

**THE TIMES THEY  
ARE A-CHANGIN'**

# 2021

**OUR CONVICTIONS,  
YOUR RESOLUTIONS.**

## **Perspectives économiques et financières**

**Anton Brender & Florence Pisani**



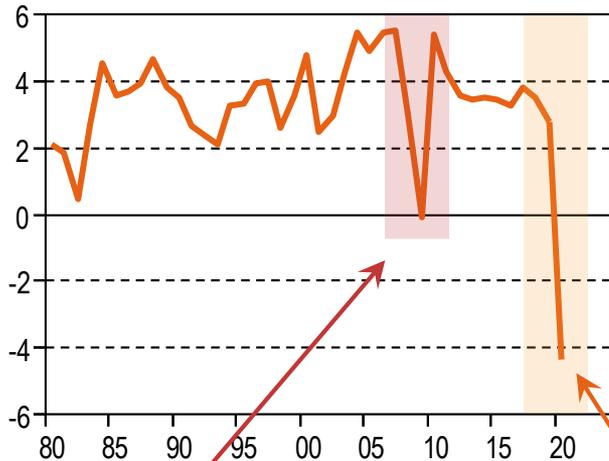
# 1. ECONOMIE MONDIALE

## Un choc sans précédent

# La contraction de l'activité mondiale provoquée par la lutte contre la pandémie a été d'une ampleur inédite

## Croissance mondiale

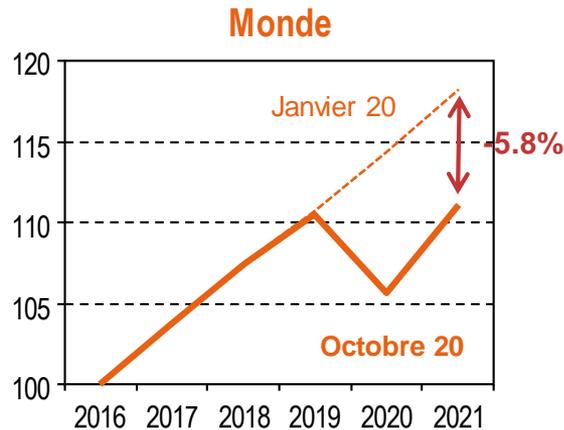
(% glissement annuel, volume)



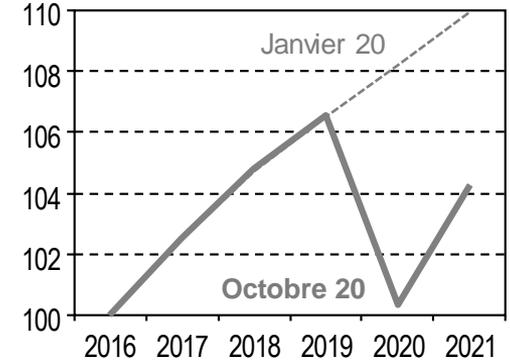
Grande crise financière

Crise de la Covid-19 !

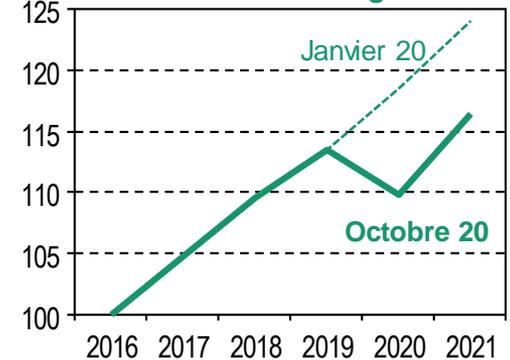
## PIB réel (2016 = 100)



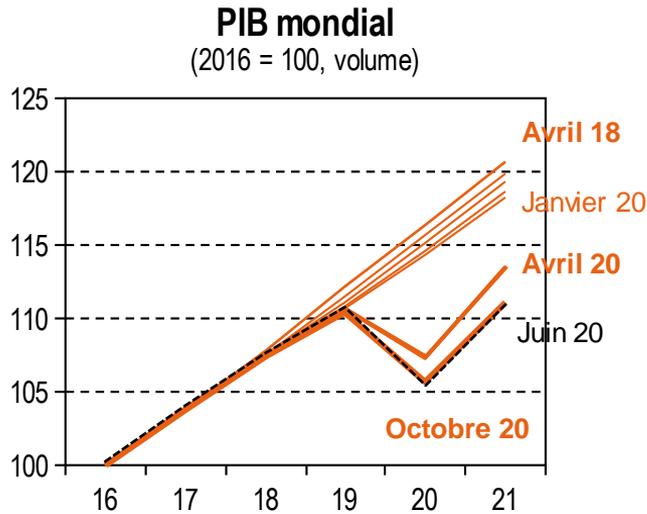
## Économies avancées



## Économies émergentes

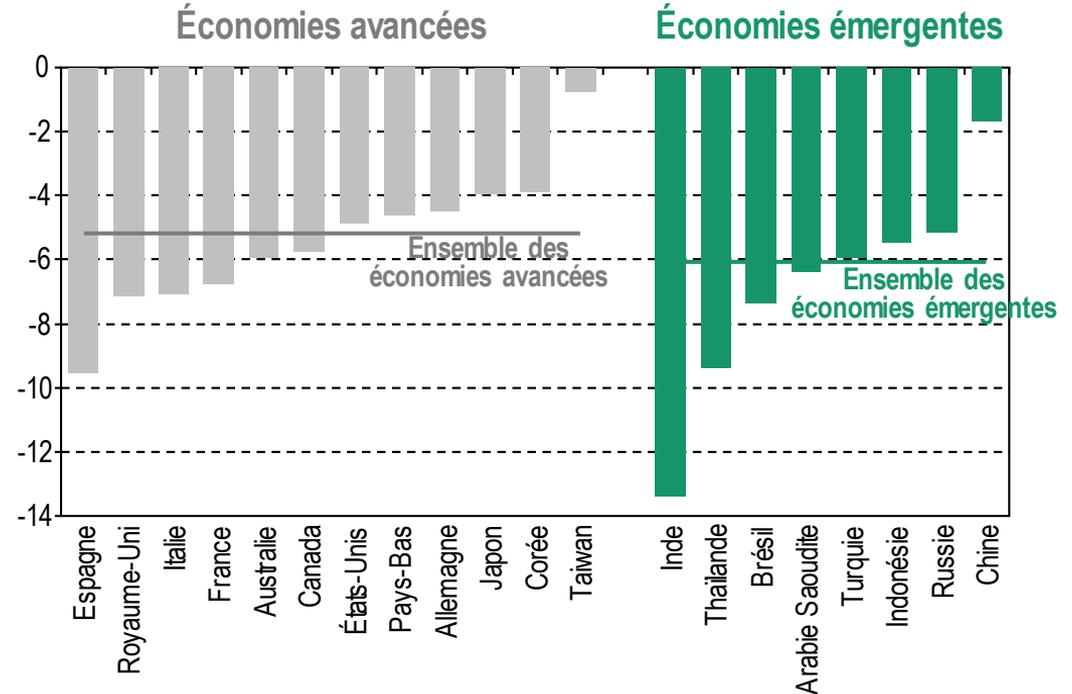


# Selon le FMI, la plupart des économies auront en 2021 un PIB nettement plus faible que celui attendu il y a un an



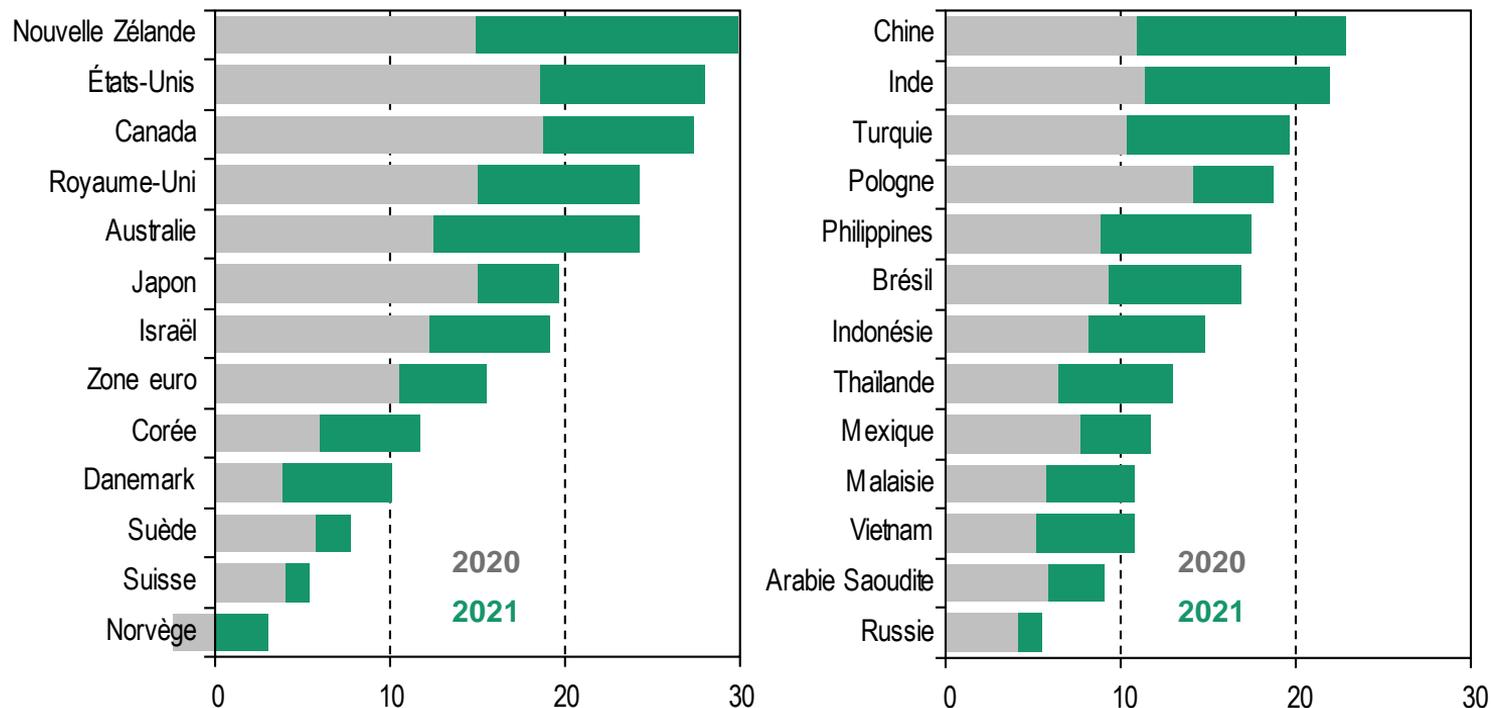
## Révisions des niveaux de PIB réels attendus pour l'année 2021

(prévisions d'octobre par rapport à celles de janvier 2020, %)



# Dans toutes les économies, l'endettement public va progresser considérablement

## Hausse de la dette publique par pays (% du PIB de 2019)



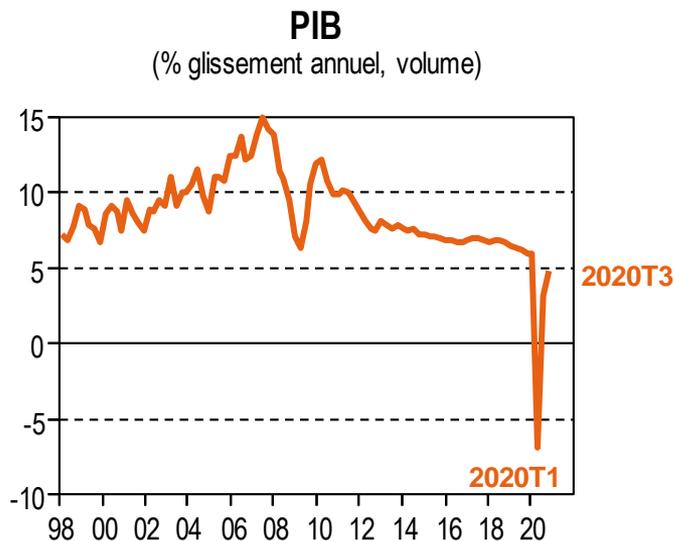


The 128th Canton Fair in Guangzhou, China, October 16, 2020. /Xinhua

## 2. CHINE

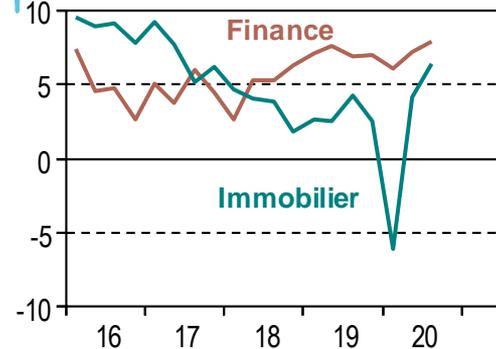
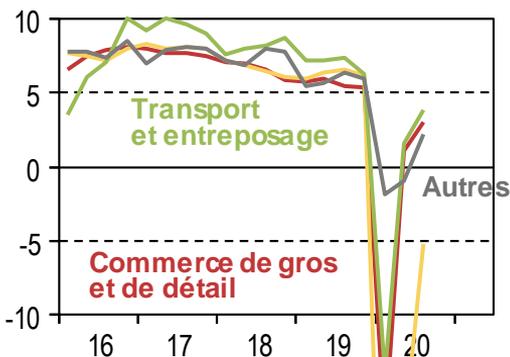
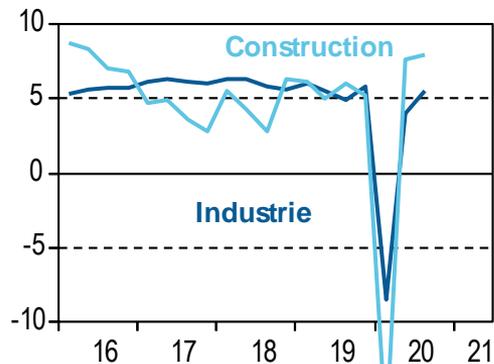
# Compter sur ses propres forces

# Après une chute spectaculaire, l'activité a rapidement rebondi



### PIB par secteur

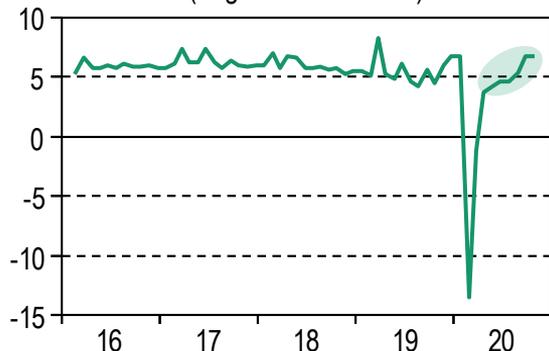
(% glissement annuel, volume)



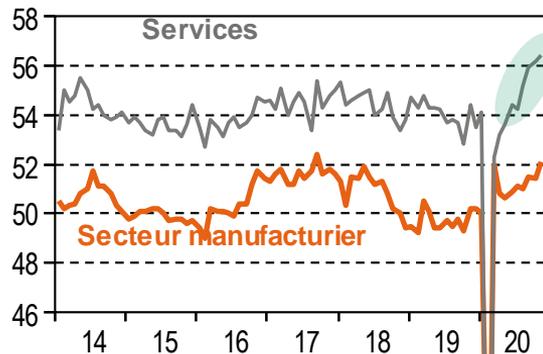
# Beaucoup d'indicateurs sont maintenant revenus sur leur trajectoire antérieure

## Production industrielle

(% glissement annuel)

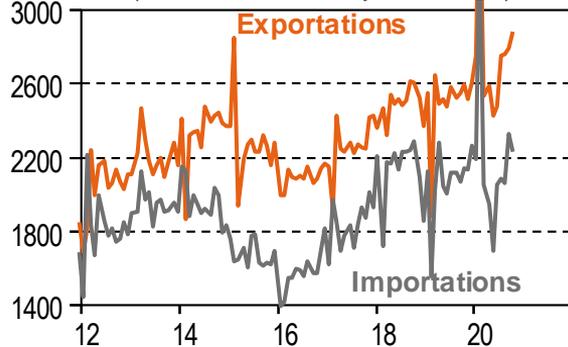


## Indices PMI du NBS

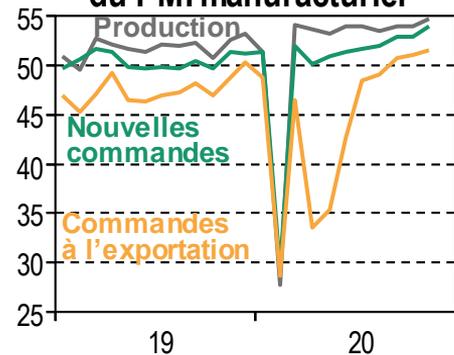


## Exportations et importations

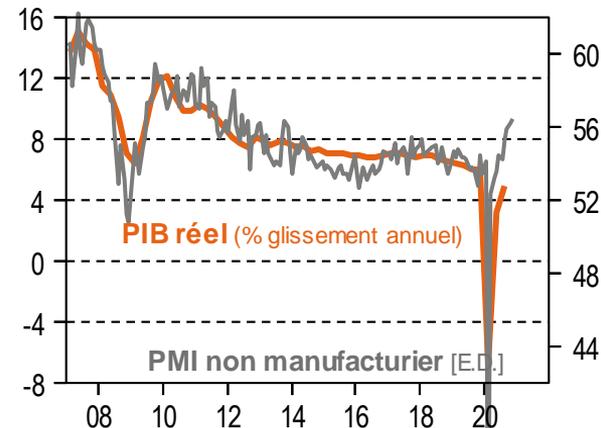
(milliards de dollars, rythme annuel)



## Composantes du PMI manufacturier



## PIB et PMI non manufacturier

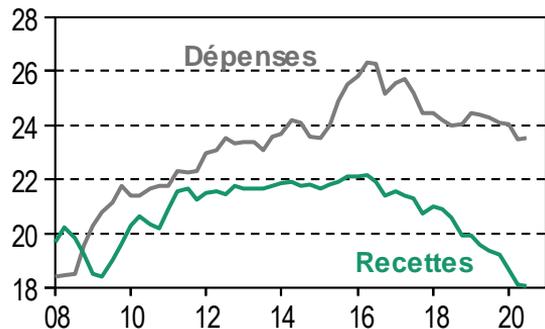
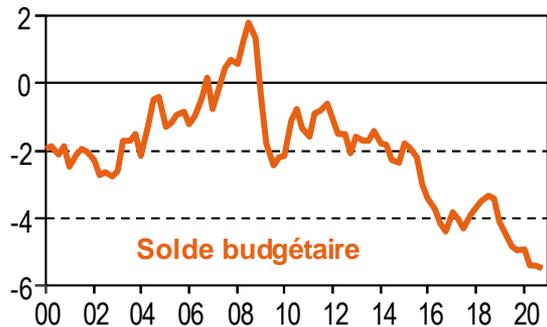


36

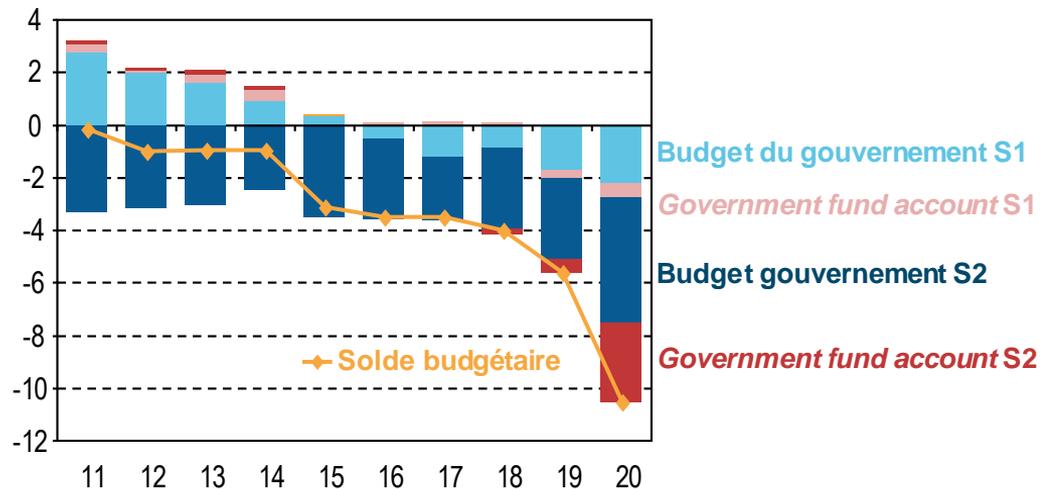
30

# Le soutien budgétaire s'est renforcé au second semestre 2020

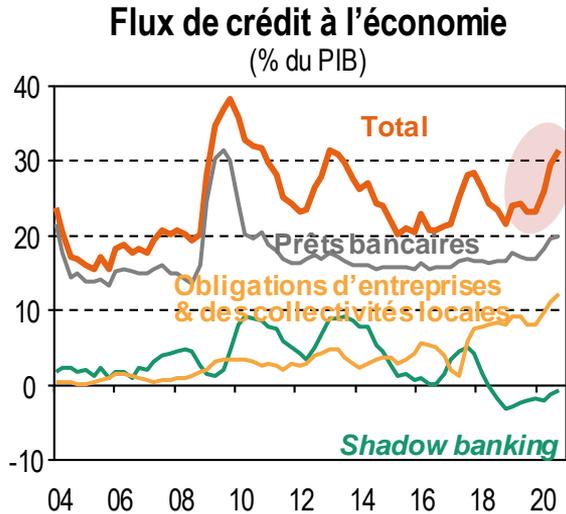
## Budget du gouvernement (% du PIB)



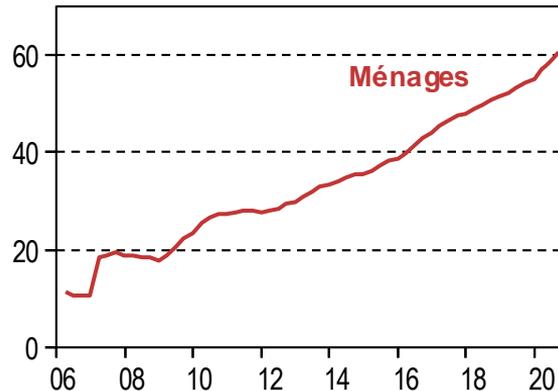
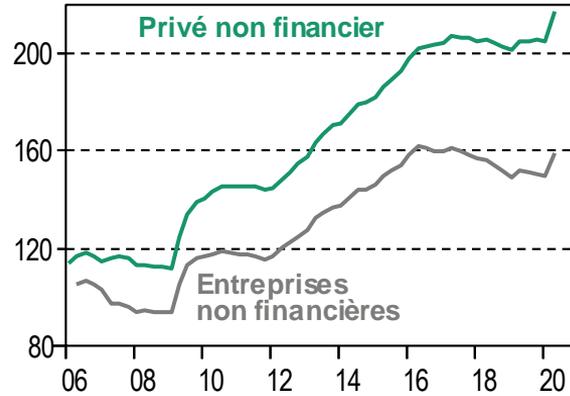
## Solde budgétaire « élargi » (% du PIB)



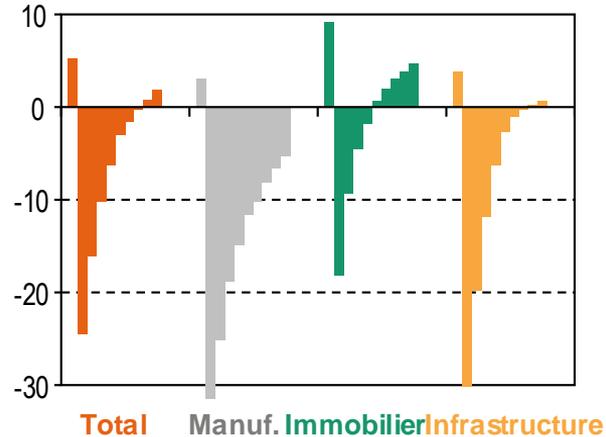
# Le crédit a ré-accélééré et la progression de l'investissement reprend progressivement son rythme normal



### Dette du secteur privé non financier (% du PIB)



### Investissement\* (% glissement annuel\*\*, janvier à octobre 2020)



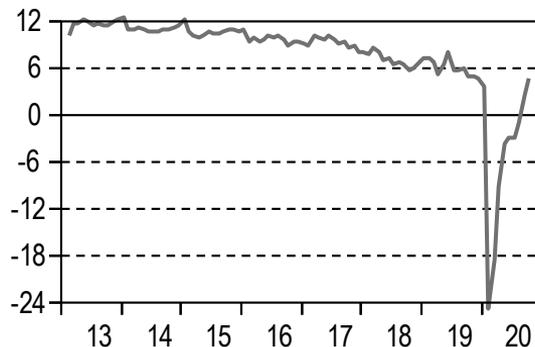
(\*) L'investissement inclut ici, outre la FBCF, les achats de matériel d'occasion et de terrains ainsi que les fusions et acquisitions.

