

# SCENARIOECO

SG Études économiques et sectorielles

## Mise à jour intermédiaire des prévisions

---

- L'épidémie de Covid-19 cause des souffrances et pertes humaines tragiques. De nombreux gouvernements ont imposé des mesures de confinement afin d'aplatir la courbe épidémiologique, éviter la surcharge des systèmes de soins et sauver des vies. Ces mesures ont cependant un coût économique immédiat élevé.
- Bien que l'évaluation du coût de la crise soit un exercice très incertain, avec des inconnues quant à la durée des mesures de confinement, il est clair que leurs conséquences vont au-delà des hypothèses de travail qui sous-tendaient nos prévisions antérieures, ce qui rend nécessaire cette mise à jour intérimaire.
- Pour présenter ces nouvelles prévisions, nous nous appuyons à la fois sur une expertise secteur par secteur et sur une analyse descendante qui tient compte de l'ampleur de la réponse politique économique. De plus, pour refléter l'incertitude actuelle, nous montrons également ce qu'une extension prolongée des mesures de confinement pourrait entraîner.
- Le niveau d'endettement de nombreuses grandes économies était déjà élevé avant la crise actuelle. Comme nombre des pertes induites par la crise vont se transformer en dette future, nous prévoyons un nouvel affaiblissement de la croissance potentielle tendancielle et la poursuite de la répression financière.
- Les grandes banques centrales, et notamment celles dont les devises ont un statut de monnaie de réserve, devraient poursuivre leurs programmes d'achat d'actifs à grande échelle et leurs opérations de soutien à la liquidité. Cette option politique, cependant, n'est pas ouverte à toutes les économies et la marge de manœuvre disponible est devenue un facteur de risque critique pour beaucoup, notamment dans un contexte où la coopération mondiale reste faible. En outre, il semble peu probable que la Chine ait cette fois la marge de manœuvre ou l'appétit pour conduire une relance des investissements de taille similaire à celle observée après 2008/09.
- Les risques pour nos prévisions demeurent orientés à la baisse, d'autant plus que la crise actuelle augmente celui d'un nouveau choc, qu'il soit financier ou géopolitique.

## RÉSUMÉ

---

L'évolution rapide de la crise sanitaire du Covid-19 a rendu obsolètes les hypothèses de travail sur lesquelles nous avons basé notre scénario économique au début de Mars. Nous partageons ainsi de nouvelles prévisions globales avec cette mise à jour intermédiaire et reviendrons avec un scénario complet en juin.

Nos prévisions précédentes prévoyaient un retour à la normale d'ici la fin du T2 2020 et des mesures fortes de soutien à l'économie, à la fois lorsque les mesures de confinement, de fermeture ou de distanciation s'appliquent, et pendant la phase de sortie progressive. Les événements ont depuis invalidé ces hypothèses.

Le Covid-19 a continué à se propager dans le monde entier causant des pertes tragiques de vie humaine et des souffrances. Les gouvernements ont pris des mesures de confinement plus sévères dans le but d'endiguer la crise sanitaire et de sauver des vies. Ces mesures, cependant, ont un coût économique important.

Notre mise à jour intermédiaire fait une nouvelle hypothèse, celle d'un retour à la normale d'ici la fin de 2020, mais cette hypothèse de travail demeure sujette à une incertitude importante. Mais la crise sanitaire pourrait s'aggraver encore, prolongeant ainsi la crise. Reflétant cette incertitude, nous présentons également un scénario alternatif qui retarde d'un quart le retour à des conditions proches de la normale.

D'une part, les avancées médicales pourraient progresser et permettre un retour plus rapide à la normale. Mais d'autre part, la crise sanitaire pourrait s'aggraver encore et prolonger la crise. Reflétant ces incertitudes, nous présentons deux scénarios alternatifs qui, respectivement, raccourcissent et retardent le temps de retour à des conditions proches de la normale; en le réduisant d'un quart dans le scénario «sortie rapide» et en l'augmentant d'un quart dans le scénario «prolongé».

