



Economie & Taux

L'audace d'espérer, version européenne

Juillet 2020
(données et graphiques mis à jour au 22 juillet 2020)

Bruno Cavalier - Chief Economist, bruno.cavalier@oddo-bhf.com, +33.1.44.51.81.35
Fabien Bossy - Economist, fabien.bossy@oddo-bhf.com, +33.1.44.51.85.38

Résumé & Tableaux de prévisions

Résumé

L'audace d'espérer, version européenne



- Où en est-on exactement de la pandémie de coronavirus? Cette question conditionnera l'évolution du cycle économique sur les prochaines semaines, les prochains mois, et sans doute au-delà. Il va sans dire que nul, même les plus hautes sommités médicales, n'a la réponse. On ne peut raisonner que sur la base d'hypothèses et de scénarios évolutifs. Depuis six mois que le virus est au centre des préoccupations, la connaissance s'est étoffée. On sait mieux ce qu'il faut faire, et surtout ce qu'il ne faut pas faire, pour freiner la transmission. Le dépistage s'est développé. Le protocole de traitement des personnes infectées a progressé, contribuant au repli de la mortalité. Il y a des avancées dit-on prometteuses dans la recherche d'un vaccin. En tout état de cause, ce virus reste une épée de Damoclès suspendue au-dessus de l'économie mondiale.
- En six mois, l'économie mondiale a changé du tout au tout. Elle était supposée croître de 3% en 2020. Il est désormais anticipé une contraction d'environ 4% selon le dernier état du consensus des prévisionnistes, suivie d'une hausse de 6% en 2021. Pratiquement tous les pays enregistreront une contraction de leur PIB par tête cette année. Ces moyennes annuelles déforment la perspective, car en fait l'économie mondiale est déjà dans une phase de rebond. Ce constat vaut pour la Chine depuis mars, pour l'Europe et les États-Unis depuis mai. Dans bien des cas, ce rebond a surpris par sa vigueur. Certains indicateurs ont retrouvé, ou peu s'en faut, leur niveau d'avant la pandémie, affichant un profil presque parfaitement symétrique, la chute suivie d'une envolée (oui, ça ressemble à un V). Là encore, il faut se garder des illusions d'optique. Le rebond traduit en large partie un rattrapage après que les restrictions d'activité et de déplacement ont été levées ou assouplies. Des dépenses suspendues ont simplement pu se réaliser, des licenciements temporaires ont pu être annulés, la déprime a fait place au soulagement chez les chefs d'entreprises qui peuvent reprendre leur activité. Il ne faut pas minimiser ces développements positifs mais reconnaissons qu'ils ne renseignent guère sur la solidité de la reprise, dans un contexte d'incertitude sanitaire toujours élevé.
- Pourtant, les acteurs des marchés de capitaux ont semblé conclure ces derniers temps que le choc de la pandémie était bel et bien fini. Sans doute, le traumatisme causé par la fermeture soudaine des économies ne va pas se répéter à l'identique, mais l'onde du choc continue de s'étendre. Les responsables de la politique économique, qui n'ont pas pour mission de tempérer l'optimisme des marchés, insistent d'ailleurs sur les dommages permanents que cette crise peut causer, en particulier sur le marché du travail. Le résultat est une situation curieuse : les banques centrales, les autorités budgétaires font tout leur possible pour délivrer un soutien maximal à moyen terme dans l'anticipation que les effets de la crise sont durables – et cette stimulation monétaire et budgétaire encourage les investisseurs à croire que la crise sera éphémère, sinon déjà terminée. On peine parfois à tout rationaliser.
- Un autre point en débat concerne la situation des États-Unis et de l'Europe, et de leurs perspectives respectives. Le choc du confinement a été plus rude en Europe, d'où une plus forte contraction du PIB réel qu'aux États-Unis (cela pourrait représenter un écart d'environ 3 points en 2020). De plus, la réaction budgétaire a pu sembler plus tardive ou hésitante de ce côté-ci de l'Atlantique. Le déficit fédéral américain se dirige vers 20% du PIB cette année, soit environ deux fois plus qu'en zone euro. Cela dit, l'Europe a quelques avantages à faire valoir. Primo – on en revient toujours là – il y a la situation sanitaire. On ne se risquera pas à affirmer que le problème est totalement maîtrisé en Europe, mais il l'est mieux semble-t-il qu'aux États-Unis. La reprise peut s'essouffler ou s'arrêter si les agents en viennent à réduire leur mobilité, par obligation ou par simple prudence. De ce point de vue, le vif débat sur la réouverture des écoles aux États-Unis est tout sauf trivial. Secundo, en privilégiant des systèmes d'activité réduite plutôt qu'une hausse des indemnités de chômage, les pays européens offrent un soutien durable au marché du travail, ce qui est un élément crucial pour la demande intérieure. Si le Congrès US ne prolonge pas les aides exceptionnelles aux chômeurs (ce que beaucoup de Républicains réprouvent jugeant, sans preuve, que cela encourage la paresse), le revenu disponible baissera, et partant les dépenses de consommation. Enfin, il faut dire un mot du risque politique. Depuis 2015, l'Europe a souvent été décrite comme une structure institutionnelle au bord de l'éclatement. C'était le cas lors de la crise de la dette grecque, puis lors de crise des migrants, puis lors du Brexit. Certes, les pays-membres n'ont pas tous à chaque instant les mêmes objectifs. De plus, dans presque chaque pays, il y a des forces politiques eurosceptiques dont le poids n'est pas négligeable. Dans les faits, toutefois, l'intégration a progressé en Europe depuis cinq ans. D'abord de manière détournée, si on ose dire, grâce à l'action de la BCE. En empêchant la fragmentation des conditions financières, la politique monétaire contribue à renforcer la zone euro. L'intégration apparaît aussi désormais de manière explicite. L'accord récent sur un "plan de relance" officialise une forme de solidarité budgétaire entre pays (fût-ce de manière exceptionnelle). Ce plan aurait été tout simplement inimaginable il y a peu. Par comparaison, l'incertitude électorale américaine apparaît comme une source de plus grande volatilité pour les prochains mois.