(\*\*) Croissance en cumul depuis le début de l'année.

# Malgré une reprise des ventes au détail, la consommation n'était toujours pas revenue sur sa tendance antérieure à la fin du troisième trimestre et le taux d'épargne restait élevé

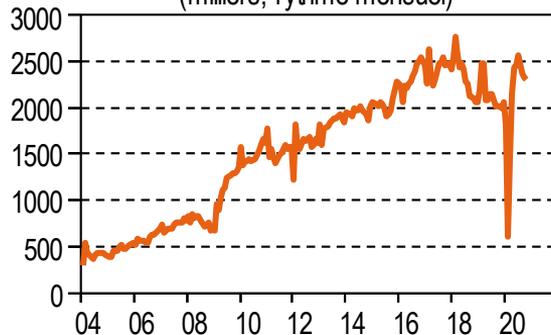
## Ventes au détail

(% glissement annuel, volume)



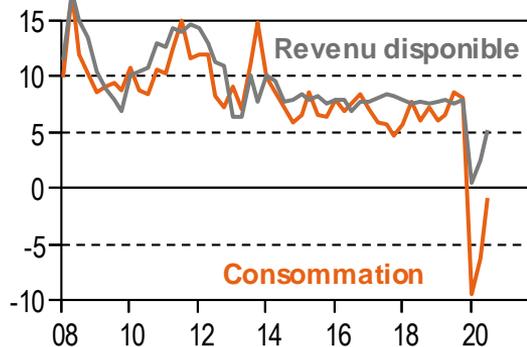
## Ventes de voitures

(milliers, rythme mensuel)



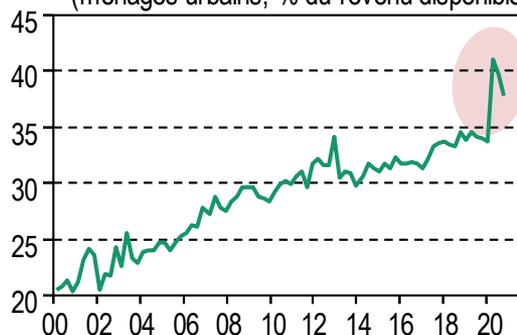
## Revenu et consommation

(par tête, % glissement annuel, nominal)



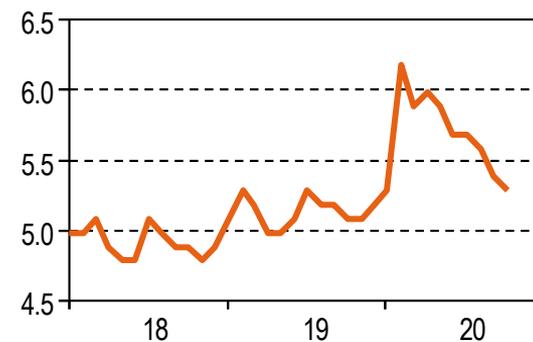
## Taux d'épargne

(ménages urbains, % du revenu disponible)



## Taux de chômage

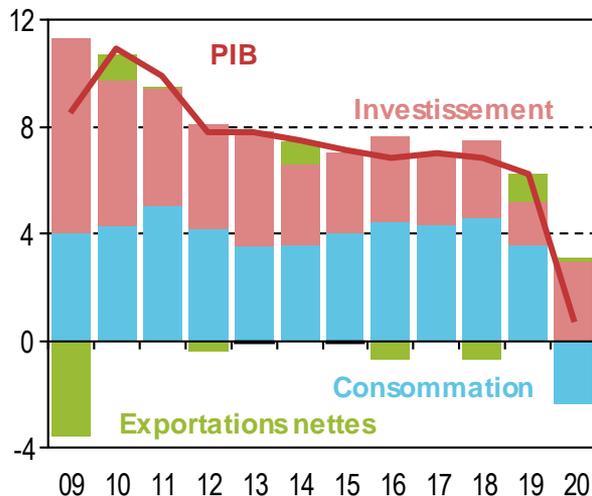
(ménages urbains, %)



# D'ici la fin de l'année , le PIB devrait avoir rejoint sa trajectoire initiale

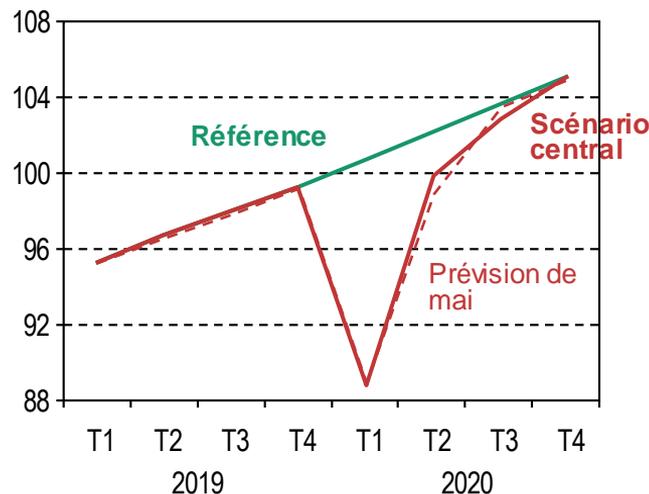
## Contribution à la croissance des 3 premiers trimestres de l'année

(%, volume)



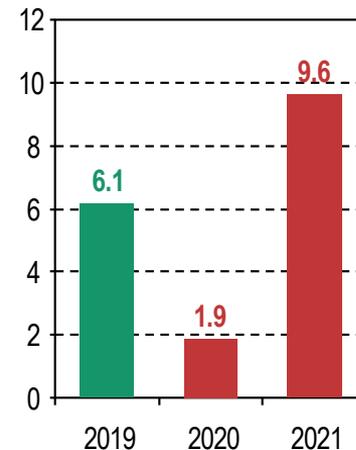
## Trajectoire du PIB réel

(Janvier 2020 = 100)



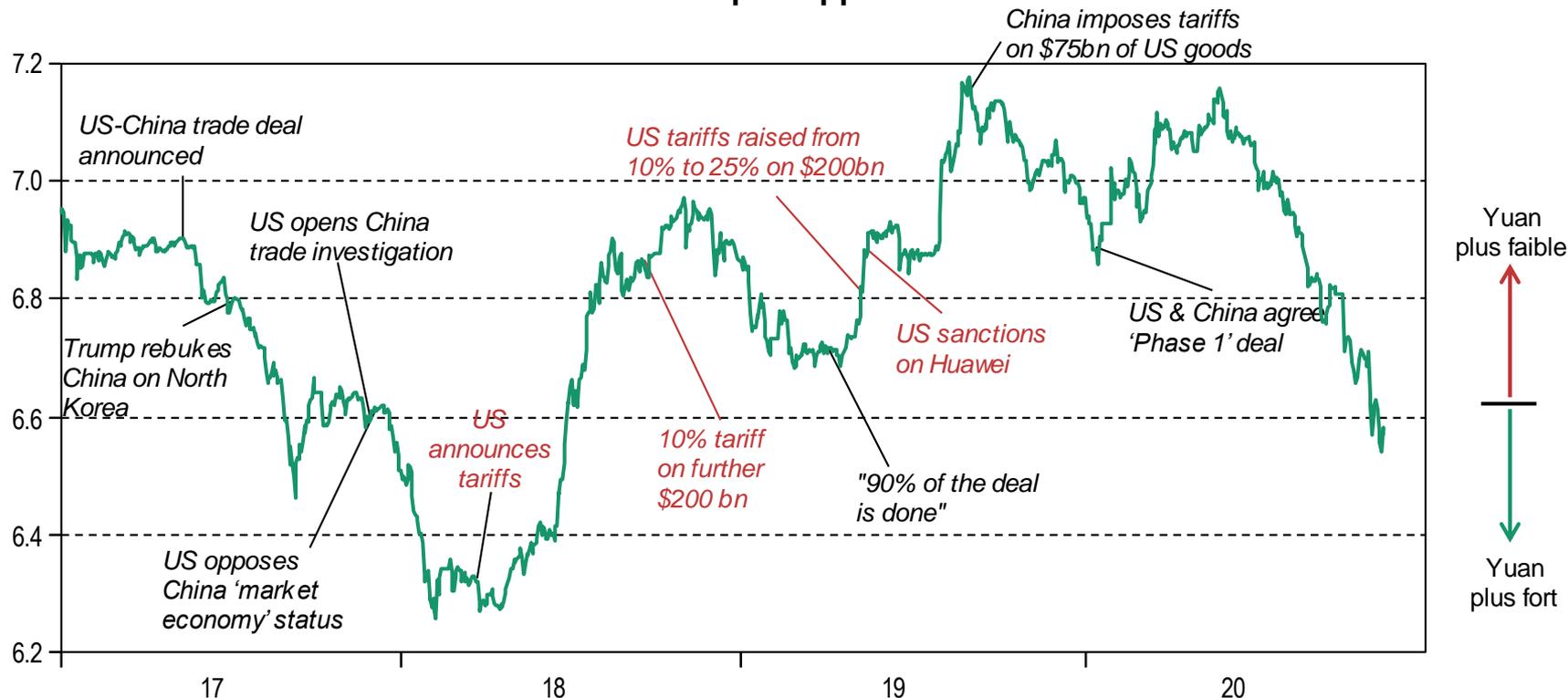
## Croissance du PIB réel

(%, moyenne annuelle)

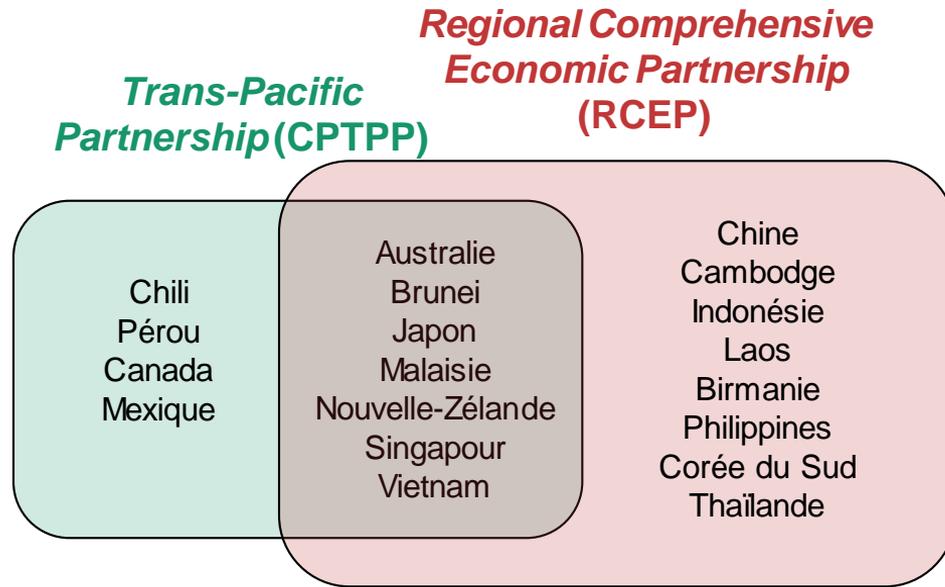


# Depuis l'été, le Yuan s'est sensiblement apprécié face au dollar

## Cours du Yuan par rapport au dollar



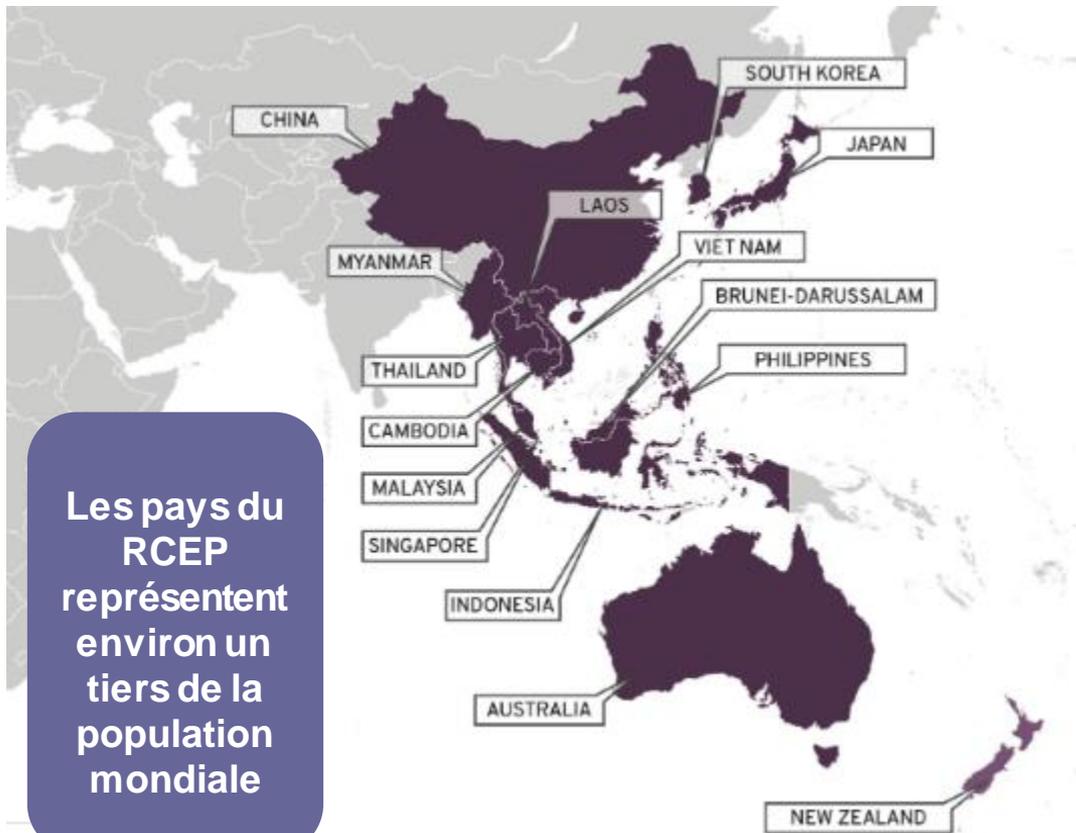
# Les tensions entre les États-Unis et la Chine ont poussé à une reconfiguration des relations commerciales en Asie



Deux accords commerciaux régionaux, le *Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership* (CPTPP) et le *Regional Comprehensive Economic Partnership* (RCEP), renforceront les liens économiques entre pays d'Asie de l'Est.

Les nouveaux accords progressent sans les États-Unis et l'Inde, autrefois considérés comme des partenaires essentiels dans le cadre du CPTPP et du RCEP, respectivement.

# La nouvelle zone de libre échange représente un tiers du PIB et du commerce mondial

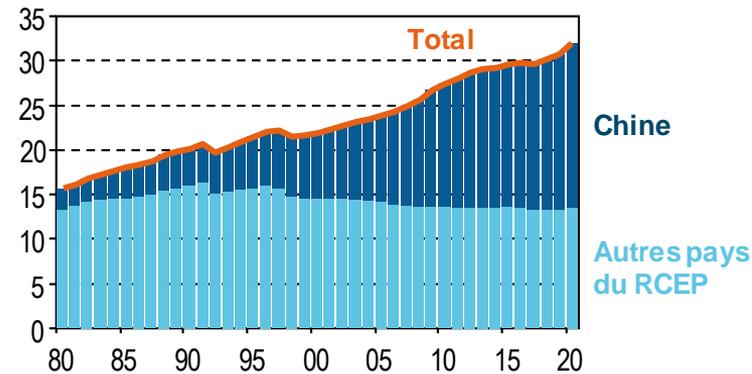


Les pays du RCEP représentent environ un tiers de la population mondiale

## Poids des pays du RCEP

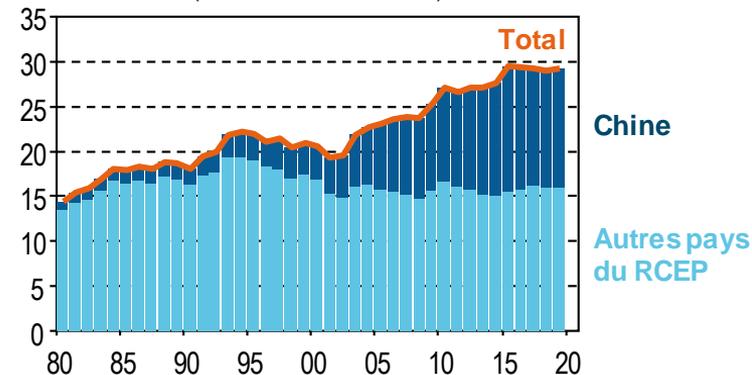
... dans le PIB mondial

(%, PIB en dollars de PPA)



... dans les exportations mondiales

(%, en dollars courants)





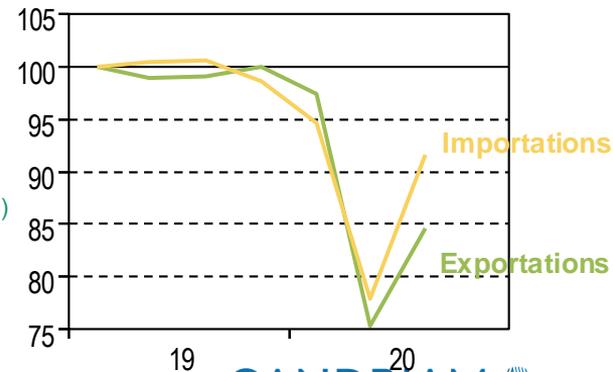
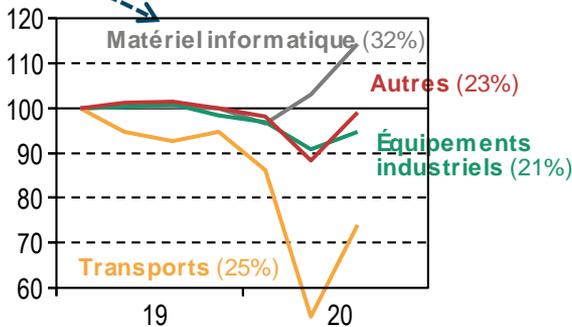
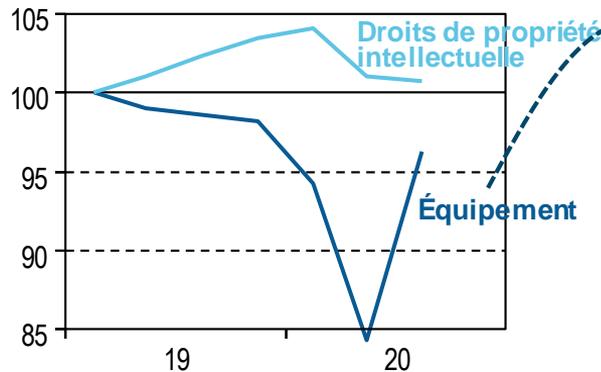
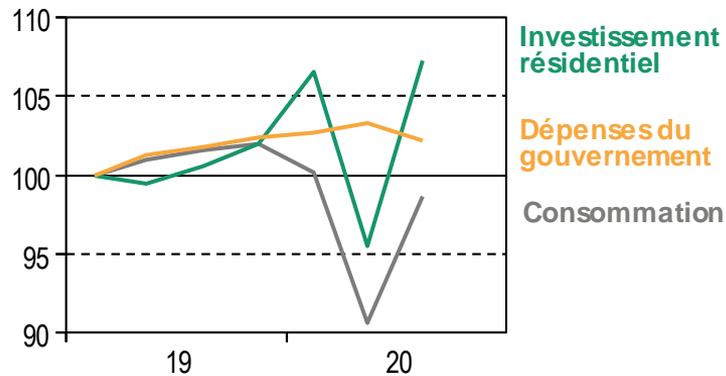
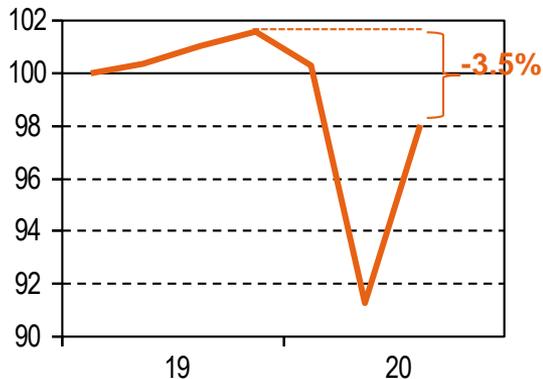
### **3. ÉTATS-UNIS**

**Les incertitudes se dissipent...**

# Le rebond de la croissance au troisième trimestre a été spectaculaire

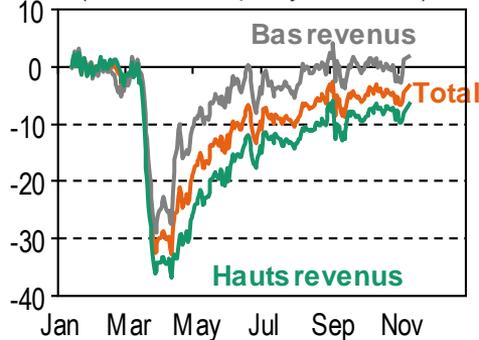
## PIB et ses composantes

(2019 = 100, volume)



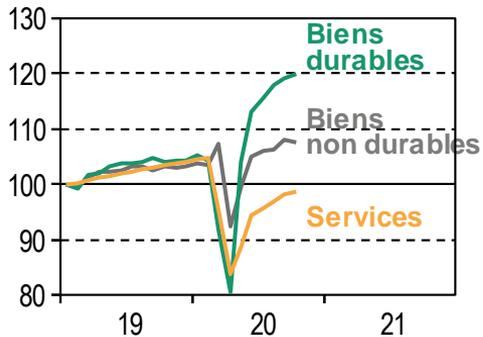
# En poussant les ménages les plus aisés à consommer moins de services, la pandémie a freiné l'activité dans des secteurs qui emploient une main d'œuvre souvent mal rémunérée

**Consumer spending tracker par niveau de revenu**  
(% variation depuis janvier 2020)



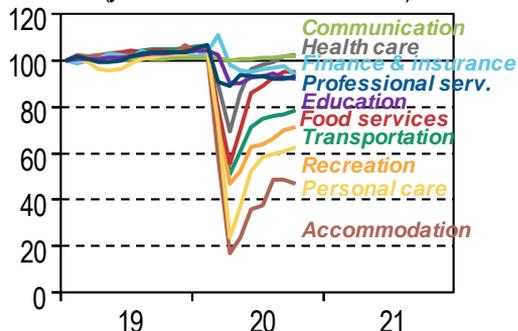
## Consommation

(janvier 2019 = 100, nominal)

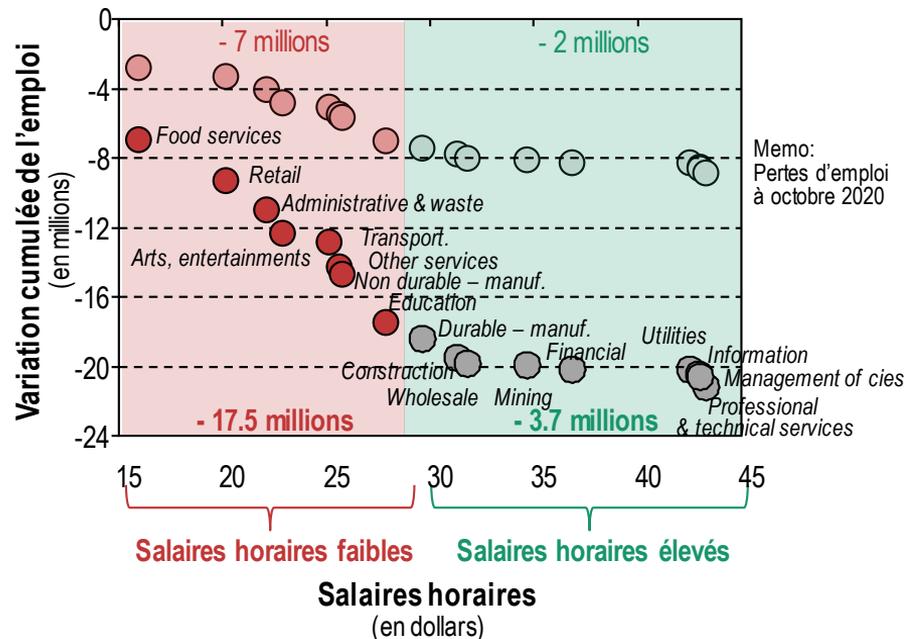


## Services

(janvier 2019 = 100, nominal)



## Destructions d'emplois cumulées par secteur entre février et avril 2020 par niveau de salaire

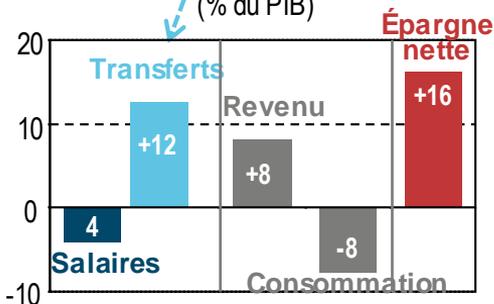


# L'État a toutefois fait ce qu'il fallait en empruntant l'épargne des plus riches pour verser des indemnités à ceux qui étaient les plus affectés par ce choc !