Sur le plan politique, les gouvernements et les banques centrales ont apporté un soutien de grande ampleur en liquidités et par des garanties de crédit. D'importantes mesures ont également été prises pour soutenir les ménages et les entreprises les plus touchés par les effets économiques du confinement. Nous craignons toutefois que le soutien lors de la phase de reprise ne reste encore sous-dimensionné à ce stade. Comme les pertes actuelles seront transformées en dette future, cela pèsera sur le sentier de la croissance potentielle.

Les tableaux ci-dessous résument notre scénario de base, et les graphiques de la page suivante illustrent nos scénarios de base et le scénario « prolongé ». Veuillez noter que notre scénario alternatif ne tient pas compte des risques supplémentaires de baisse, comme une nouvelle série de coronavirus en 2021, des dommages plus durables du côté de l'offre, un échec financier majeur ou une crise géopolitique. En tant que tels, nos deux scénarios s'accompagnent d'un risque de baisse important, notamment à moyen terme.

## PREVISIONS ECONOMIQUES

Croissance réelle du PIB (%)	2019e	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Marchés développés</b>	<b>1.7</b>	<b>-6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>
Etats-Unis	2.3	-6.6	6.1	0.9	1.7
Japon	0.7	-2.3	1.6	0.5	0.5
Royaume-Uni	1.4	-6.8	6.3	0.8	1.0
Euro zone	1.2	-6.8	6.6	0.7	1.2
Allemagne	0.6	-7.3	7.5	0.5	1.3
France	1.3	-5.8	6.0	0.7	1.1
Italie	0.3	-7.7	6.5	0.4	0.7
Espagne	2.0	-7.5	8.1	1.0	1.3
<b>Marchés émergents</b>	<b>3.7</b>	<b>0.7</b>	<b>5.6</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>
Asie	5.1	2.0	6.6	4.7	4.6
Chine	6.1	2.9	7.3	4.8	4.6
Inde	4.5	1.5	5.6	4.5	4.5
Europe Centrale & Orientale	1.9	-2.1	4.0	2.2	2.3
Russie	1.3	-3.0	2.0	1.5	1.5
Turquie	0.2	-4.0	8.5	3.5	3.5
Amérique Latine	1.0	-1.8	4.2	2.6	2.8
Brésil	1.1	-3.5	3.4	2.1	2.4
Moyen-Orient & Asie Centrale	-0.5	-1.0	3.0	2.0	1.8
Afrique	3.2	0.2	4.5	3.0	3.5
<b>Monde</b>	<b>2.9</b>	<b>-2.3</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>

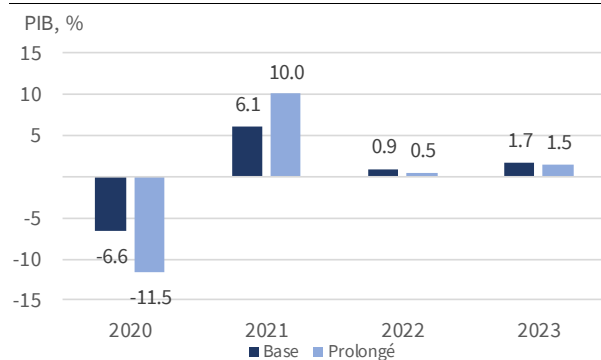
Toutes les moyennes (régionales, classification économique) sont calculées en utilisant des PIB exprimés en parités de pouvoir d'achat (PPA), qui sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays.

