performances are not reliable indicators of future performances. Gross performances may be impacted by commissions, fees and other expenses. Performances expressed in a currency other than that of the investor's country of residence are subject to exchange rate fluctuations, with a negative or positive impact on gains. If the present document refers to a specific tax treatment, such information depends on the individual situation of each investor and may change.

The present document does not constitute investment research as defined by Article 36, paragraph 1 of the Commission delegated regulation (EU) 2017/565. Candriam stresses that this information has not been prepared in compliance with the legal provisions promoting independent investment research, and that it is not subject to any restriction prohibiting the execution of transactions prior to the dissemination of investment research.

Candriam consistently recommends investors to consult via our website www.candriam.com the key information document, prospectus, and all other relevant information prior to investing in one of our funds, including the net asset value (“NAV) of the funds. This information is available either in English or in local languages for each country where the fund's marketing is approved.

Specific information for Swiss investors: The appointed representative and paying agent in Switzerland is RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich. The prospectus, the key investor information, the articles of association or as applicable the management rules as well as the annual and semi-annual reports, each in paper form, are made available free of charge at the representative and paying agent in Switzerland..



CLIENT RELATION
OFFICES

AMSTERDAM
DUBAI
FRANKFURT
GENEVA
ZURICH
MADRID
MILAN
NEW YORK

MANAGEMENT
CENTERS

LUXEMBOURG
BRUSSELS
PARIS
LONDON