## Variation du solde budgétaire entre T1 et T2 2020

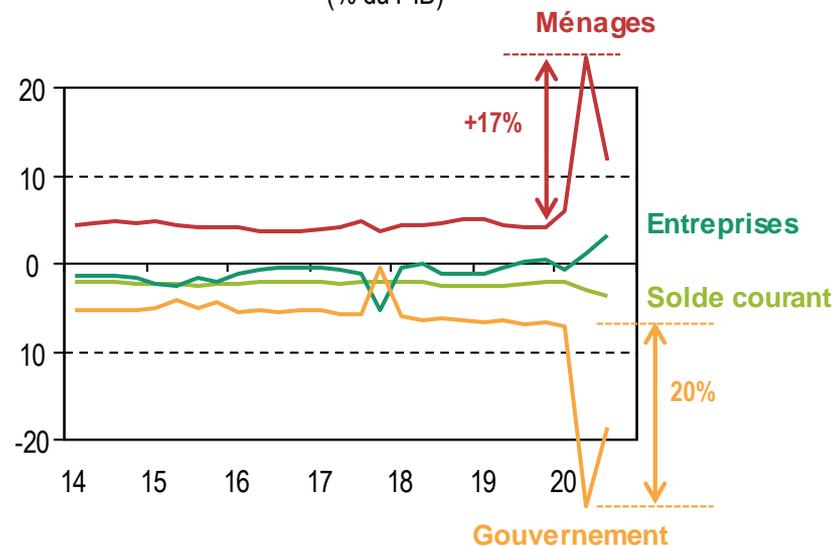
	Milliards de dollars (rythme annuel)	% du PIB
Pertes de recettes fiscales	294	1.5
Hausses des dépenses	4 167	21.3
Transferts aux personnes*	2 393	12.3
Transferts aux Etats	762	3.9
Subventions	1 011	5.2
dont PPP	609	3.1
Dégradation du solde	4 460	22.8

## Variation de l'épargne des ménages de T1 à T2 2020 (% du PIB)



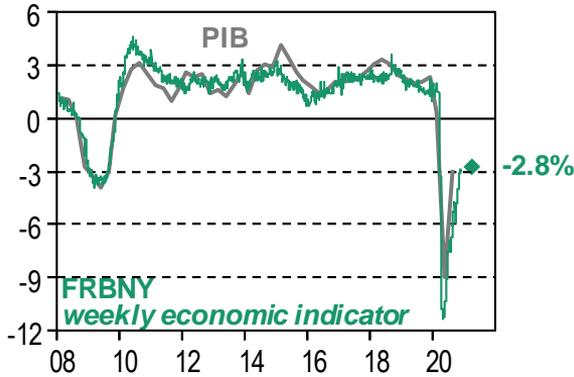
(\*) Transferts aux ménages:  
 - *Trump check* ~1 100 milliards de dollars (1 200 dollars par adulte pour un couple dont le revenu est inférieur à 150 000 dollars, chèque dégressif entre 150 000 et 198 000 dollars).  
 - Assurance chômage ~ 1000 milliards de dollars (dont 790 milliards provenant du CARES Act).

## Capacités (+) ou besoins (-) de financement (% du PIB)

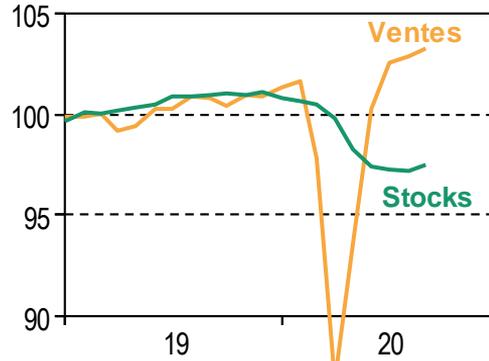


# En novembre, la plupart des indicateurs ne laissent pas attendre d'arrêt brutal de l'activité...

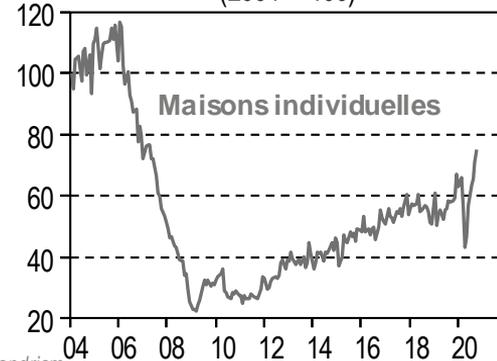
**Indicateur hebdomadaire d'activité**  
(% glissement annuel)



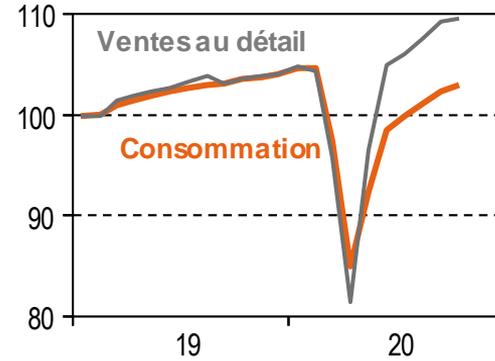
**Niveaux des stocks des entreprises**  
(janvier 2019 = 100, volume)



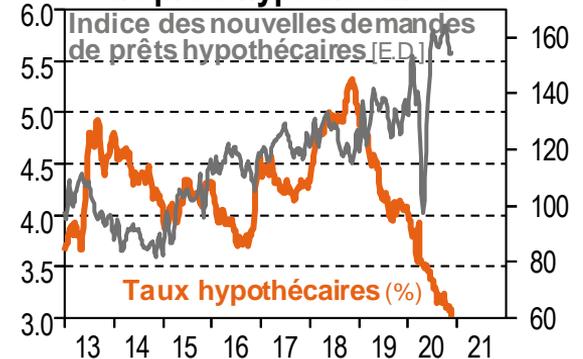
**Mises en chantier**  
(2004 = 100)



**Consommation et ventes au détail**  
(janvier 2019 = 100, nominal)



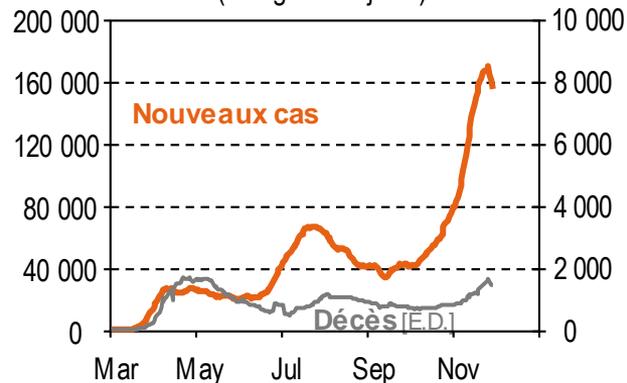
**Nouvelles demandes de prêts hypothécaires**



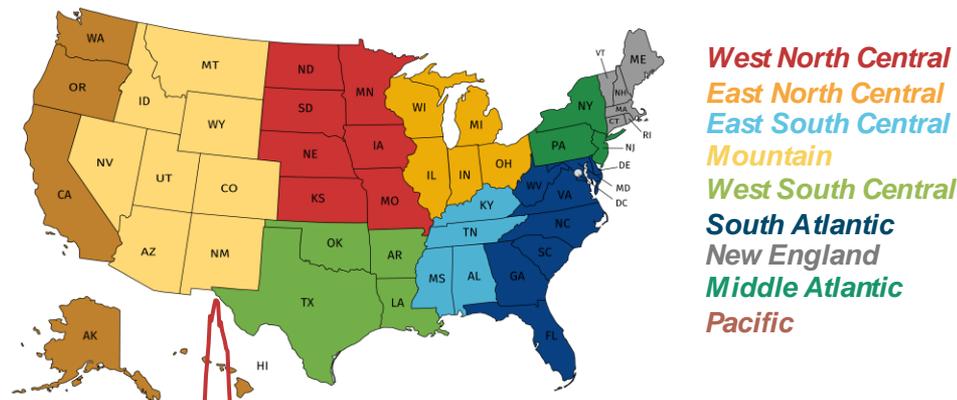
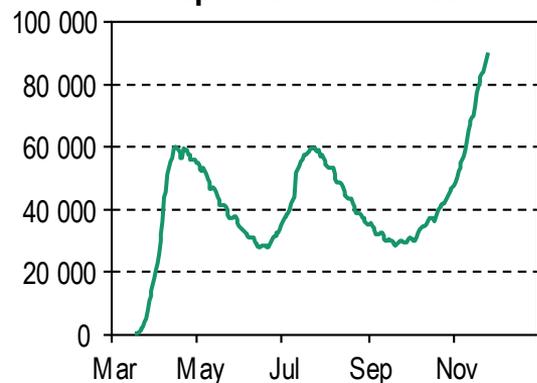
# ... mais à la fin de l'automne la progression de la pandémie a fortement accéléré

## Nouveaux cas de Covid-19 et décès

(lissage sur 7 jours)

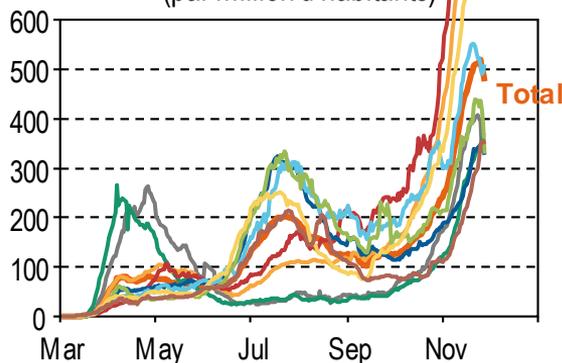


## Hospitalisations en cours

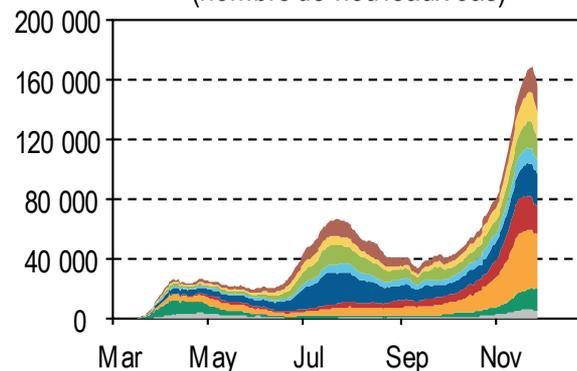


## Nouveaux cas de Covid-19

(par million d'habitants)



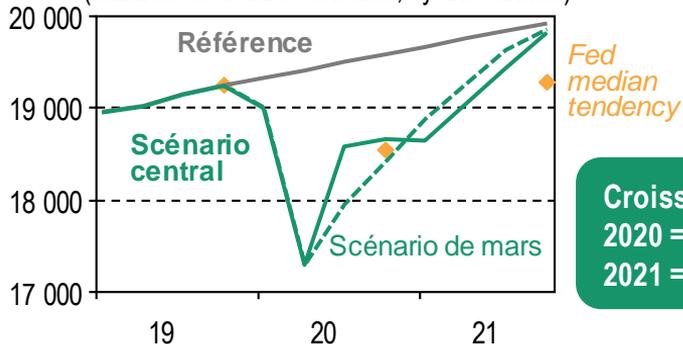
(nombre de nouveaux cas)



# La perspective d'une vaccination massive conforte néanmoins l'idée d'un retour du PIB sur sa tendance à fin 2021

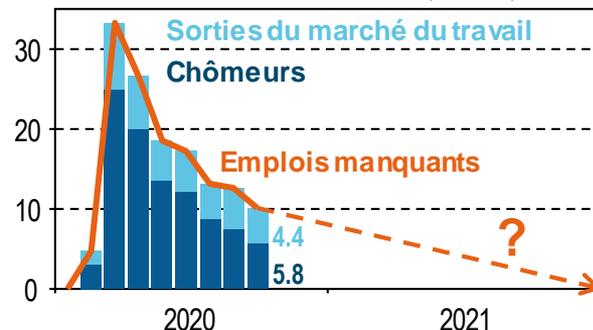
## Niveau du PIB

(milliards de dollars constants, rythme annuel)



## Emplois manquants par rapport à la « normale »

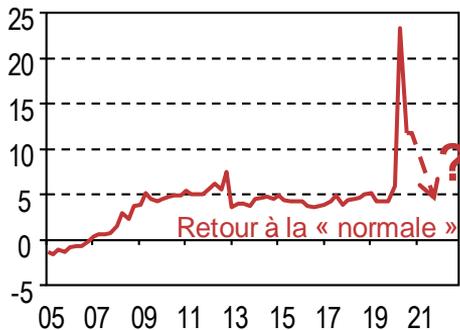
(millions)



Compte tenu de la croissance de la population en âge de travailler, **10.7 millions d'emplois** doivent être créés pour revenir à 3.5% de chômage fin 2021.

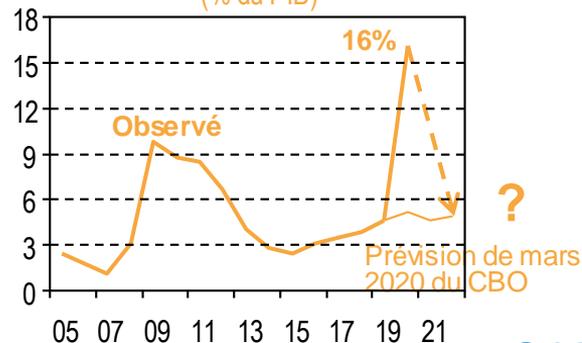
## Épargne financière des ménages

(% du PIB)



## Déficit du budget fédéral

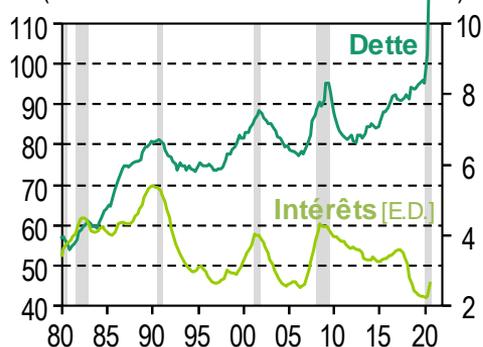
(% du PIB)



# Si le choc sur l'investissement des entreprises devrait se résorber sans trop de difficultés...

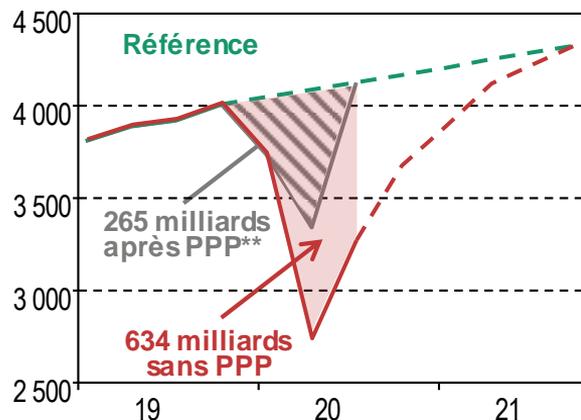
## Dettes des sociétés non financières

(% du PIB des sociétés non financières)



## Résultat des entreprises\*

(milliards de dollars)



(\*) Revenus des entrepreneurs individuels et profits des sociétés.

(\*\*) 369 milliards de dollars de prêts ont été transformés en subventions à fin T3 selon le BEA.

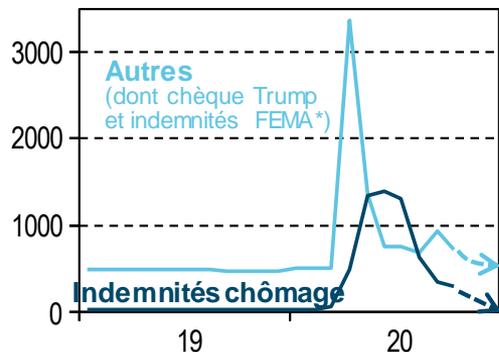
La part des secteurs les plus touchés dans l'investissement comme dans le résultat d'exploitation des entreprises est relativement faible alors que leur part dans le PPP semble avoir été nettement plus élevée.

	Secteurs les plus affectés		Autres secteurs
	(mds de dollars)	% du total	(mds de dollars)
Investissement productif	112	5%	2 119
Valeur ajoutée	1 571	7%	19 862
Memo: emplois (millions)	25	16%	132

# ... un soutien supplémentaire à ceux qui ont perdu leur emploi est nécessaire pour permettre à la consommation de revenir à la normale

## Transferts aux ménages

(milliards de dollars, rythme annuel)

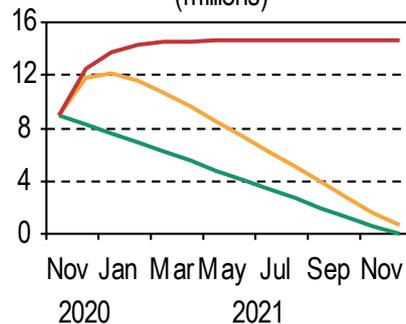


Sans vote rapide d'un plan de soutien complémentaire, la fin des programmes exceptionnels d'indemnisation des chômeurs et la fin des droits aux indemnités ordinaires pèsera dès début 2021 sur la consommation : l'activité fléchira et le chômage montera.

(\*) Federal Emergency Management Administration program

## Scénarios de résorption du sous-emploi

(millions)



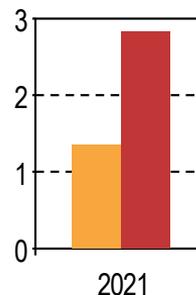
Pas d'indemnités chômage et pas de baisse de la distanciation sociale

Pas d'indemnités chômage mais baisse de la distanciation sociale

Scénario de retour progressif à la normale

## Perte de croissance

(points de PIB)



Sans soutien supplémentaire, le PIB serait en 2021 inférieur de 1.5 point de PIB si la distanciation sociale disparaît (scénario jaune) et de 3 points si la distanciation sociale perdue (scénario rouge).

# Le retour à la normale suppose aussi que les changements de comportements de consommation ne soient pas durables (I)

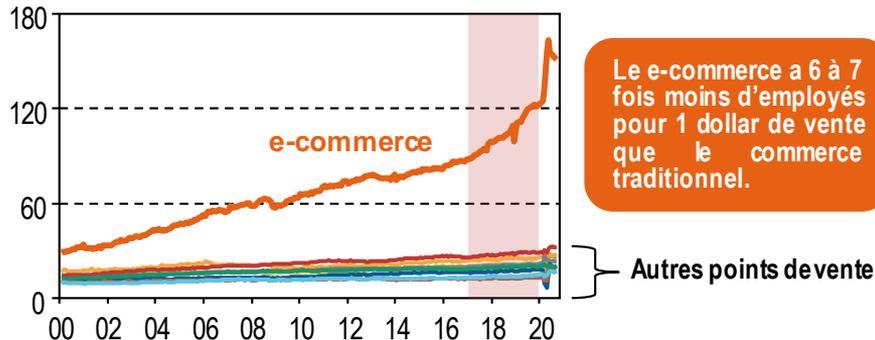
## Part du commerce en ligne dans les ventes au détail

(% du total des ventes hors restauration)



## Ventes rapportées aux emplois

(milliers de dollars, rythme annuel)



Le e-commerce a 6 à 7 fois moins d'employés pour 1 dollar de vente que le commerce traditionnel.

Avec une croissance de 4% par an des ventes au détail et en supposant des tendances de productivité et des parts de marché inchangées, l'emploi dans le secteur du commerce de détail progresserait de **700 000 d'ici 2022**.

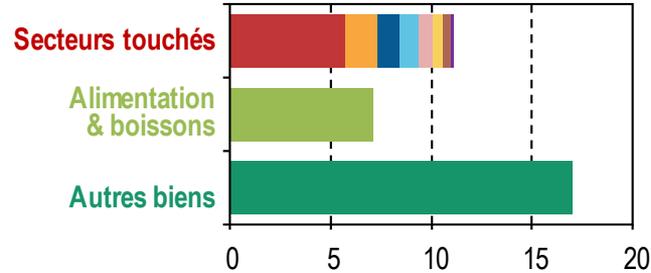
Si les parts de marché du e-commerce continuent d'augmenter rapidement (+5% en 2 ans), l'emploi dans le commerce de détail ne progressera pas.

Si en plus les ventes au détail ralentissent (3% de progression annuelle au lieu de 4%), **l'emploi pourrait baisser de 300 000** dans le secteur du commerce de détail.