<i>fin de période</i>	<b>13-avr</b>	<b>2020f</b>	<b>2021f</b>	<b>2022f</b>	<b>2023f</b>
<b>Taux d'intérêt, %</b>					
<i>États-Unis</i>					
Taux objectif des Fed funds (borne haute)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Emprunts d'État à 10 ans	0.70	0.80	1.00	1.50	2.35
<i>Zone euro</i>					
Taux de refinancement	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taux de dépôt	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
Emprunts d'État à 10 ans					
Allemagne	-0.34	-0.60	-0.40	0.20	0.65
France	0.11	-0.20	-0.10	0.50	0.95
Italie	1.60	1.80	1.90	2.50	2.95
Espagne	0.79	0.40	0.50	1.10	1.45
<i>Royaume-Uni</i>					
Bank rate	0.10	0.10	0.10	0.25	0.50
Emprunts d'État à 10 ans	0.31	0.40	0.60	1.20	1.75
<i>Japon</i>					
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Emprunts d'État à 10 ans	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

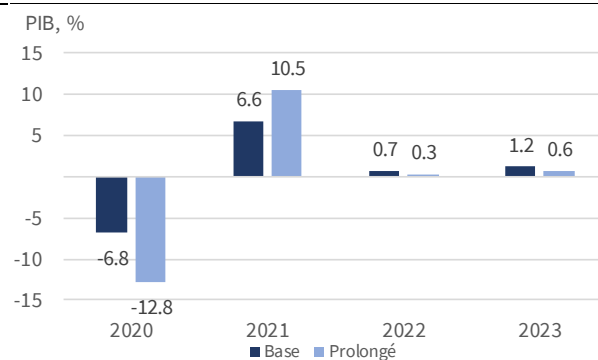
	<b>13-avr</b>	<b>2020f</b>	<b>2021f</b>	<b>2022f</b>	<b>2023f</b>
<b>Taux de change</b>					
EUR / USD	1.09	1.10	1.10	1.15	1.20
EUR / GBP	0.87	0.90	0.90	0.90	0.90
GBP / USD	1.25	1.22	1.22	1.28	1.33
EUR / JPY	117	121	121	127	138
USD / JPY	108	110	110	110	115
USD / CNY	7.05	7.00	7.05	7.10	7.05

<i>Moyenne annuelle</i>	<b>13-avr</b>	<b>2020f</b>	<b>2021f</b>	<b>2022f</b>	<b>2023f</b>
<b>Prix du pétrole</b>					
Brent, \$/b	31.7	32	45	55	55

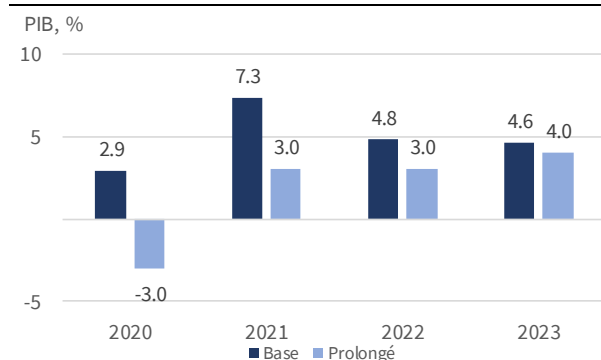
### Etats-Unis



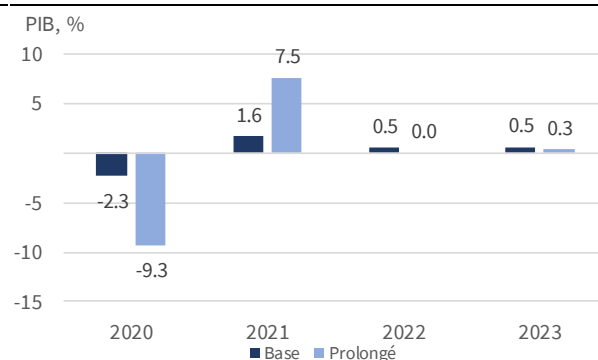
### Zone euro



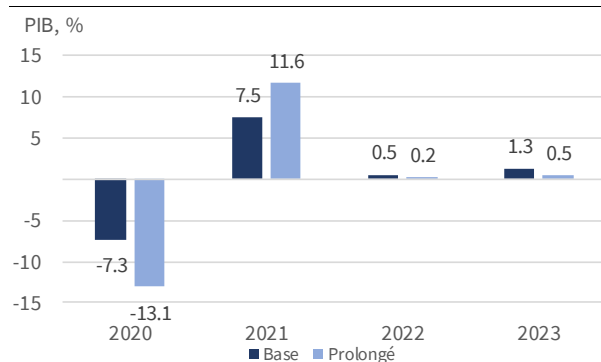
### Chine



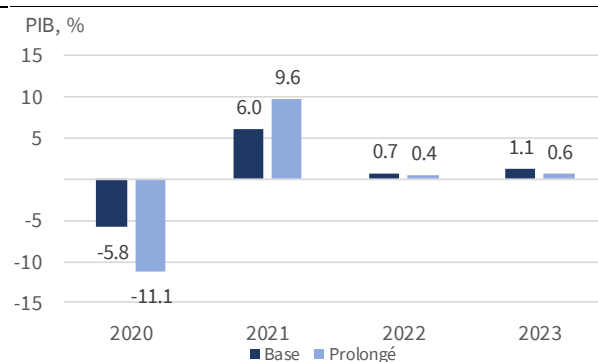
### Japon



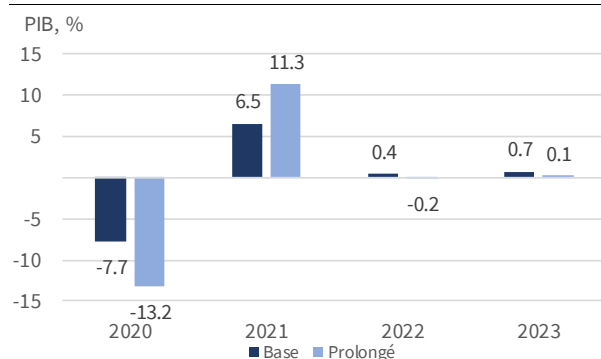
### Allemagne



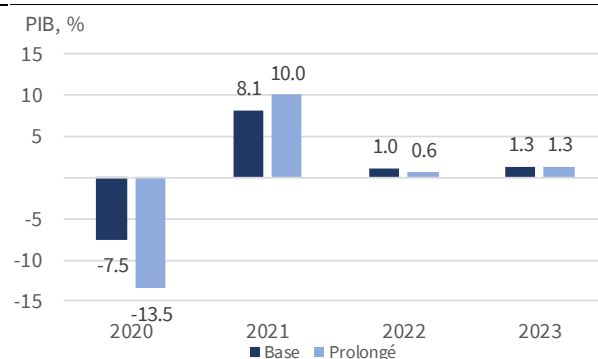
### France



### Italie



### Espagne



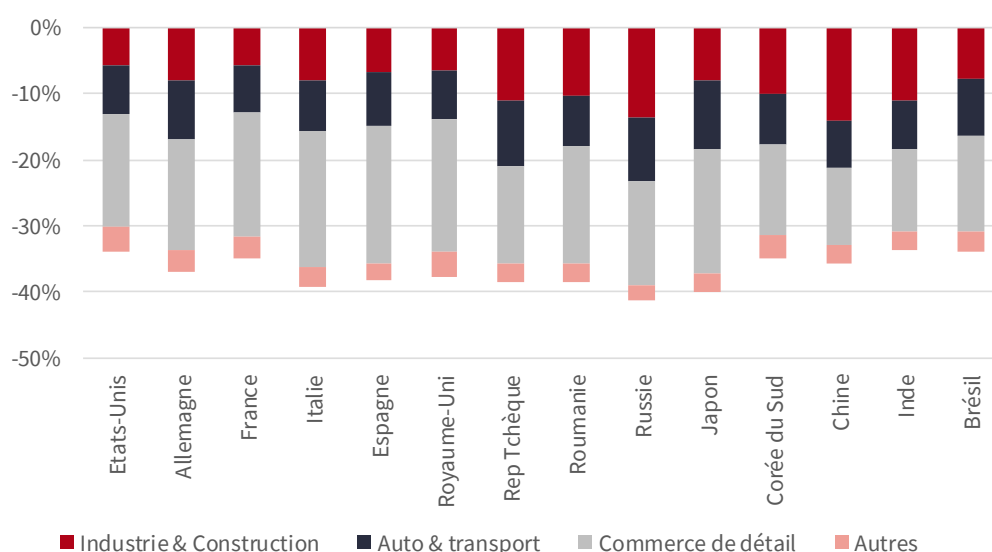
Source: SG Economic and Sector Studies

## COÛTS NON LINÉAIRES DES MESURES DE CONFINEMENT

Nos prévisions s'appuient à la fois sur une expertise sectorielle ascendante et sur une analyse descendante. Le graphique ci-dessous illustre la perte «mécanique» estimée pour des mesures de confinement sévères, comme celles appliqués actuellement en France, sur une base annualisée. Les pays ont pris ce type de mesures à des vitesses et degrés variables. Récemment, plusieurs pays ont rejoint le camp des mesures plus strictes, notamment le Royaume-Uni, les États-Unis et, dans une certaine mesure, le Japon.

### Pertes estimées des mesures de confinement, % du PIB

Benchmarké sur la base de l'expérience du confinement de la France, perte annuelle



Source : OECD, SG Etudes économiques et sectorielles

Le coût du maintien de ces mesures augmente au fil du temps de manière non linéaire. Un mois supplémentaire ferait plus que doubler l'impact économique final, pour plusieurs raisons. En premier, la perte plus grande de revenus pour les ménages et les entreprises, conduirait à un comportement plus prudent, le manque de visibilité ne faisant que renforcer cette prudence. Viennent ensuite les vents contraires d'un repli prolongé des marchés financiers. Troisièmement, l'observation montre que plus de pays sont touchés par la crise sanitaire, plus l'impact est négatif sur le commerce mondial augmente. Enfin, plus les pertes sont importantes, plus la dette future sera élevée et le frein structurel important.