# Le retour à la normale suppose aussi que les changements de comportements de consommation ne soient pas durables (II)

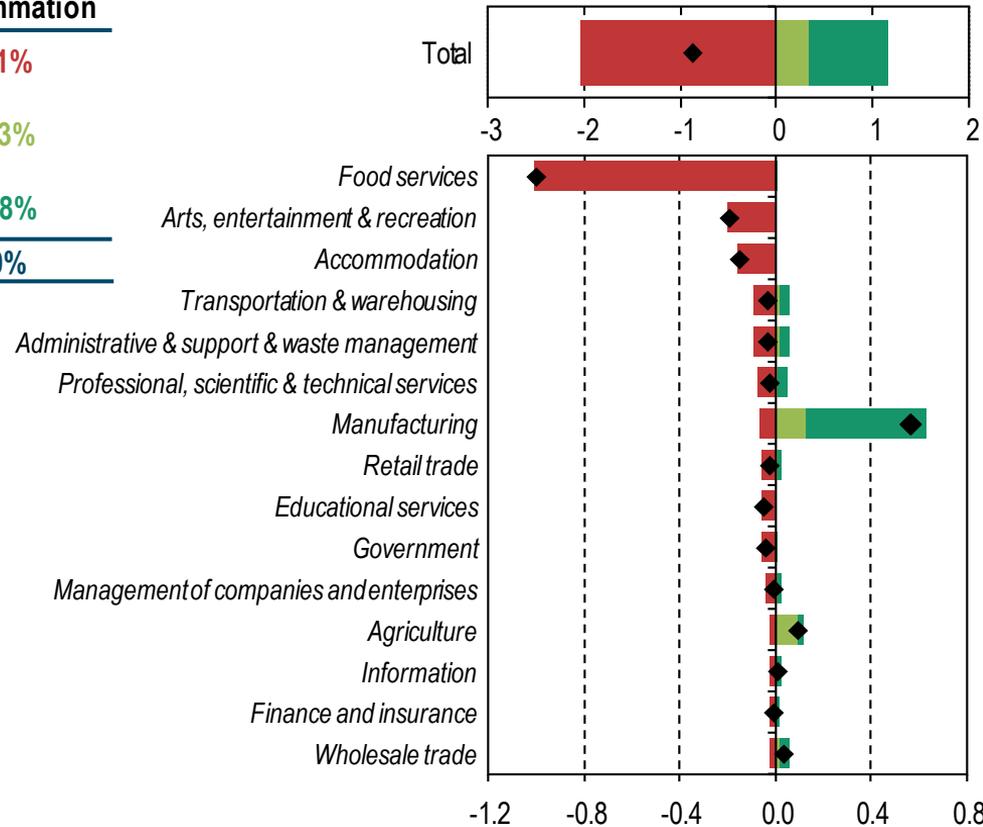
Part dans la consommation de biens et services (%)

Chocs	Contribution à la consommation
-10%	-1,1%
+4%	+0.3%
+5%	+0.8%
<b>Total</b>	<b>+0%</b>



- Secteurs de services touchés
- Purchased meals and beverages
  - Membership clubs, sports centers, parks, theaters, and museums
  - Accommodations
  - Gambling
  - Air transportation
  - Other recreational services
  - Ground transportation
  - Food furnished to employees

Effet des chocs sur l'emploi (millions)



# Le programme du nouveau président devrait toutefois aider l'économie américaine à faire face à ces risques

A court terme, Joe Biden a annoncé qu'il prolongerait le *CARES Act* pour continuer de soutenir ceux qui ont perdu leur emploi et apporter une aide complémentaire aux États et collectivités locales.

A plus long terme, les différents volets de son programme *Build Back Better* vont viser à :

- Moderniser les infrastructures américaines dans un sens qui contribue à la lutte contre le réchauffement climatique mais aussi à améliorer la résilience et la productivité de l'économie américaine;
- Améliorer l'accès à l'éducation et la qualité du système d'enseignement;
- Utiliser les dépenses publiques pour créer des emplois de qualité;
- Augmenter le salaire minimum et mettre en place un « nouveau contrat social » en renforçant le rôle des syndicats et de la négociation collective.

Pleinement mises en œuvre et financées en partie par des hausses d'impôts\*, ces mesures pourraient augmenter de 1 point le rythme de croissance annuel moyen sur 2021-24, facilitant ainsi l'ajustement de l'économie américaine aux possibles changements de comportements provoqués par la pandémie.

Cette mise en œuvre suppose toutefois qu'à défaut d'une majorité au Sénat, la nouvelle Administration Biden parvienne à convaincre quelques sénateurs Républicains de voter à la majorité simple les lois budgétaires nécessaires (ce que le *Budgetary Reconciliation Process* rend possible à condition que le déficit public ne soit pas durablement accru).

(\*) Voir slide suivante

# N.B. Un chiffrage du coût budgétaire des mesures proposées par Joe Biden

## Dépenses et recettes du programme *Build Back Better*

(milliards de dollars, 2021-30)

### Child Care and Education

Support Child Care and Universal Pre-K	-500
Increase K-12 Education Funding	-600
Increase Higher Education Spending	-1 600
<b>Subtotal</b>	<b>-2 700</b>

### Health Care and Long-Term Care

Expand Health Insurance Coverage	-1 900
Support Elder Care and Long-Term Care	-600
Fund Rural Health, Mental Health, and Opioid Crisis	-300
Reduce Health Costs	450
Revenue Feedback from Health Plan	300
<b>Subtotal</b>	<b>-2 050</b>

### Social Security, SSI, and Retirement

Expand Social Security	-400
Expand Supplemental Security Income	-700
Expand Tax Breaks for Older Americans	-50
<b>Subtotal</b>	<b>-1 150</b>

### Infrastructure, Environment, Other Domestic Spending

Invest in Green Infrastructure and American Innovation	-3 000
Expand Affordable Housing	-750
Provide Universal Paid Leave	-550
Other Domestic Spending	-150
<b>Subtotal</b>	<b>-4 450</b>

### National Security and Immigration

End Wars in Afghanistan and Middle East	550
Pass Immigration Reform	200
<b>Subtotal</b>	<b>750</b>

**Total spending** **-9 600**

### Tax Policy

Increase Corporate Taxes	1 800
Increase Individual and Pass-Through Taxes	1 400
Increase Social Security Payroll Tax Maximum	900
Establish a Financial Risk Fee on Large Banks	100
Improve Tax Compliance	100

**Total receipts** **4 300**

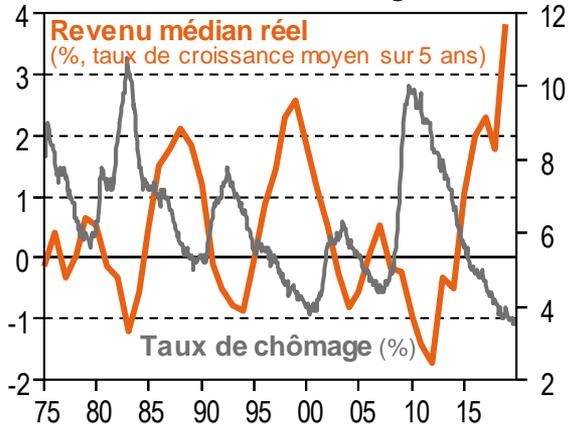
**Net Interest** **-300**

**Total Deficit** **-5 600**

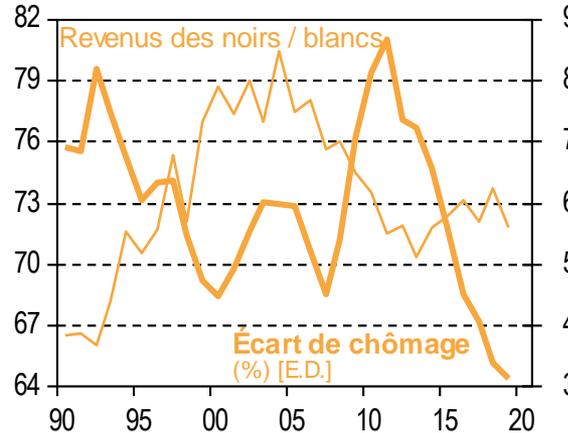
# La redéfinition de l'objectif de plein emploi de la Fed devrait elle aussi faciliter l'ajustement de l'économie américaine aux possibles changements de comportements liés au choc de la pandémie

## Écarts de taux de chômage et écarts de revenus par race (%)

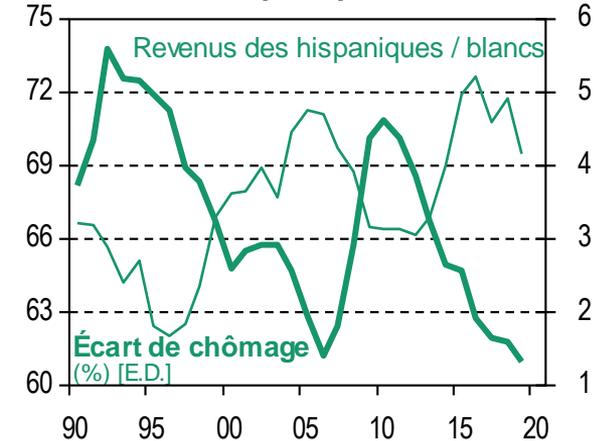
### Revenu réel médian et taux de chômage



### Noirs

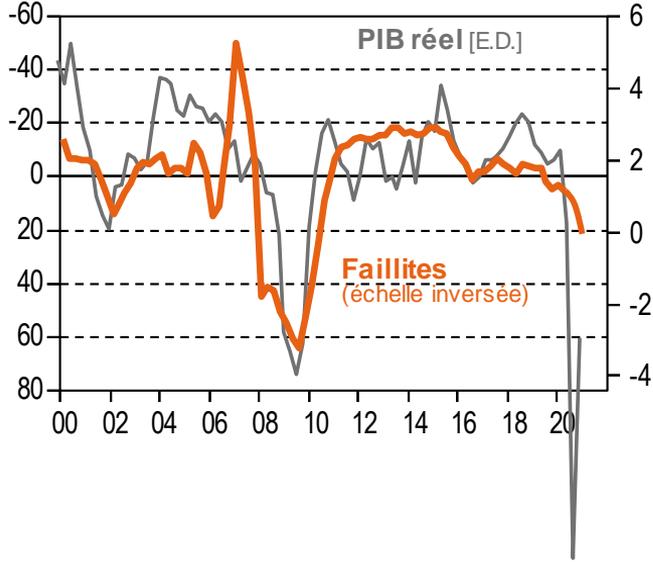


### Hispaniques

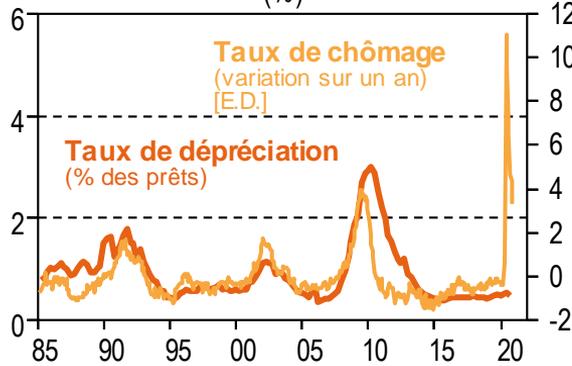


# Les faillites vont certes monter au cours des prochains mois, mais les banques ont déjà commencé à faire des provisions pour pertes

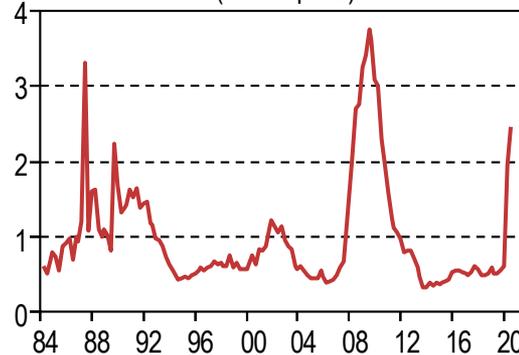
## Faillites et activité (% glissement annuel)



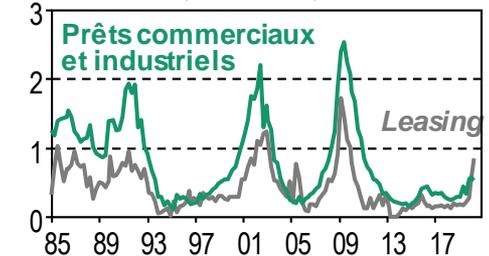
## Taux de dépréciation des prêts et taux de chômage (%)



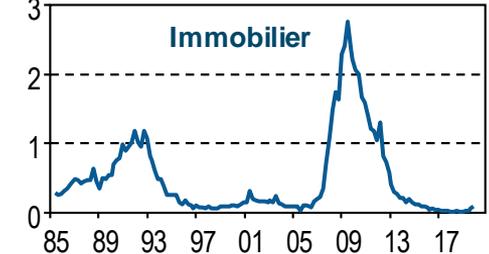
## Provisions (% des prêts)



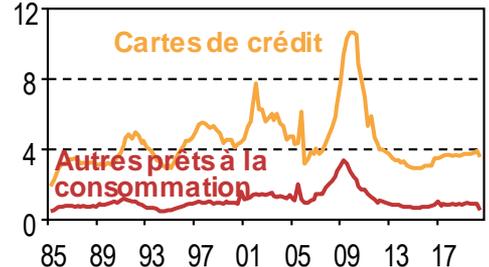
## Taux de dépréciation (% des prêts)



## Immobilier

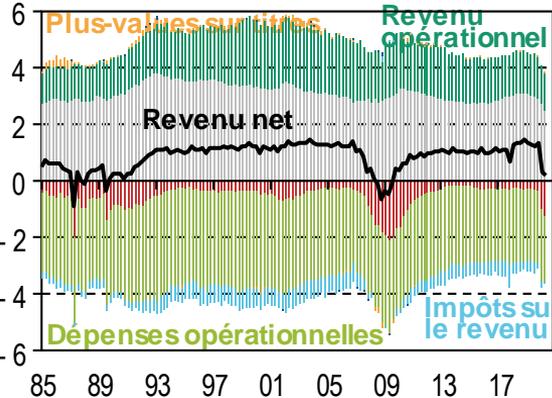
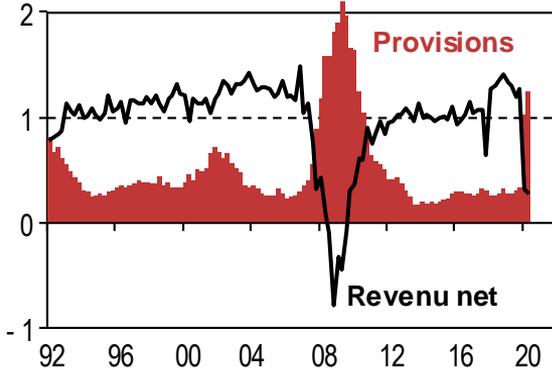


## Cartes de crédit



# Seule une forte détérioration de l'activité en 2021 pourrait dégrader sensiblement leur ratio de fonds propres

**Revenu net des banques**  
(% des actifs)



**Actifs des banques américaines**  
(milliards de dollars)

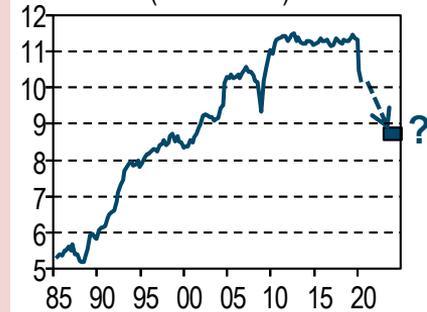
Prêts aux entreprises 5300	}	<b>Loans secured by real estate</b>			
		- Nonresidential	1 550	50	
		- Construction & development	380	15	
			<b>Other loans</b>	4 180	175
Prêts aux ménages 4725	}	Mortgage loans	2 860	95	
		Home equity lines	325	10	
		Loans to individuals	1 700	135	
		<b>Total loans</b>	<b>~11 000</b>		
		<b>Securities</b>	<b>4 500</b>	<b>50</b>	
		Corporate bonds	500		
		<b>Goodwill</b>	<b>400</b>		
		<b>Other assets</b>	<b>5 600</b>		
		<b>Total</b>	<b>~21 000</b>	<b>530</b>	

**Pertes associées à un taux de chômage à 10%**

**Perte de fonds propres avec un revenu avant provisions de 230 milliards de dollars**

**300**

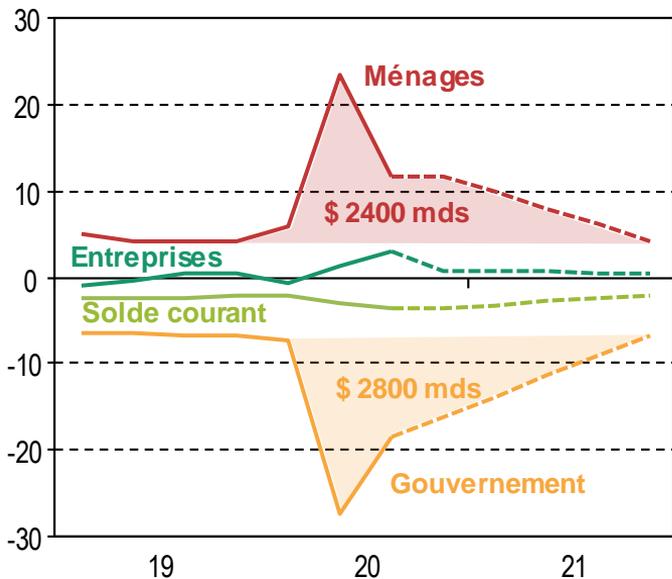
**Ratio de fonds propres**  
(% des actifs)



# D'ici fin 2021 un surcroît d'endettement public d'au moins 3000 milliards de dollars va devoir être absorbé

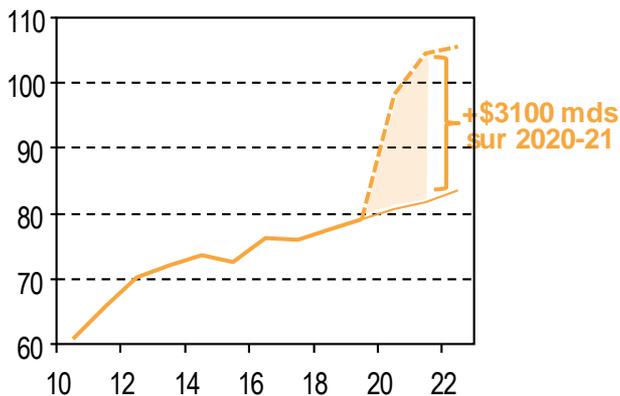
## Capacités (+) ou besoins (-) de financement (% du PIB)

(% du PIB)



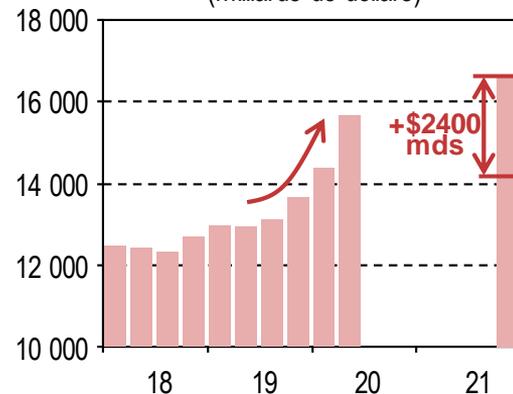
## Dette de l'État fédéral (% du PIB)

(% du PIB)



## Dépôts et fonds monétaires détenus par les ménages (milliards de dollars)

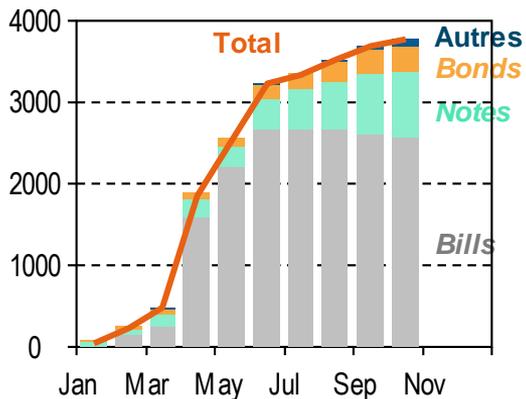
(milliards de dollars)



# Au premier semestre, le surcroît d'émissions de titres publics a été absorbé par les fonds monétaires et la Réserve fédérale

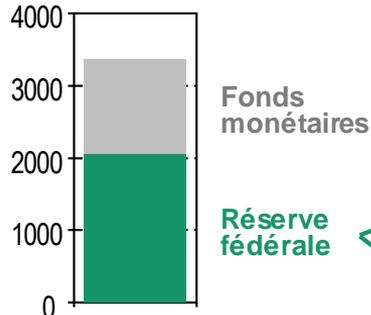
## Émissions nettes du Trésor

(milliards de dollars, en cumul depuis janvier 2020)



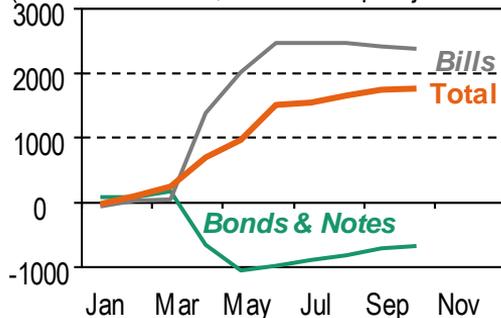
## Acheteurs de titres publics en 2020 S1

(milliards de dollars)



## Émissions nettes des achats de la Réserve fédérale

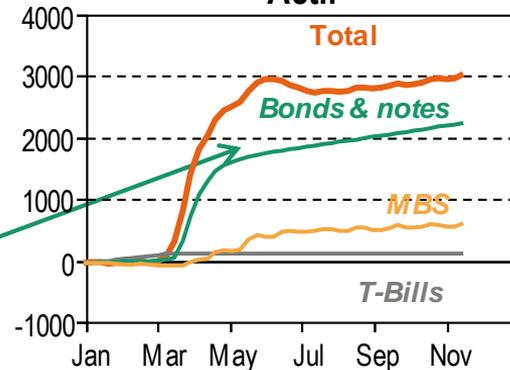
(milliards de dollars, en cumul depuis janvier 2020)



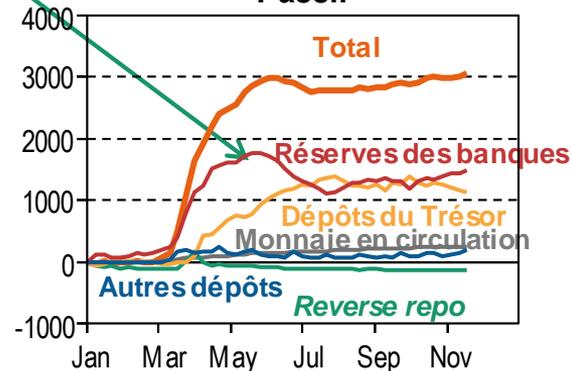
## Bilan de la réserve fédérale

(milliards de dollars, en cumul depuis janvier 2020)

### Actif

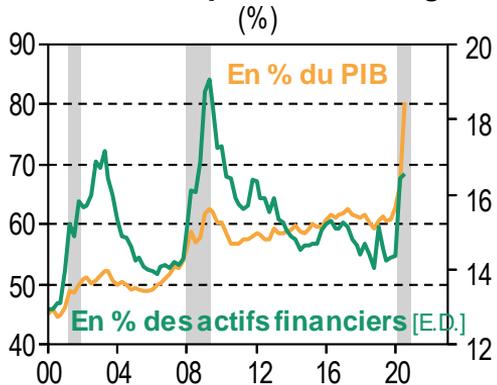


### Passif

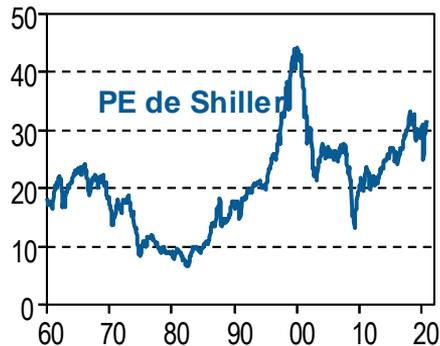
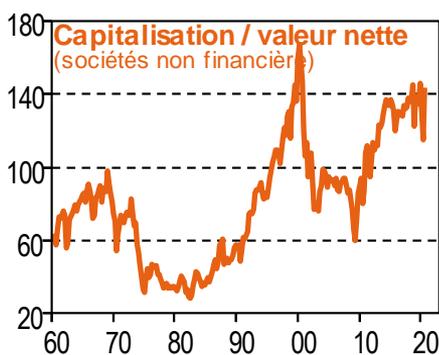


# Dans un environnement de taux bas, l'accumulation massive de liquidités risque toutefois de pousser à une hausse dangereuse des prix d'actifs

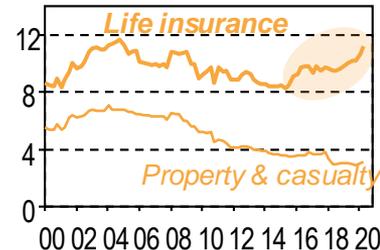
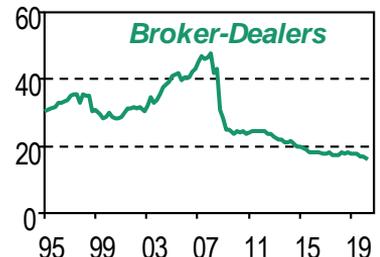
## Part des dépôts des ménages



## Éléments de valorisation de la bourse

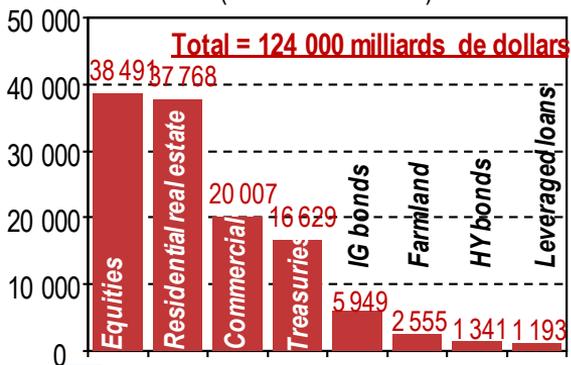


## Assets to equity ratio

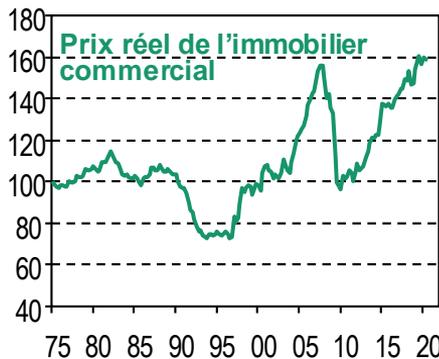


## Taille des marchés d'actifs

(milliards de dollars)

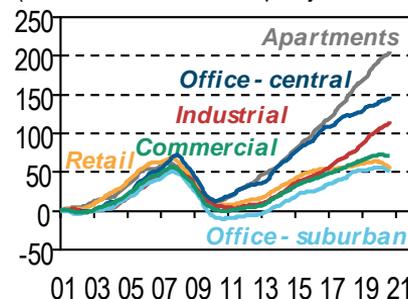


## Marché immobilier commercial

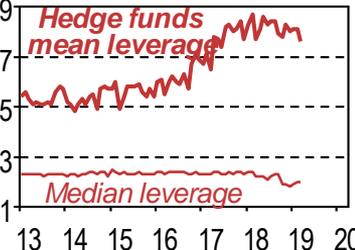


## Prix de l'immobilier commercial

(%, évolution cumulée depuis janvier 2001)



00 02 04 06 08 10 12 14 16 18 20

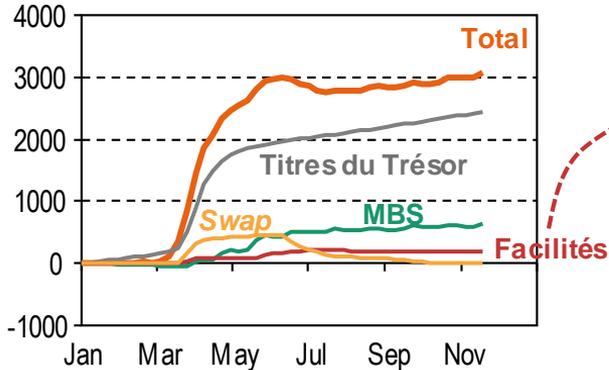


Leverage is computed by the Federal reserve as the ratio of hedge funds' gross notional exposure (including derivative notional exposures and the nominal value of all long and short positions) to net asset value.

# Dans ce contexte, restaurer la capacité de la Réserve fédérale à stabiliser les marchés de dette est important

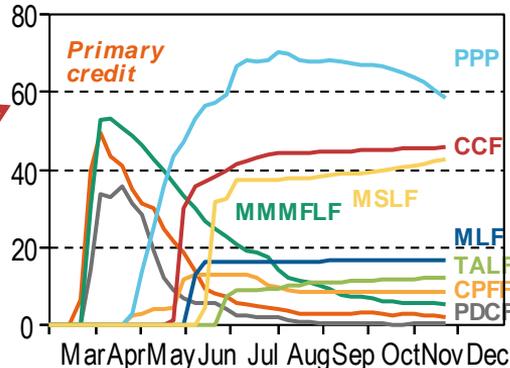
## Actifs de la Réserve fédérale

(milliards de dollars, cumul depuis janvier 2020)



## Nouvelles facilités de la Fed depuis mars 2020

(milliards de dollars)



PPP: Paycheck Protection Program Facility  
 MMMFLF: Money Market Mutual Fund Facility  
 CCF: Corporate Credit Facilities  
 CPFF: Commercial Paper Funding Facility  
 PDCF: Primary Dealer Credit Facility  
 MLF: Municipal Liquidity Facility  
 Term Asset-Backed Securities Loan Facility  
 MSLF: Main Street lending facility

## Contributions du Trésor allouées aux nouvelles facilités

**\$50 mds**

sur les \$90 mds de l'ESF

- CPFF \$10 mds (ESF\*)
- MMMFLF \$10 mds (ESF)
- PMCF \$10 mds (ESF)
- SMCF \$10 mds (ESF)
- TALF \$10 mds (ESF)

**\$165 mds sur les**

**\$454 mds du CARES Act**

- MSLF \$75 mds
- PMCCF \$40 mds
- SMCCF \$15 mds
- MLF \$35 mds

Suite à la requête du Trésor, la Réserve fédérale restituera la partie non utilisée des fonds ci-dessus, ce qui permettra éventuellement au Congrès de réallouer 454-25= 429 milliards de dollars

(\*) Exchange Stabilization Fund



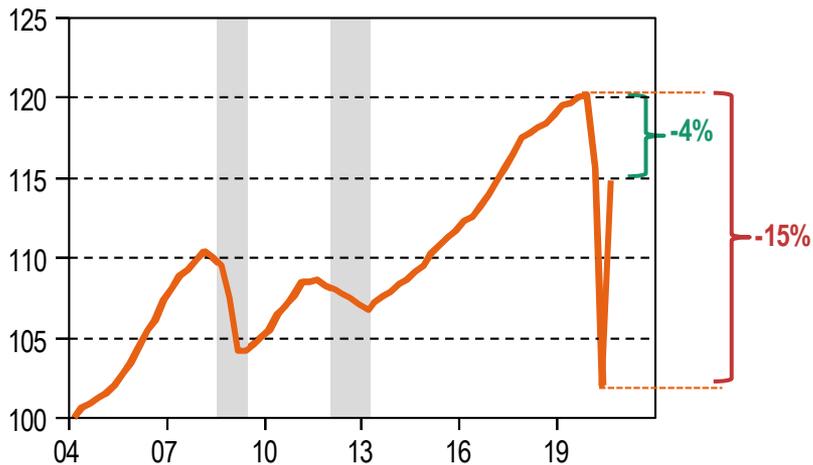
**Le Parlement a approuvé  
le Budget européen et un  
plan de soutien  
ambitieux... mais leur  
mise en œuvre est  
suspendue**

## **4. ZONE EURO**

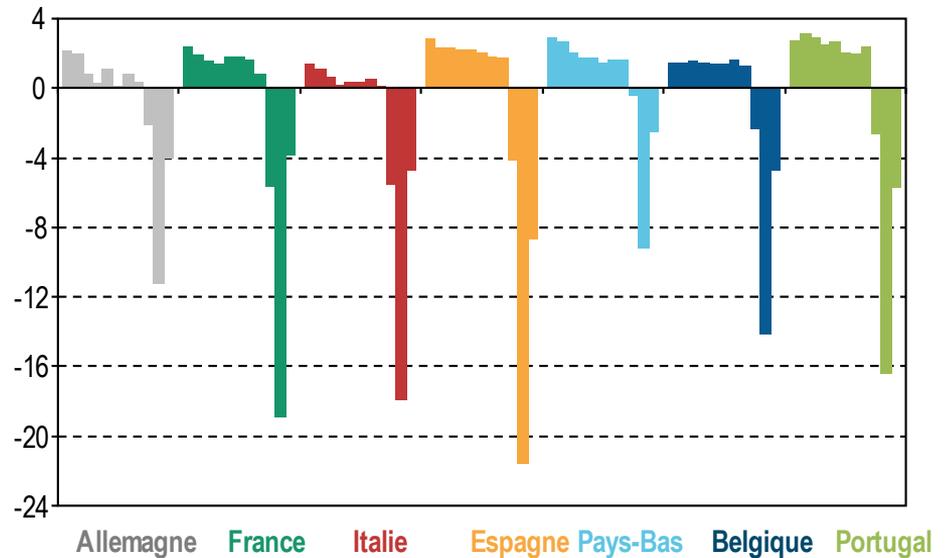
### **Une reprise menacée par la « seconde vague » ?**

# Comme aux États-Unis, l'économie a rebondi au troisième trimestre

## PIB de la zone euro (2004 = 100, volume)

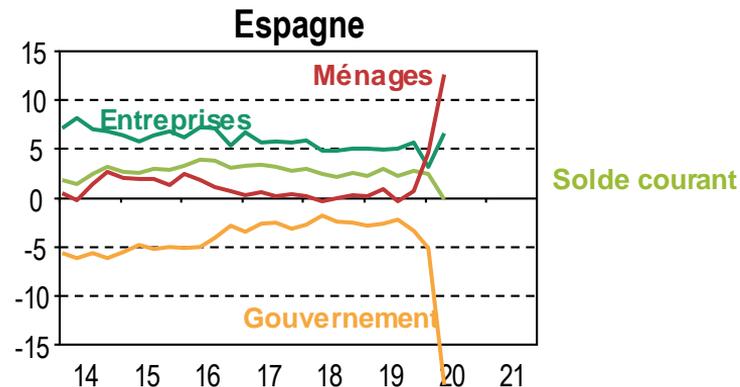
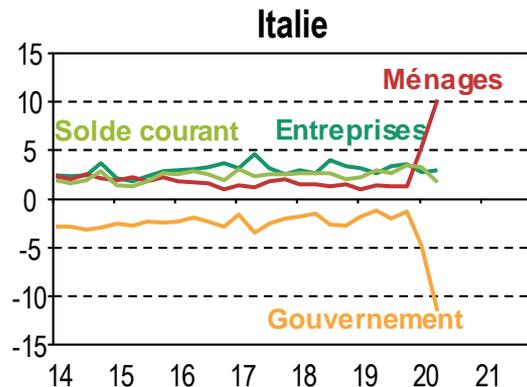
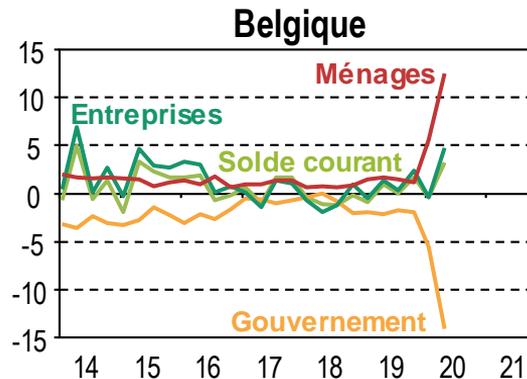
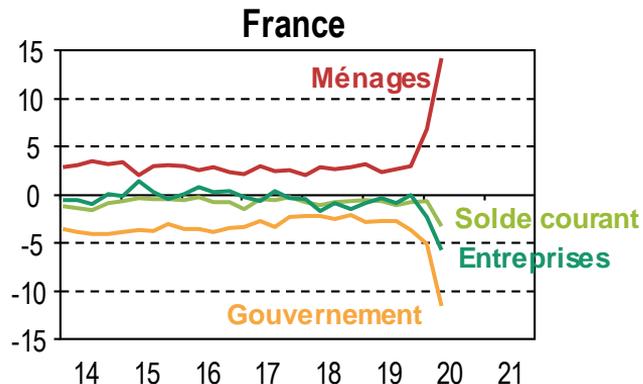
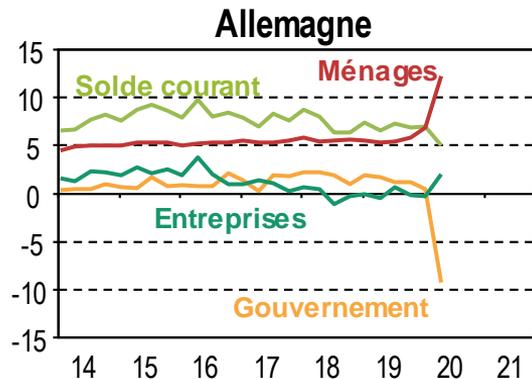


## Croissance du PIB (% glissement annuel, volume)



# Comme aux Etats-Unis, des déficits publics massifs ont fait face à la hausse brutale de l'épargne privée

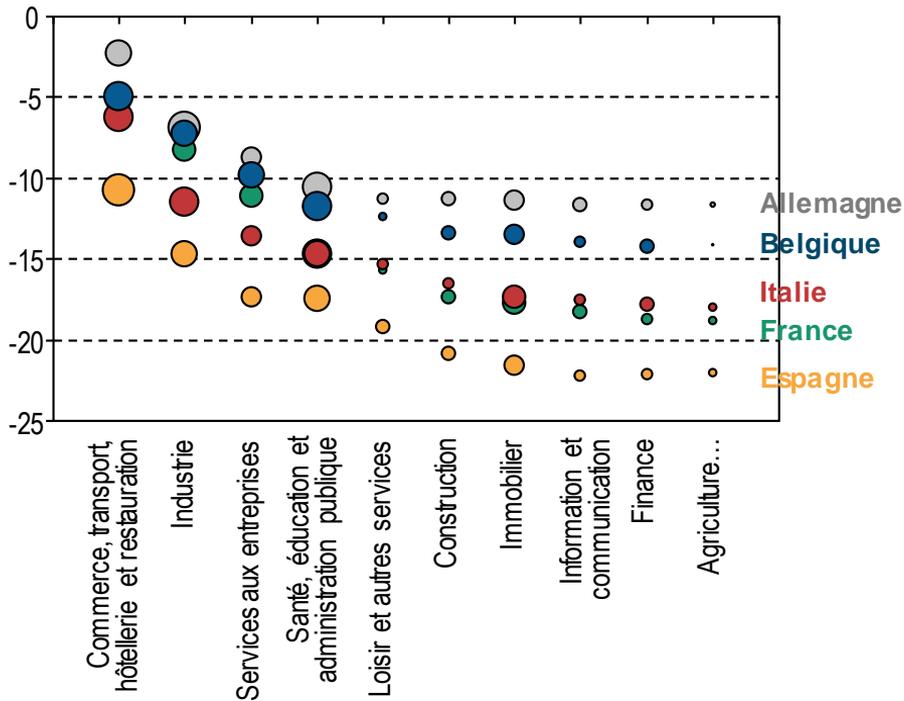
Capacités (+) ou besoins (-) de financement  
(% du PIB)



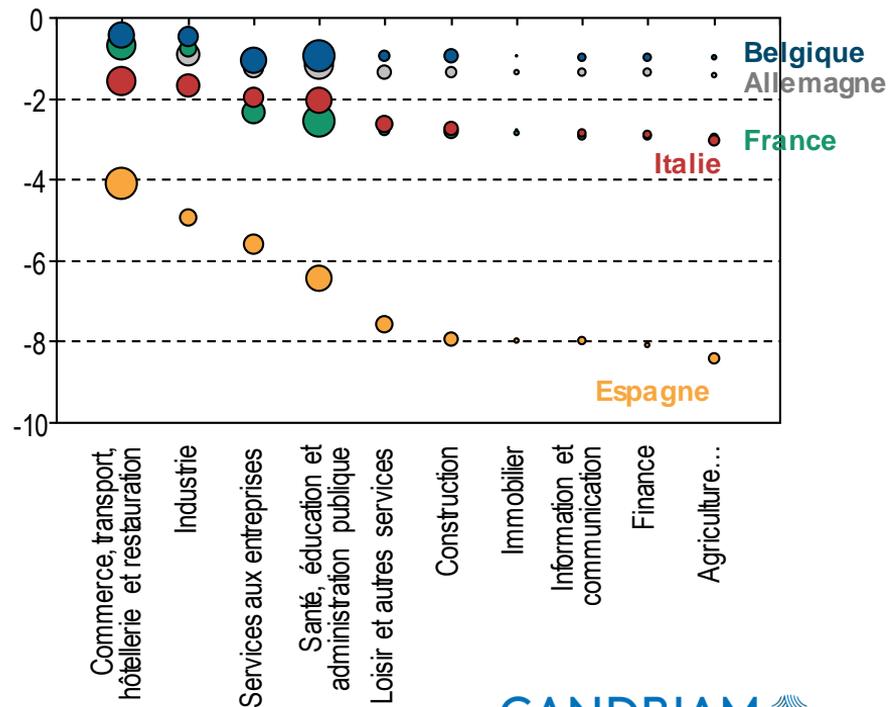
# A l'intérieur de la zone, le choc sur l'emploi est loin d'avoir été, partout, le même

## Contributions cumulées par secteur (% 2020T2 par rapport à 2019T4)

### Contributions à la croissance



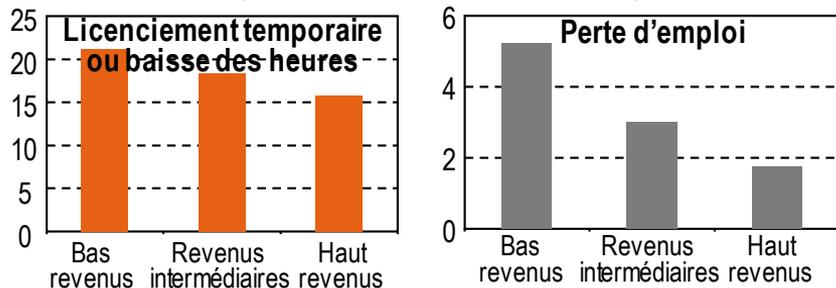
### Contributions à l'emploi



# Les salariés les moins qualifiés ont été les plus touchés... dans les pays du Sud en particulier

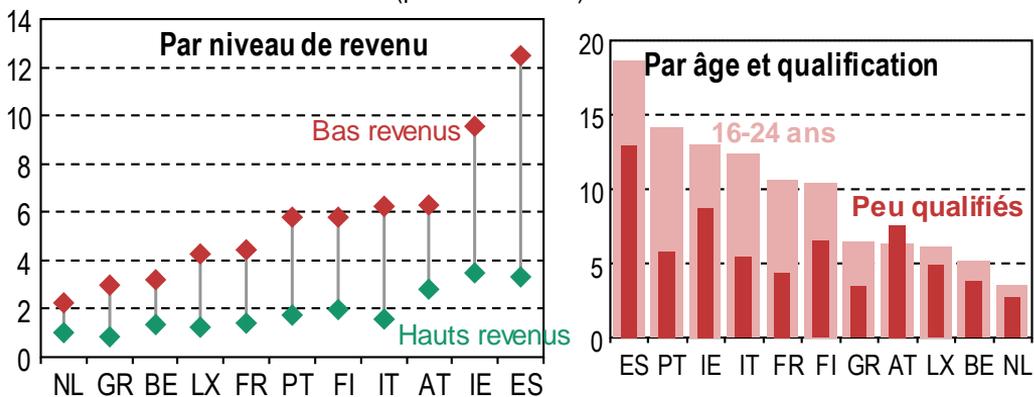
## Risque de baisse du temps de travail ou de perte d'emploi

(Union Européenne, probabilité en %)



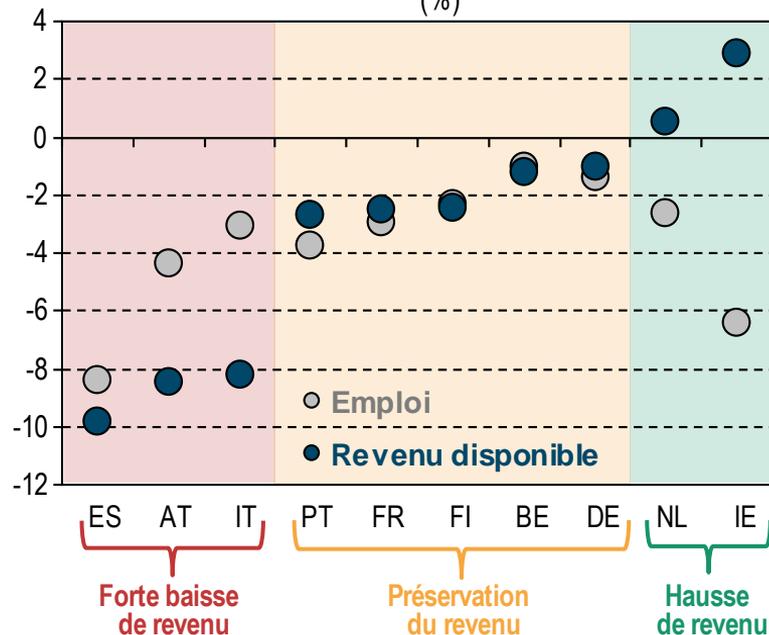
## Risque de perte d'emploi par pays

(probabilité en %)



## Évolution du revenu disponible et de l'emploi entre 2019T4 et 2020T2

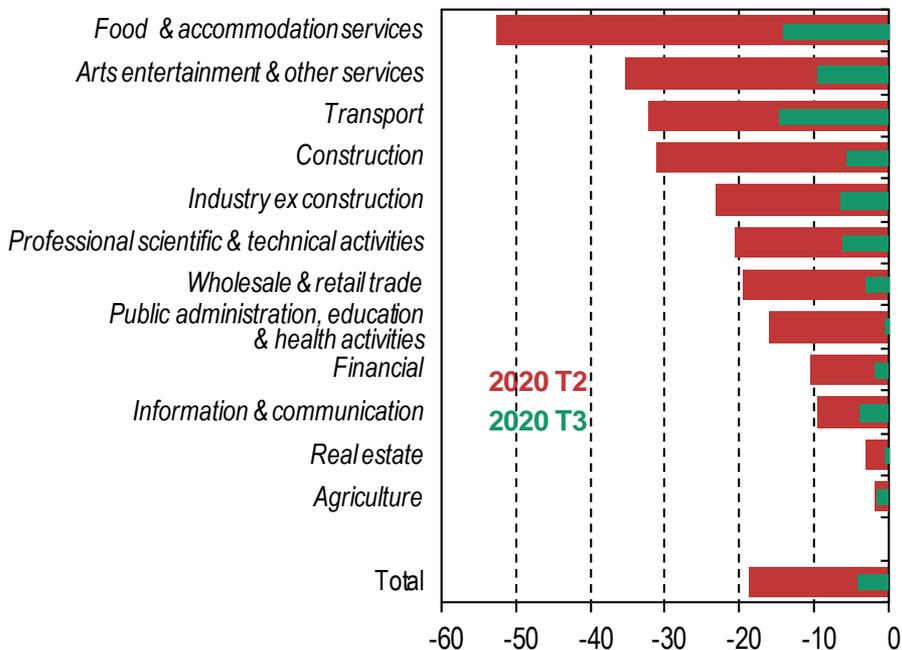
(%)



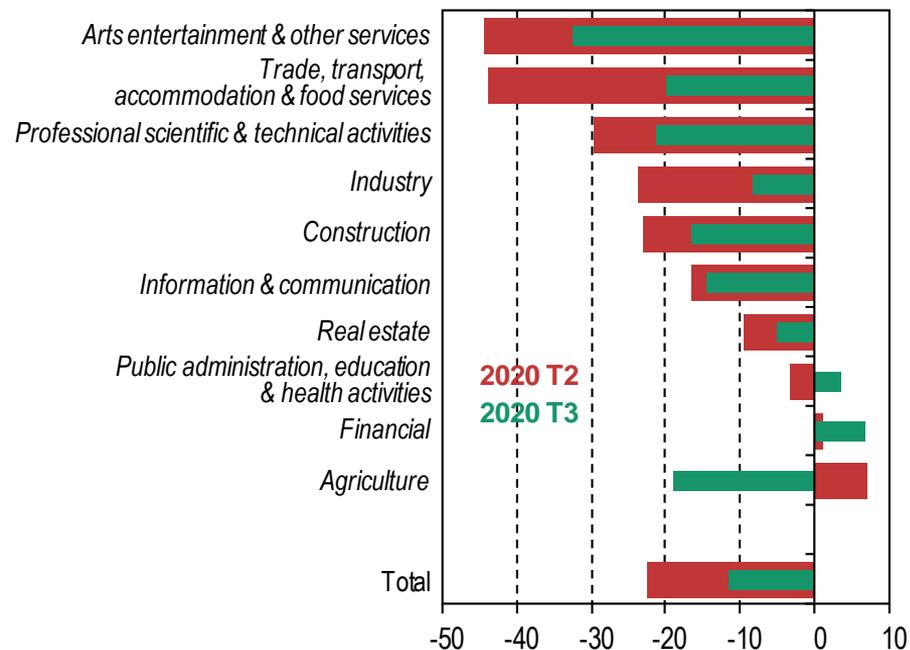
# A la fin du troisième trimestre, l'activité était loin d'être revenue à la normale dans les secteurs les plus affectés... en Espagne notamment