Les services aux consommateurs sont particulièrement touchés par les mesures de confinement, et ces secteurs sont également de grands employeurs, et notamment de travailleurs moins qualifiés dans les économies avancées. Les services sont moins susceptibles que l'industrie de rattraper facilement la demande perdue, même lorsque le revenu des ménages est disponible. Néanmoins, l'industrie manufacturière et la construction sont également durement touchés par la crise, à

la fois par les mesures de confinement et à travers la chaîne d'approvisionnement et les impacts du commerce international déjà mentionnés.

## UN RÉPONSE POLITIQUE DE GRANDE AMPLIEUR

La réponse de politique économique déploie une compensation de grande ampleur nécessaire pour maintenir l'économie à flot et réduire la destruction de l'offre qu'une vague à grande échelle de défaillances commerciales engendrerait sinon.

Les banques centrales ont joué un rôle important, en réduisant les taux lorsque cela était possible et en élargissant les programmes de soutien aux liquidités et d'achat d'actifs. Sur la base des mesures actuelles, le bilan de la Réserve Fédérale devrait atteindre 12tn d'ici fin septembre, soit 57 % du PIB 2019 des Etats Unis

La BCE, pour sa part, a également pris des mesures audacieuses, avec deux paquets visant à éliminer le risque de fragmentation dans la zone euro (par le biais d'un important programme d'achat d'actifs, le Programme d'achat d'urgence pandémique, s'élevant à plus de 1 tn d'ici la fin de 2020, combiné avec d'autres programmes d'achat d'actifs) et à préserver la capacité des banques à financer l'économie (par une série de mesures de liquidité).

Pour leur part, les gouvernements sont également intervenus avec des mesures de soutien au revenu et des garanties de crédit. Nous nous félicitons également des dernières actions de l'Eurogroupe avec une proposition de 540 milliards d'euros pour soutenir la région. Aussi impressionnants que soient beaucoup de ces programmes, nous continuons de constater un besoin accru de soutien dans la phase de reprise. Notre hypothèse de base est qu'un soutien supplémentaire sera mis en oeuvre, avec notamment des plans pour soutenir l'investissement.