## Valeur ajoutée par secteur (%, variation depuis T4 2019)

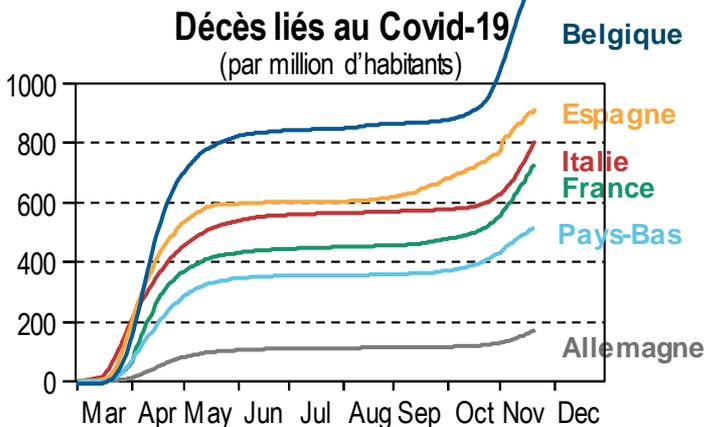
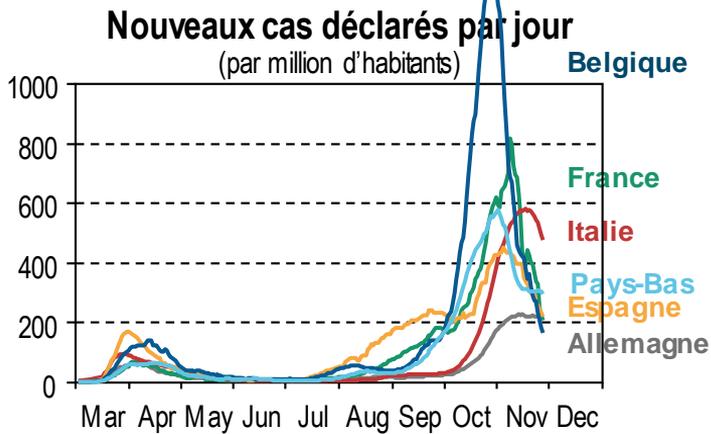
### France



### Espagne

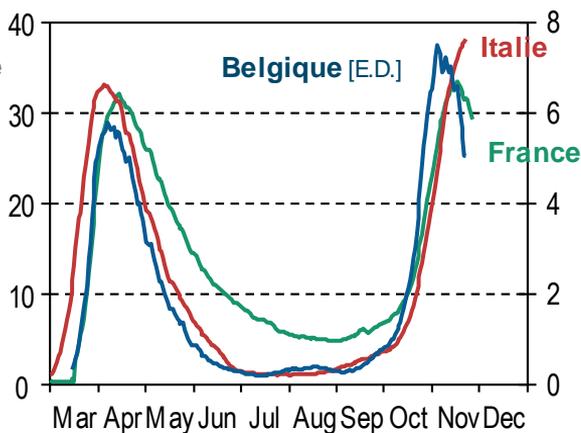


# La reprise de l'épidémie depuis début octobre...



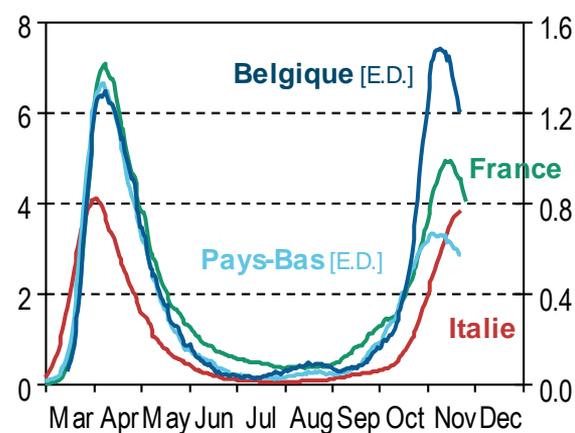
### Hospitalisations en cours

(milliers)



### Lits de soins intensifs occupés

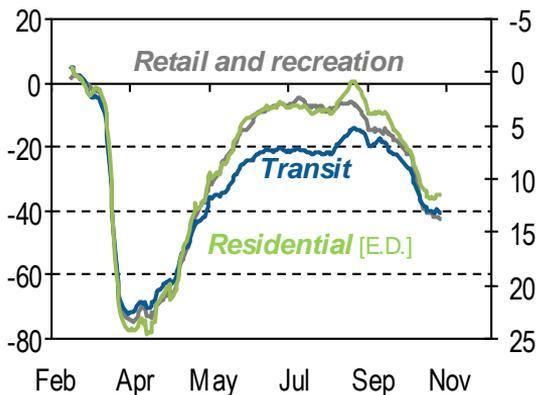
(milliers)



## ... a de nouveau freiné l'activité

### Google mobility trend dans la zone euro\*

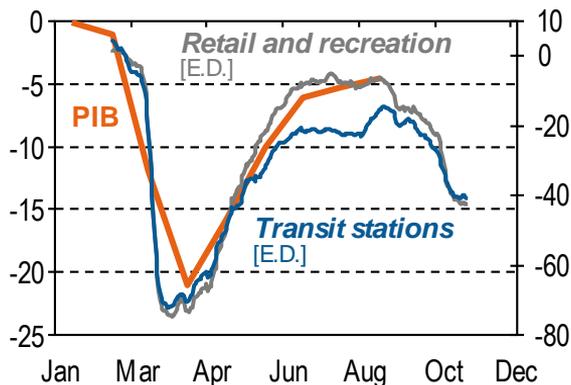
(% écart à la normale, lissage sur 7 jours)



(\*) Calculé sur les 11 plus gros pays de la zone euro

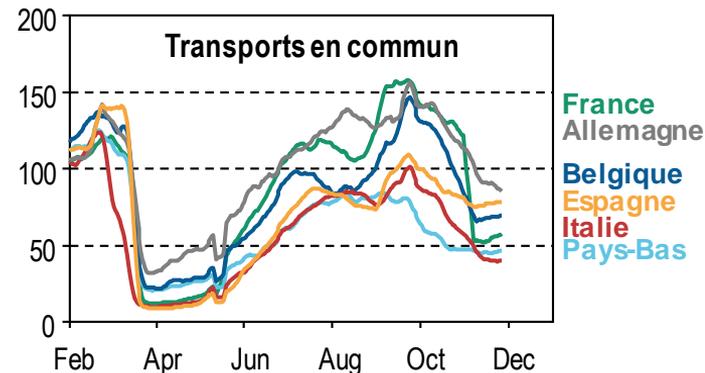
### PIB réel en écart à la tendance de référence

(%)



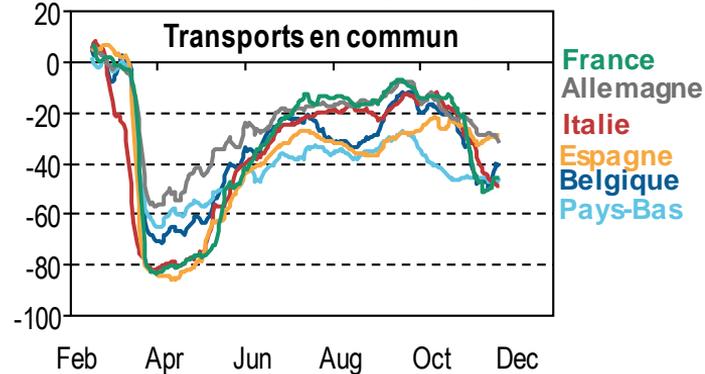
### Apple mobility trends

(demandes d'itinéraires, 13 janvier = 100, lissage sur 7 jours)



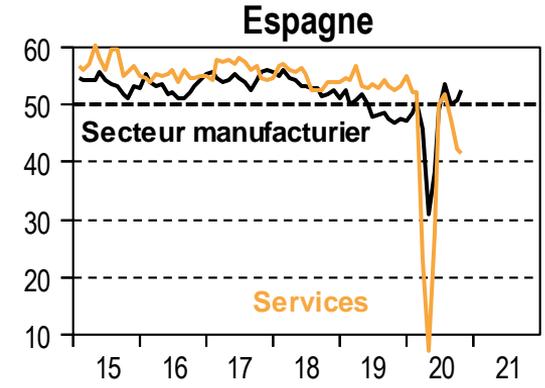
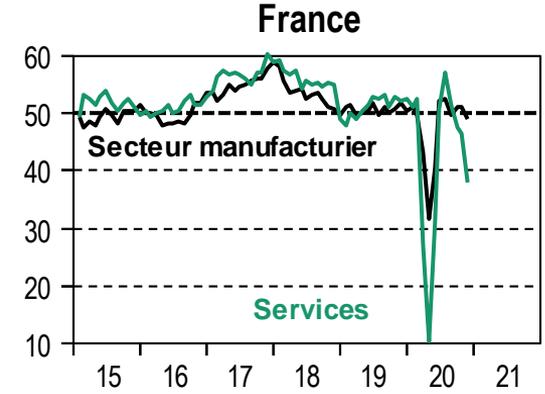
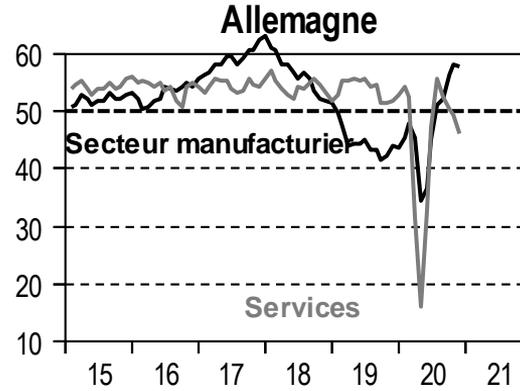
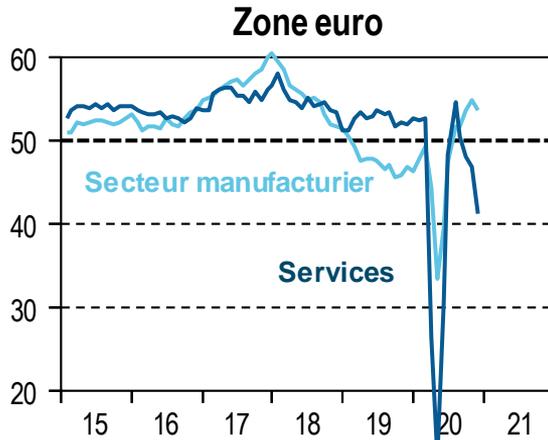
### Google transit stations

(% écart à la normale, lissage sur 7 jours)

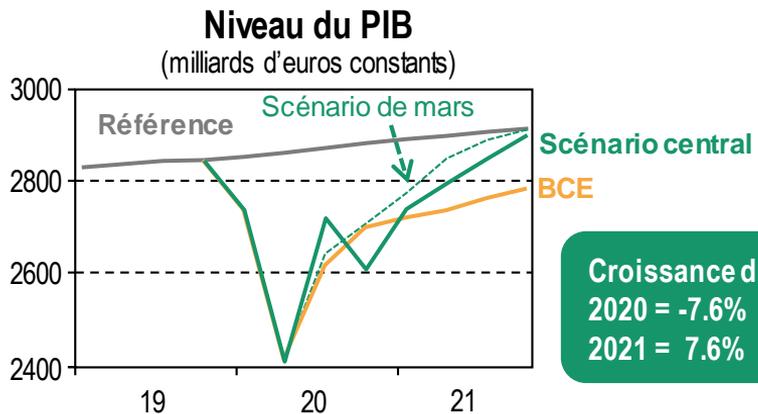


# En novembre les PMI ont rechuté dans le secteur des services

## Indices PMI

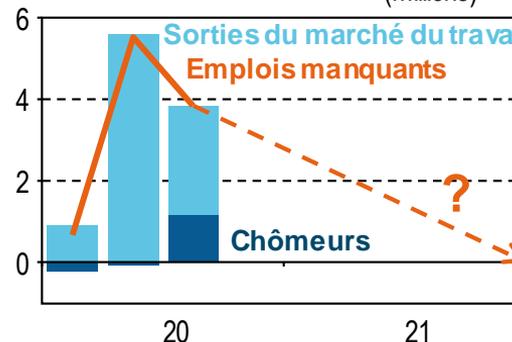


# Comme aux États-Unis toutefois, la perspective d'une vaccination progressive rend possible un scénario de retour du PIB sur sa tendance de long terme à fin 2021



### Emplois manquants par rapport à la « normale »

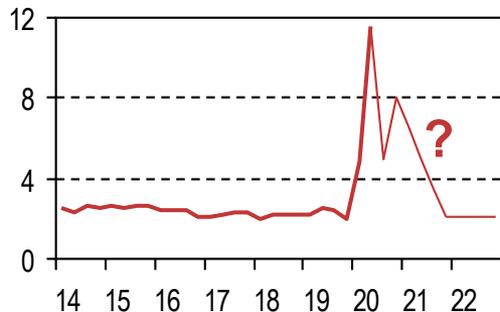
(millions)



Compte tenu de la forte progression des travailleurs sortis de la population active, 3,9 millions d'emplois doivent être créés pour revenir à 7.4% de chômage fin 2021.

### Épargne financière des ménages

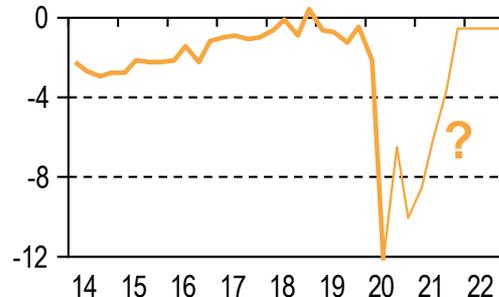
(% du PIB)



**Épargne financière**  
(% du PIB)  
2020 = 7.2%  
2021 = 4.3%  
2022 = 2.1%

### Solde budgétaire

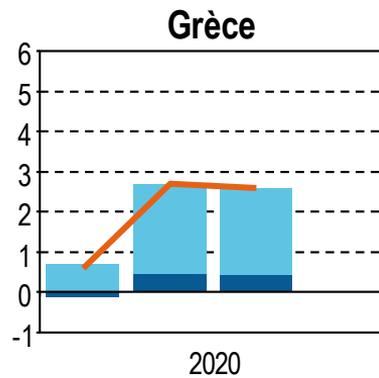
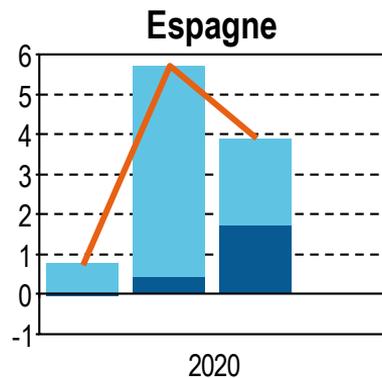
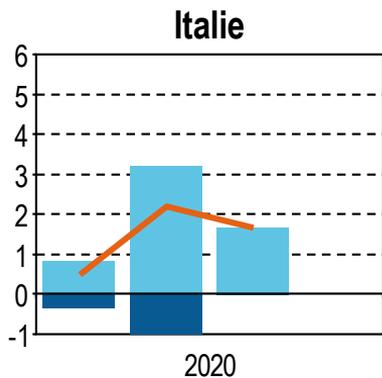
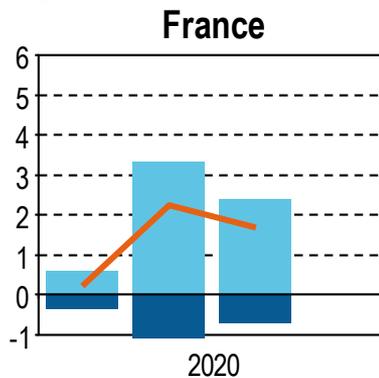
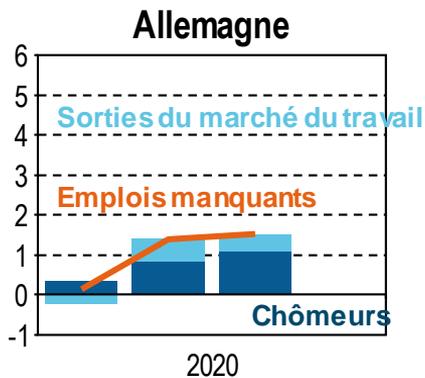
(% du PIB)



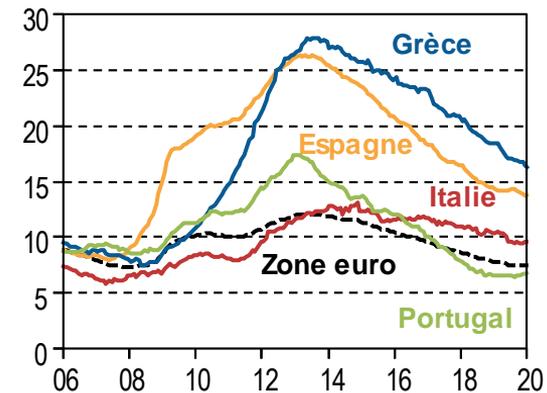
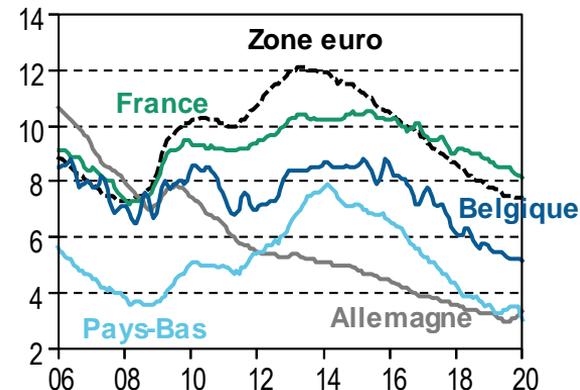
**Solde budgétaire**  
(% du PIB)  
2020 = -7.6%  
2021 = -4.7%  
2022 = -0.5%

# L'effet de la crise sur le marché du travail va toutefois être marqué notamment dans des pays du Sud où le chômage était déjà élevé

## Emplois manquants par rapport à la « normale » (% de la population en âge de travailler)



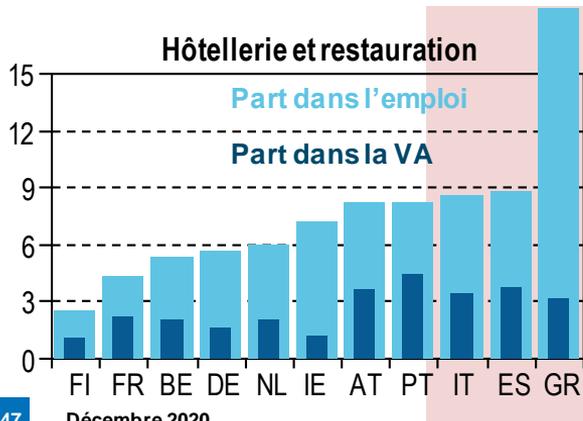
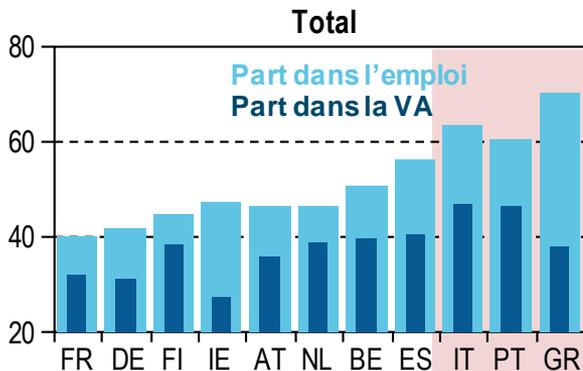
## Taux de chômage (%)



# Cette crise affecte en particulier les petites entreprises et les travailleurs les moins qualifiés... nombreux dans les pays du Sud

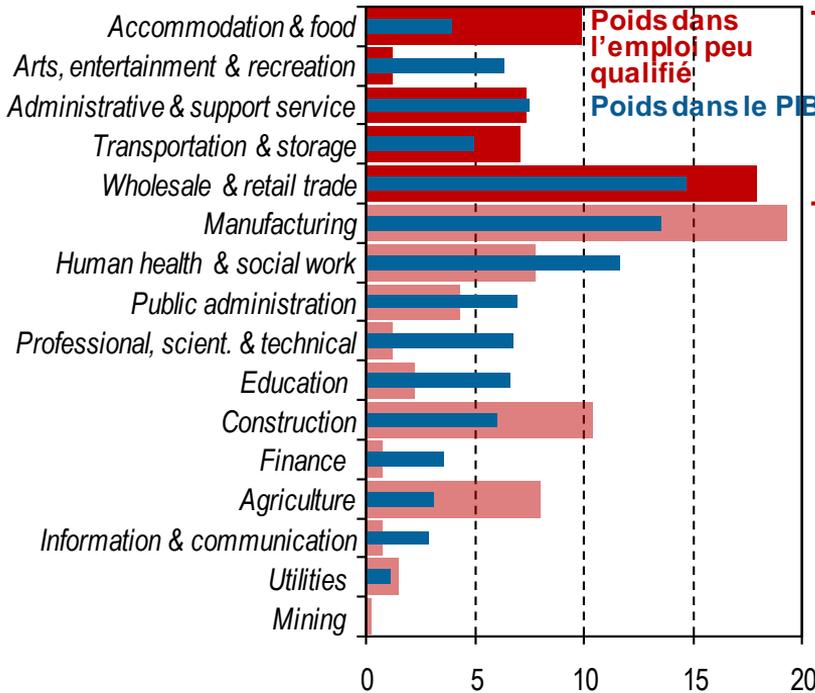
## Part des petites entreprises

(< 50 salariés, % du total hors secteur financier, 2018)



## Poids des secteurs dans le PIB et dans l'emploi peu qualifié

(%, zone euro, 2018)

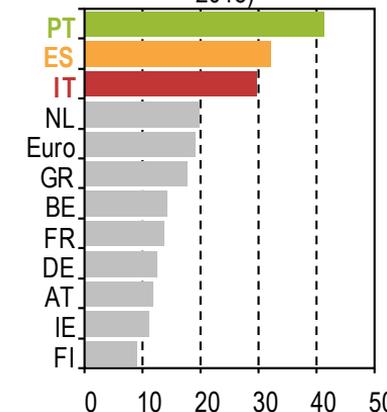


### Secteurs les plus affectés

27% du PIB  
34% de l'emploi  
47% de l'emploi peu qualifié

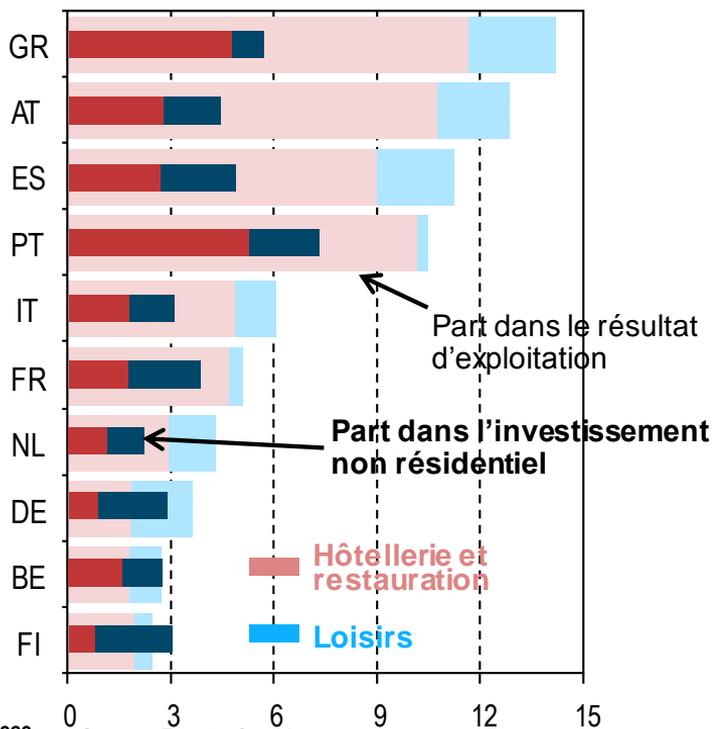
Part des emplois occupés par des personnes n'ayant pas été au-delà du collège

(% de l'emploi de chaque pays, 2018)

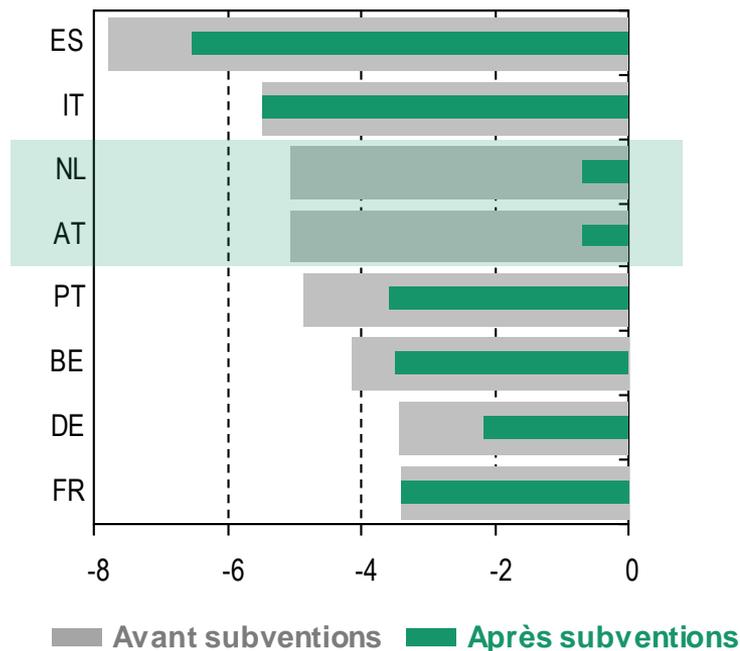


# Le poids dans l'investissement des secteurs les plus choqués est relativement faible, mais dans beaucoup de pays le soutien aux entreprises a été modeste...