## UN BESOIN DE REBÂTIR LES BILANS

L'investissement des entreprises devrait rester atone, alors que les entreprises chercheront à reconstruire leurs bilans après le Covid-19. Cela fait écho à la tendance observée en 2008/09. Comme les dépenses d'investissement ont une composante d'importation élevée, cela devrait peser sur le commerce mondial.

Les tendances protectionnistes, déjà apparentes avant la crise, devraient en outre se poursuivre, notamment dans un environnement de faible croissance. Les gouvernements devraient en outre repenser l'organisation des chaînes d'approvisionnement critiques.

Plusieurs bilans souverains étaient sous pression avant la crise. Si de nombreux pays ont pu gérer des charges élevées de dette grâce à une combinaison de croissance et de répression financière, le côté croissance de l'équation est aujourd'hui fortement remis en question. Avec la crise, les ratios d'endettement vont augmenter

Alors que la plupart des banques centrales des économies avancées ont une certaine capacité à absorber la dette par le biais de programmes d'achat d'actifs tout en

maintenant les taux d'intérêt à long terme bas, la plupart des banques centrales des marchés émergents ne bénéficient pas de cette option, laissant ces économies avec une marge demanœuvre réduite.

Plus la crise sanitaire sera profonde, plus les risques portés par les bilans augmenteront, avec la possibilité de chocs supplémentaires, ce qui créé des risques baissiers sur notre scénario.

## **UN NOUVEAU DÉBAT POLITIQUE**

Les efforts actuels sont concentrés sur la lutte contre la crise, mais nous constatons, avec intérêt qu'un débat sur la politique future commence à émerger. C'est un sujet que nous aurons l'occasion de développer dans les publications à venir, mais nous notons déjà quelques domaines que nous considérons comme de grand intérêt.

En tête de liste se trouve l'achèvement de l'architecture européenne, avec l'Union bancaire, l'Union des marchés des capitaux, une certaine forme d'Union budgétaire et d'Union de l'énergie.

Deuxièmement, il y a l'ambition de nouveaux accords verts pour lutter contre le changement climatique, ouvrant ainsi des opportunités de croissance à court terme et réduisant le risque de chocs d'arrêts soudains futurs. La crise actuelle du Covid-19 offre un avertissement sévère de ce que les arrêts soudains impliquent.

Troisièmement, il est nécessaire de se concentrer sur la réduction des inégalités, notamment en ce qui concerne l'investissement dans l'éducation afin d'assurer de meilleures opportunités pour tous, notamment face à la numérisation.

Enfin, nous notons un débat visant à transformer une partie de la dette actuelle en capitaux propres, un débat qui nous paraît utile. Les crises passées ont souvent été amplifiées par des charges d'endettement excessives et l'accent mis sur un rôle plus important pour les fonds propres pourrait marquer un tournant important.



# CONTACTS

---

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du Chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Analyse macroéconomique  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**François LETONDU**

Analyse macrosectorielle et  
macrofinancière  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe centrale et orientale, Russie  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Olivier DENAGISCARDE**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 74 22  
olivier.denagiscarde@socgen.com

**Juan Carlos DIAZ MENDOZA**

Amériques  
+33 1 57 29 61 77  
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

**Erwan JAIN**

Macro-sector analysis  
+33 1 58 98 05 35  
erwan.jain@socgen.com

**Alan LEMANGNEN**

Zone euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

**Simon RAY**

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni  
+33 1 42 13 70 80  
simon.ray@socgen.com

**Valérie RIZK**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 85  
valerie.rizk@socgen.com

**Danielle SCHWEISGUTH**

Europe de l'ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Edgardo TORIJA ZANE**

Prévisions économiques mondiales  
Moyen-Orient, Turquie et Asie centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

**Bei XU**

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

## DISCLAIMER

---

*La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans préavis. Elle est fournie à titre purement informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.*

*Ni les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.*

*L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et peuvent donc changer à tout moment.*

*Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »).*

*Société Générale S.A. est également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur simple demande.*

*Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.*

*Avis aux investisseurs asiatiques : ce document est destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels et a été préparé à cette fin. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes dans votre territoire).*

*La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.*

© 2020