**Part des secteurs les plus affectés dans le résultat d'exploitation et dans l'investissement**  
(total de l'économie, %)



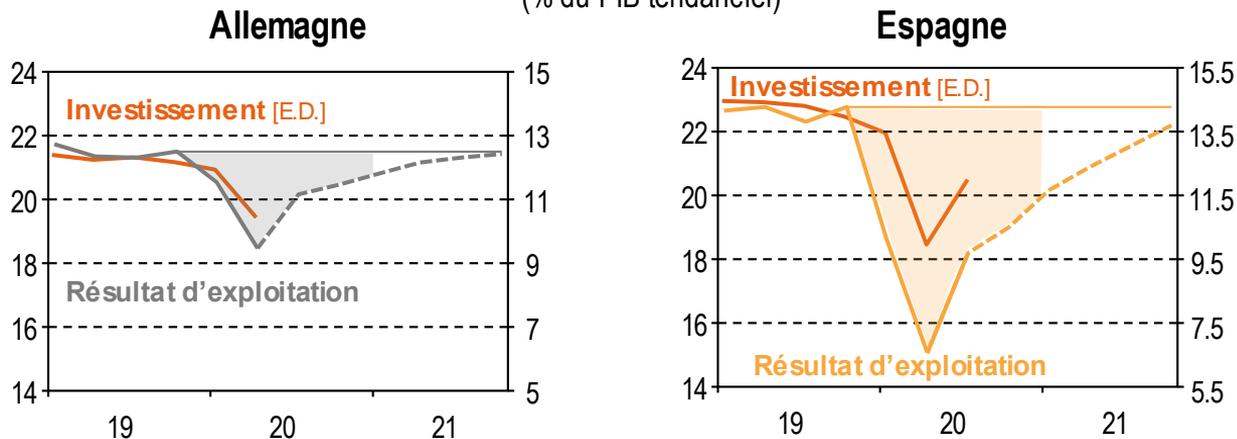
**Pertes de résultat d'exploitation avant et après subventions**  
(% du PIB tendanciel)



... et dans les pays les plus touchés le risque d'une contraction de l'investissement est réel

## Résultat d'exploitation et investissement des sociétés non financières

(% du PIB tendanciel)



Perte de résultat d'exploitation  
en % de l'investissement brut de référence

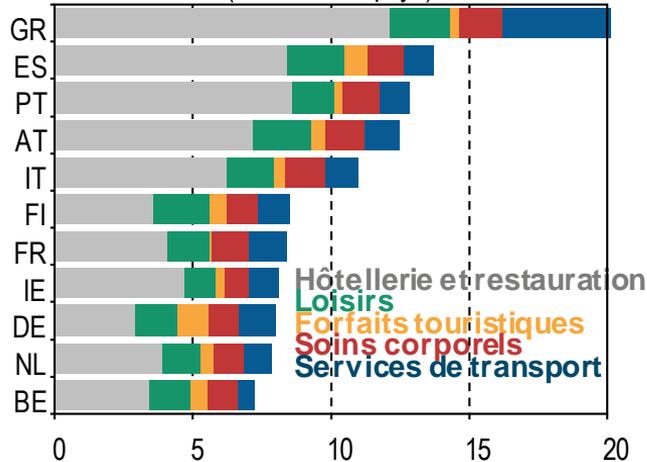
Allemagne		Espagne	
2020	2021	2020	2021
13	3	36	11

# Au total, certains pays de la zone euro pourraient avoir du mal à retrouver dès la fin de l'an prochain leur trajectoire de croissance antérieure

## Effet sur la demande d'une distanciation sociale qui se prolongerait

### Consommation par produits

(% du PIB du pays)



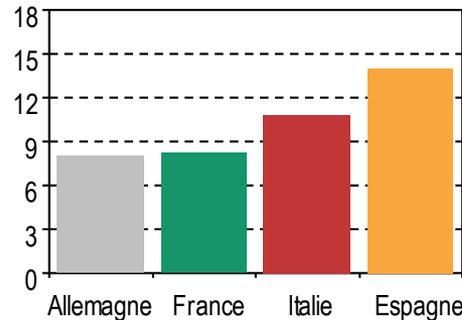
La demande de certains services peut être lente à revenir à la normale : une baisse de 10% de la consommation des services affectés par la distanciation sociale retirerait deux point à la croissance de la Grèce et plus d'un point à celle de l'Espagne, du Portugal, de l'Autriche et de l'Italie.

## Effet sur l'offre des faillites provoquées par la chute de l'activité

Selon une étude de la BCE, la chute d'activité risque d'entraîner la faillite des entreprises les plus vulnérables. Tant que la main d'œuvre « libérée » par ces faillites ne sera pas réemployée et que d'autres entreprises ne se seront pas développées, le potentiel de l'économie s'en trouvera affecté.

### Emploi à risque\*

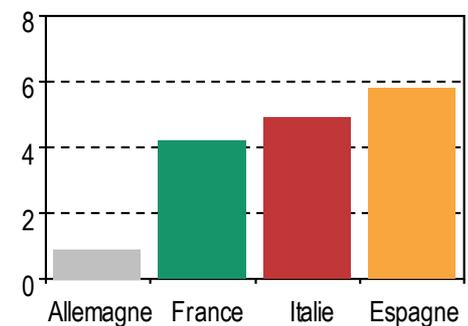
(% de l'emploi de sociétés non financières)



(\*) Nombre total d'employés travaillant dans des entreprises à risque de faillite (définies comme des entreprises ayant un fonds de roulement négatif et un endettement élevé) en pourcentage de l'effectif des sociétés non financières.

### Stock de capital à risque\*\*

(% du stock de capital)

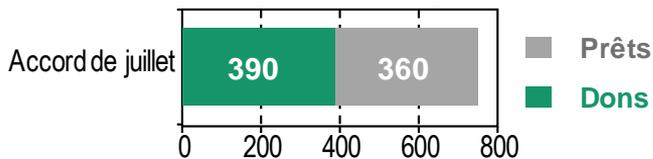


(\*\*) En supposant que 40 % du capital est mis au rebut lorsque les entreprises font faillite.

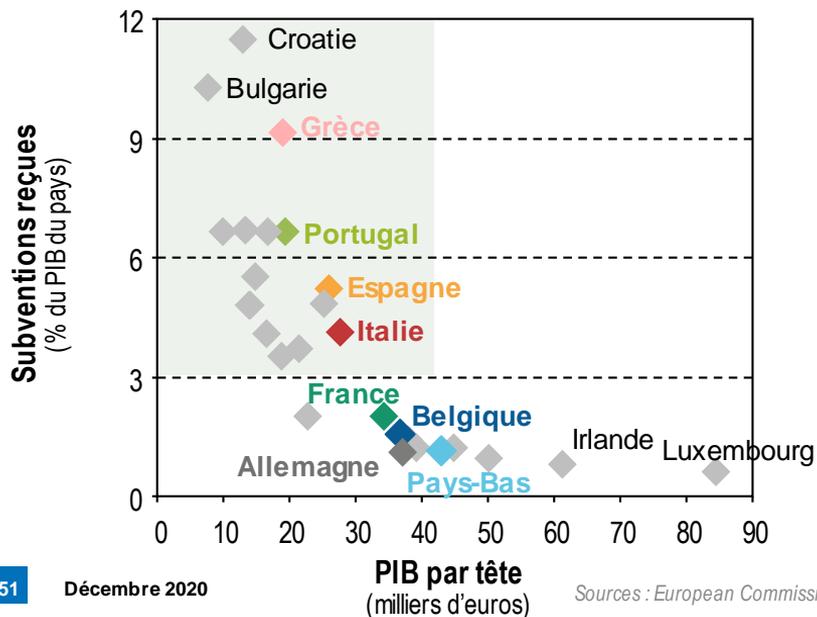
# Les fonds de *Next Generation EU* devrait aider les pays les plus touchés, mais leur déboursement va s'étaler sur plusieurs années

## Plan d'aide européen *Next Generation EU*

(milliards d'euros)

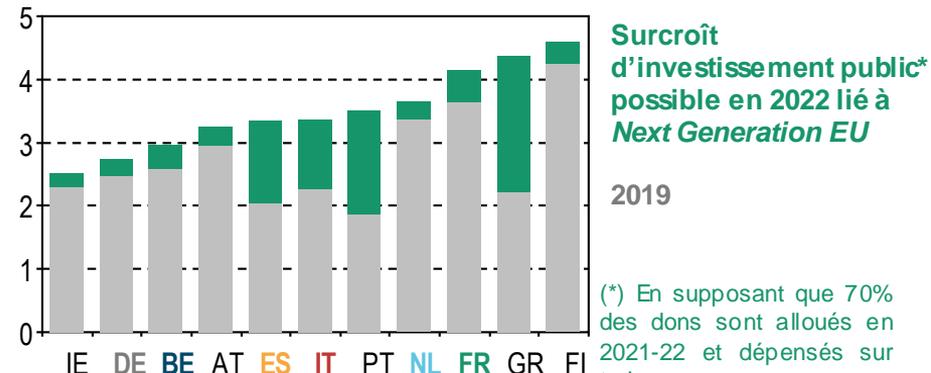
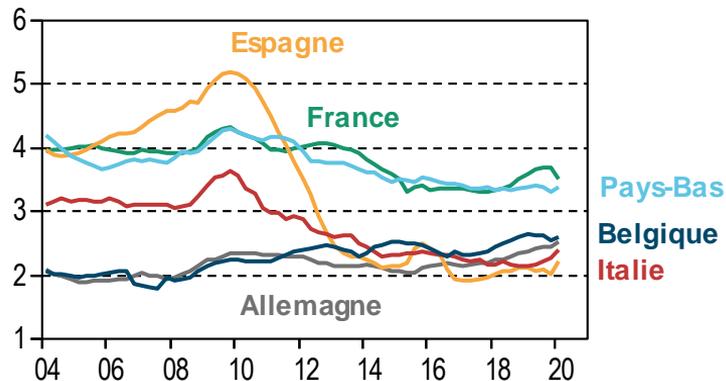


## Qui recevra les 390 milliards de subventions ?



## Investissement public brut

(% du PIB)



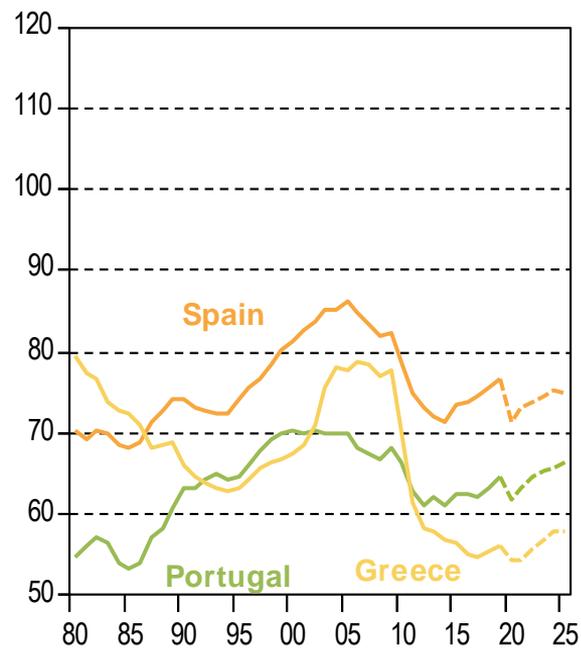
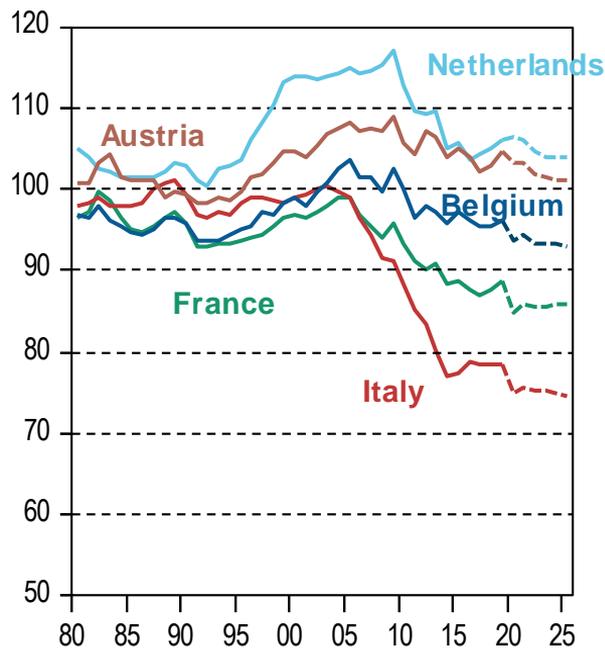
(\* En supposant que 70% des dons sont alloués en 2021-22 et dépensés sur trois ans.

Sources : European Commission, Refinitiv Datastream, Candriam

# La crise risque ainsi d'aggraver encore les écarts de niveaux de vie entre pays de la zone euro

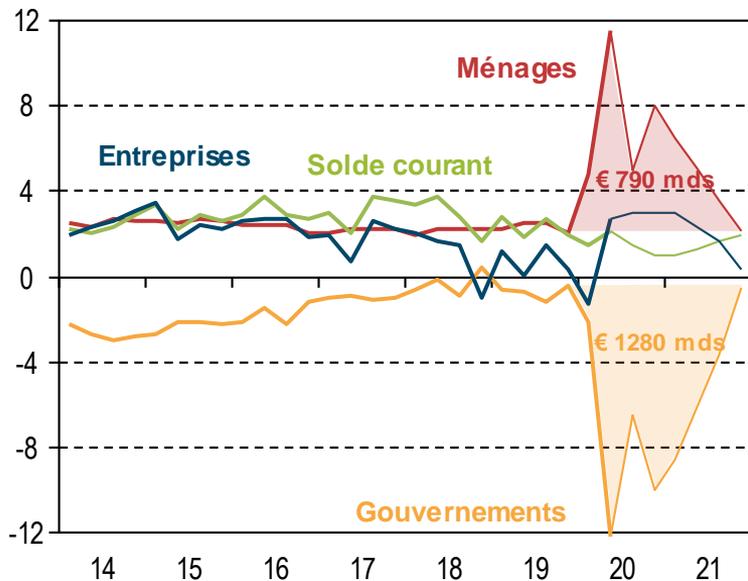
## PIB par tête par rapport à l'Allemagne

(\$ de PPA, prévisions du FMI)



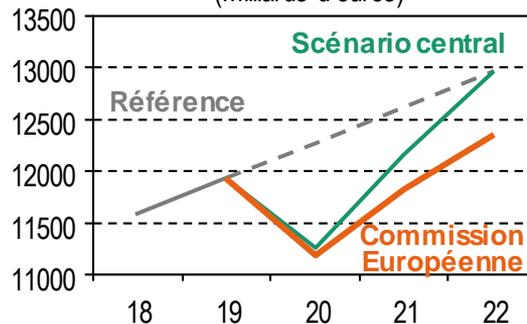
# Un surcroît d'endettement public va devoir être financé et l'épargne qui en est la contrepartie va devoir être mobilisée

Capacités (+) ou besoins (-) de financement par secteur (% du PIB)



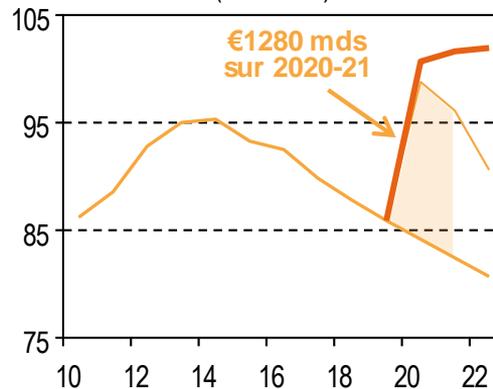
## PIB nominal

(milliards d'euros)



## Dette des gouvernements de la zone euro

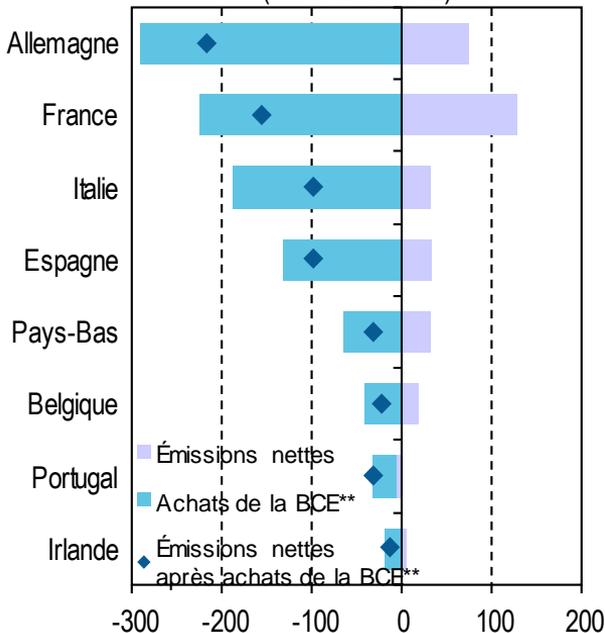
(% du PIB)



**Commission Européenne**  
(€1600 mds de dette supplémentaire d'ici fin 2021 et 2100 mds d'ici fin 2022)

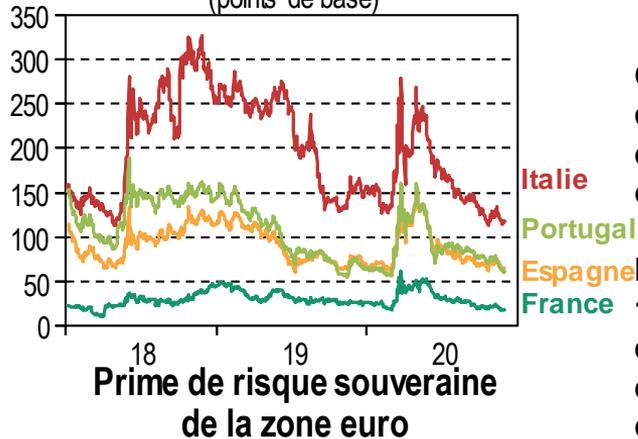
# La BCE va largement y contribuer!

**Émissions nettes de titres publics et achats de la BCE\*\* en 2021**  
(milliards d'euros)

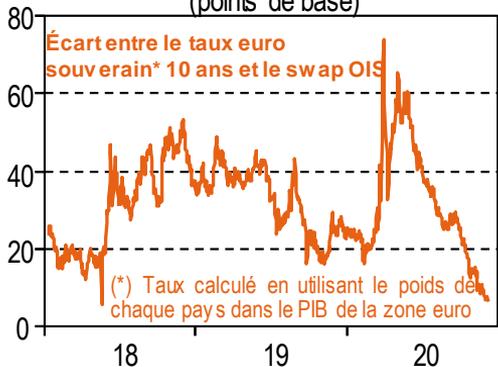


(\*\*) En supposant que les achats d'obligations d'État via l'APP s'élèvent en moyenne à 15 milliards d'euros par mois et 500 milliards d'euros supplémentaires pour le PEPP en 2021.

**Écart de taux 10 ans avec l'Allemagne**  
(points de base)



**Prime de risque souverain de la zone euro**  
(points de base)



## Principales mesures déjà prises par la BCE

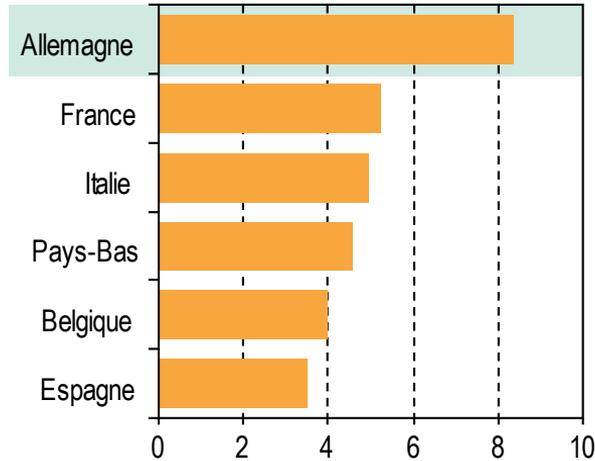
**Opérations de refinancement ciblées (TLTROs)** à des taux d'intérêt allant de -0.5% à -1.0% entre juin 2020 et juin 2021.

**Hausse des achats nets d'actifs de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année** (en plus des 20 milliards d'euros par mois prévus avant la crise).

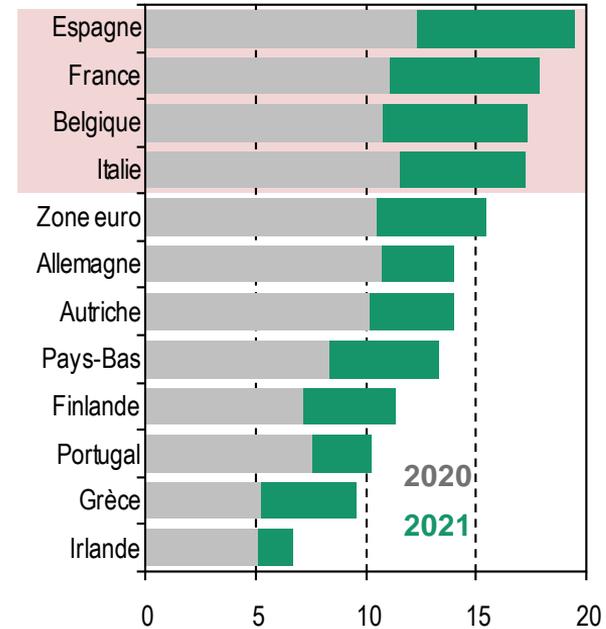
**Lancement d'un nouveau programme d'achats de titres (Pandemic Emergency Purchase Programme ou PEPP) de 1350 milliards d'euros.** Ce programme est flexible : sa taille, sa durée et sa composition peuvent être ajustées.

# La crise n'en va pas moins dégrader sérieusement la trajectoire financière des États les plus endettés

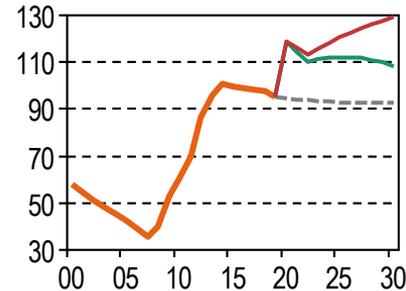
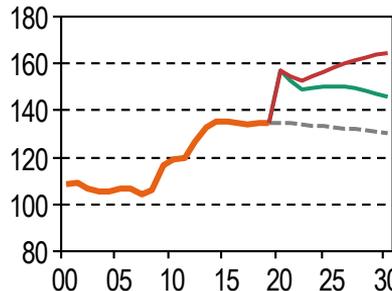
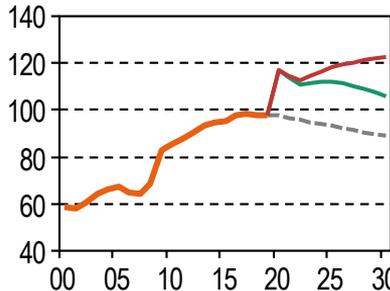
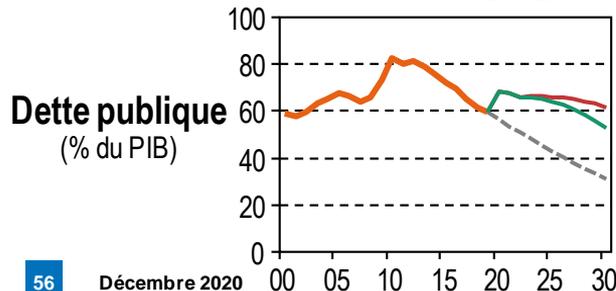
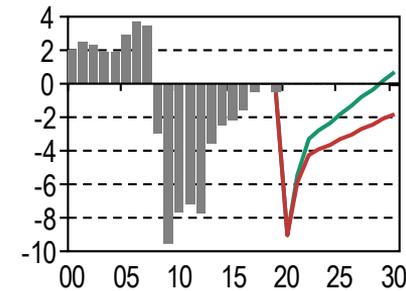
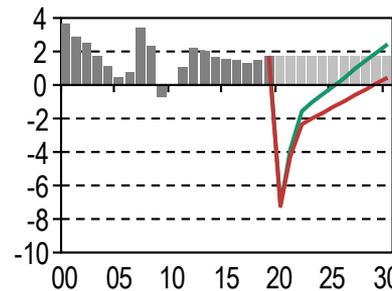
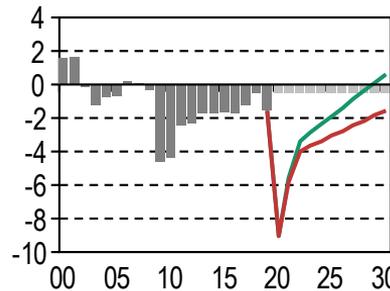
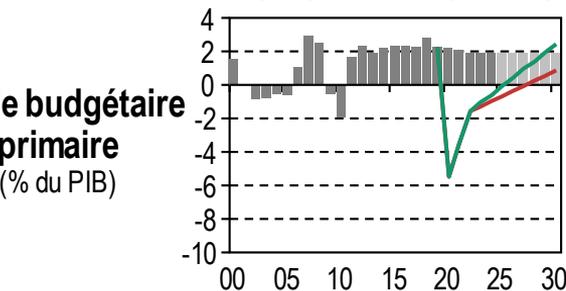
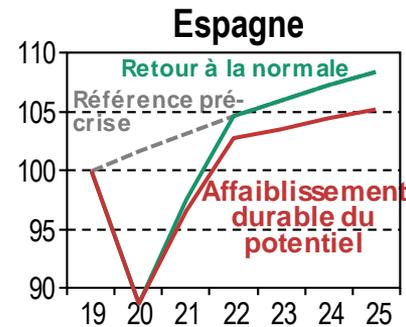
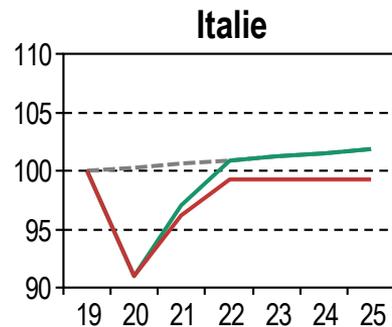
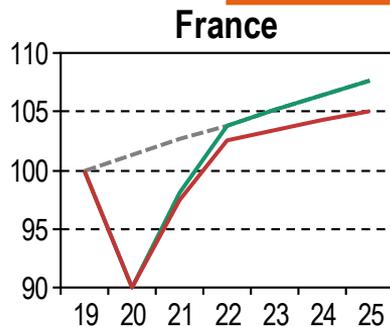
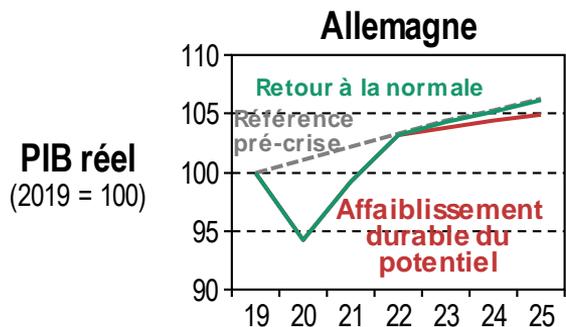
## Soutien budgétaire décidé depuis mars 2020 (% du PIB)



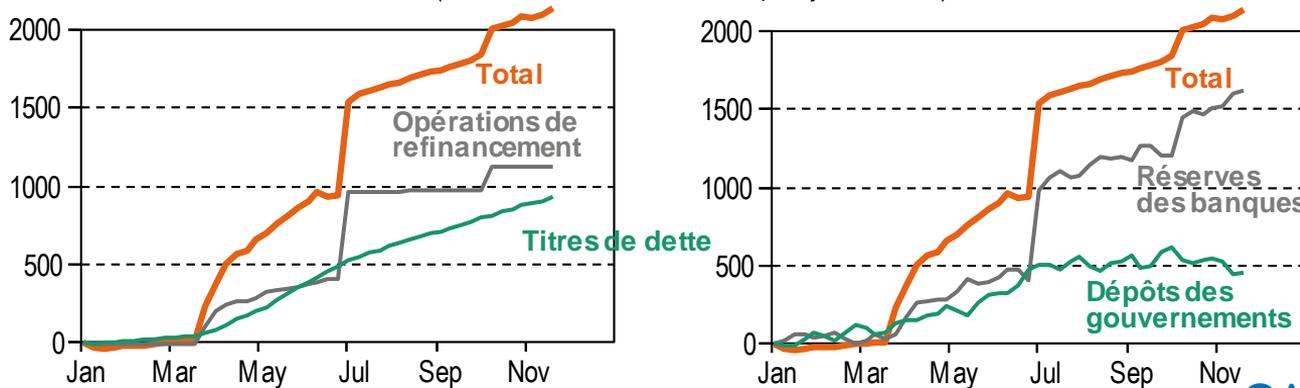
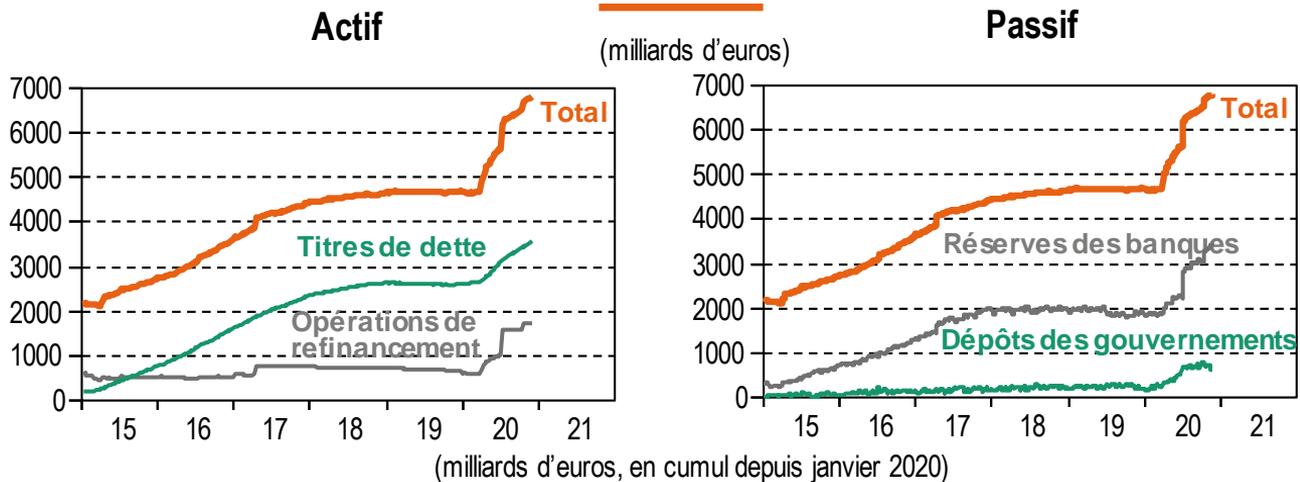
## Hausse de la dette publique par pays (% du PIB de 2019)



# A terme, les pays de l'euro risquent d'être forcés d'aller plus avant en matière de solidarité financière

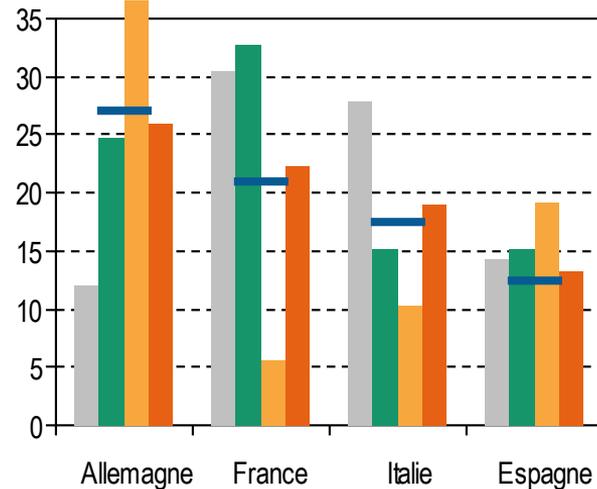
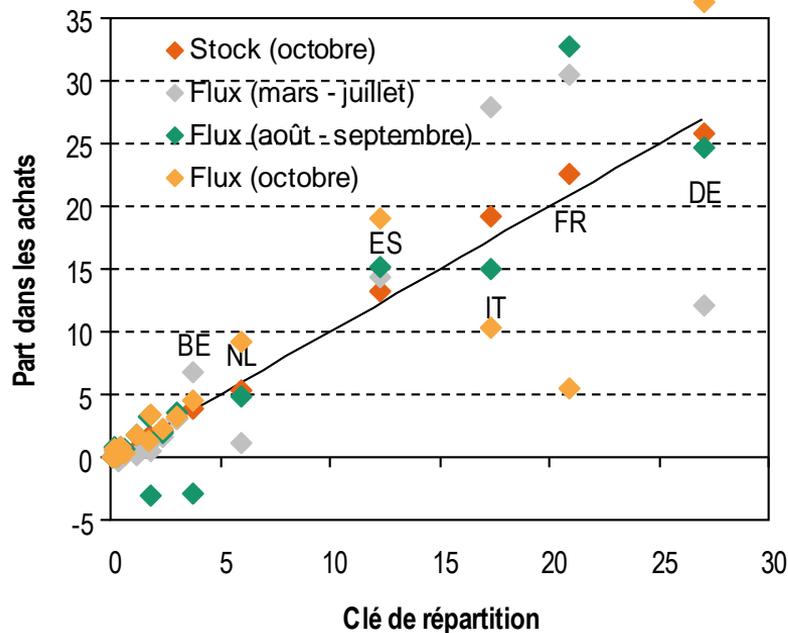


# Memo : bilan de la BCE



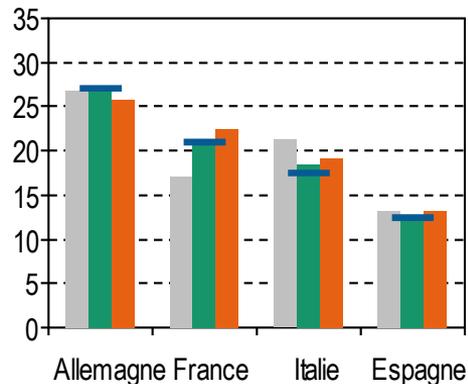
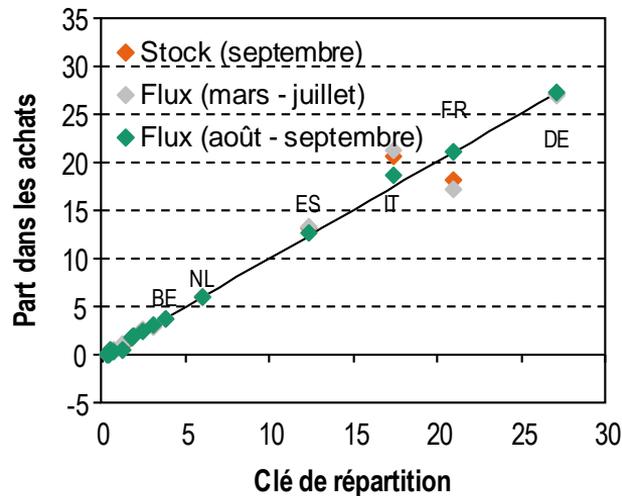
# Memo : programme d'achat de titres publics (PSPP) de la BCE

## Programme d'achat de titres publics



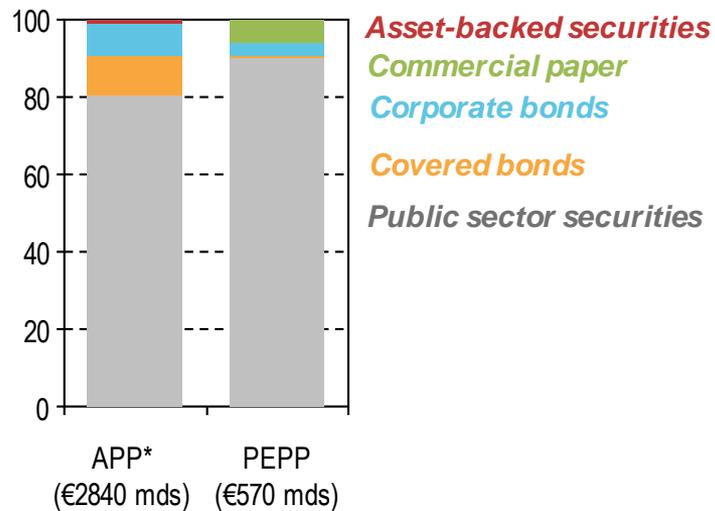
# Memo : le *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) de la BCE

## *Pandemic Emergency Purchase Program*



- Stock (septembre)
- Flux (mars - juillet)
- Flux (août - septembre)
- Clé de répartition

## Composition du PEPP et des autres programmes d'achats de la BCE (%, à fin septembre 2020)

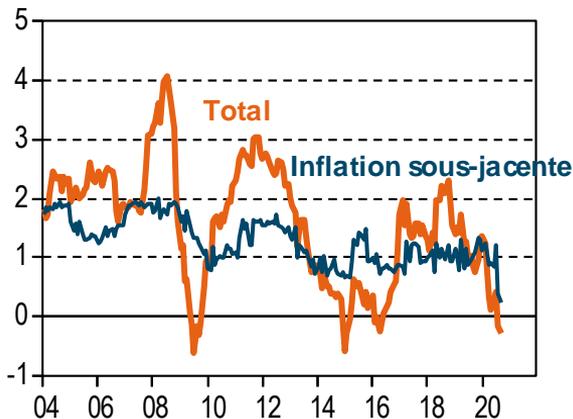


(\*) *Asset Purchase Programs*

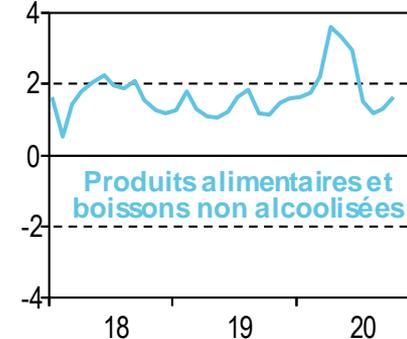
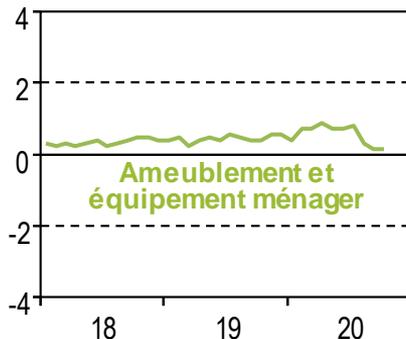
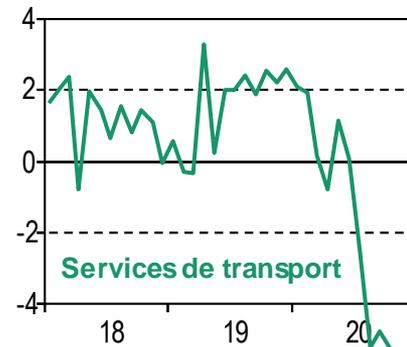
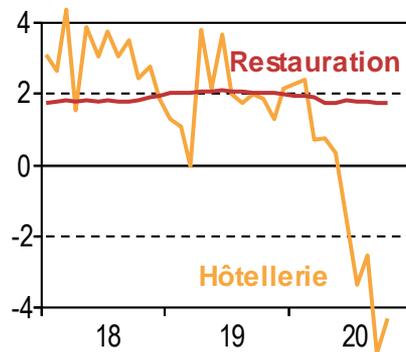
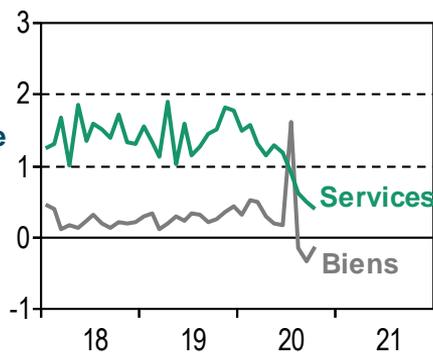
# Memo : prix à la consommation dans la zone euro

## Indice des prix à la consommation

(% glissement annuel)

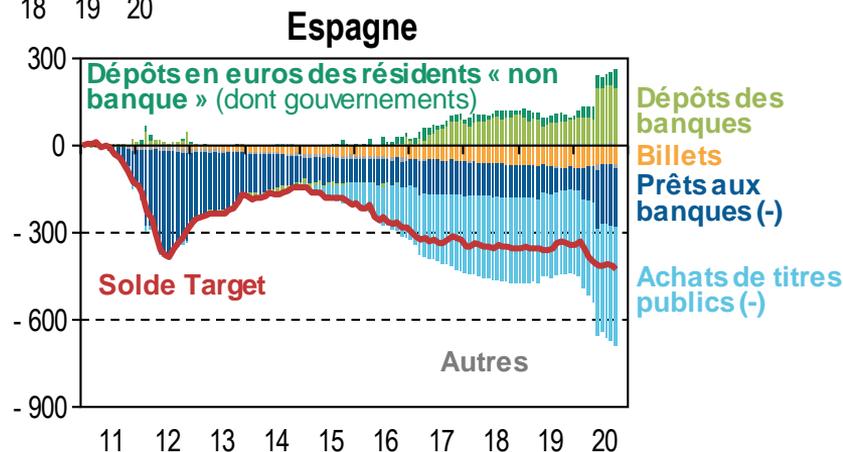
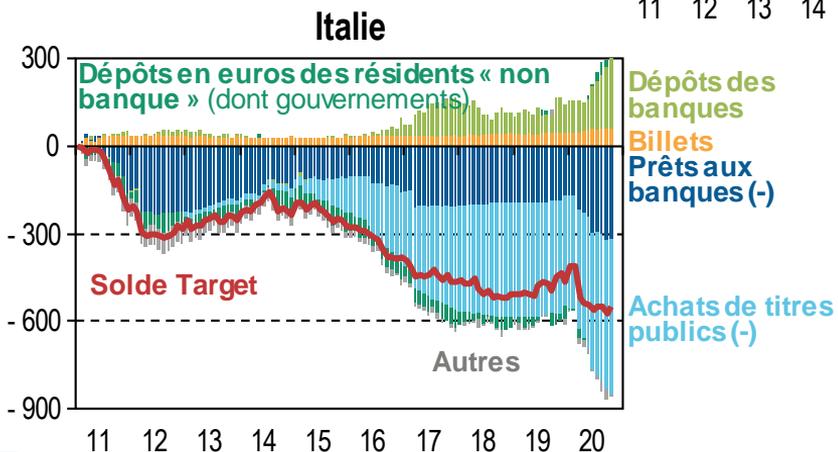
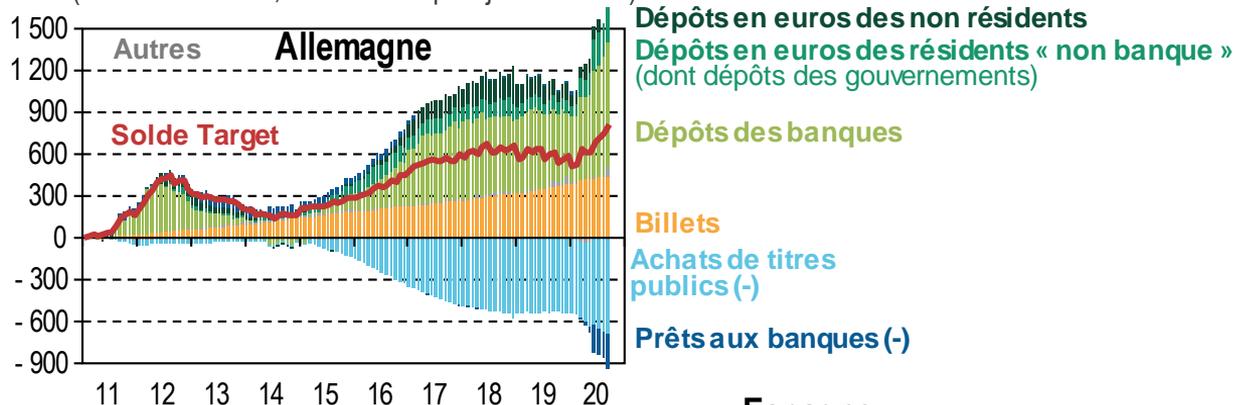


## Inflation sous-jacente



# Memo : bilan des banques centrales nationales et contributions aux soldes Target

(milliards d'euros, en cumul depuis janvier 2011)



**Ce document est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse.** Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

**Attention :** les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 36, §1 du règlement délégué (UE) 2017/565. Candriam précise que l'information n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales promouvant l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

**Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site [www.candriam.com](http://www.candriam.com) les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds.** Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.

**Informations spécifiques à l'attention des investisseurs suisses** : le représentant désigné et agent payeur en Suisse est RBC Investors Services Bank S.A., EschsurAlzette, succursale de Zurich, Bleicherweg 7, CH8027 Zurich. Le prospectus, le document d'information clé pour l'investisseur, les statuts ou cas échéant le règlement de gestion, ainsi que les rapports annuels et semestriels, tous en format papier, sont disponibles gratuitement auprès du représentant et agent payeur en Suisse.