Tableau de prévisions (1)



	FORECASTS - REAL GDP GROWTH*																
	Average			2019				2020				Consensus**		IMF		OECD	
	2019	2020	2021	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021	2020	2021	2020	2021
World	3.1	-3.5	6.0											-4.9	5.4	-6.0	5.2
US	2.3	-5.4	5.0	3.1	2.0	2.1	2.1	-5	-36	20	14	-5.3	4.0	-8.0	4.5	-7.3	4.1
EMU	1.3	-7.0	6.7	2.0	0.8	1.1	0.1	-14	-41	54	12	-8.4	6.1	-10.2	6.0	-9.1	6.5
- Germany	0.6	-5.3	5.3	1.9	-1.0	1.1	-0.4	-9	-31	28	10	-6.3	5.0	-7.8	5.4	-6.6	5.8
- France	1.5	-8.8	8.2	2.0	1.0	0.8	-0.4	-20	-45	71	10	-9.9	7.0	-12.5	7.3	-11.4	7.7
- Italy	0.3	-8.6	7.3	0.9	0.3	0.1	-1.0	-20	-41	58	10	-10.6	6.1	-12.8	6.3	-11.3	7.7
- Spain	2.0	-9.3	8.3	2.3	1.5	1.6	1.7	-19	-52	88	11	-10.8	7.1	-12.8	6.3	-11.1	7.5
UK	1.5	-9.4	7.4	2.7	-0.2	2.1	0.0	-8	-59	87	10	-9.2	5.9	-10.2	6.3	-11.5	9.0
Japan	0.7	-4.7	3.4	2.6	2.1	0.0	-7.2	-2	-25	17	8	-5.1	2.5	-5.8	2.4	-6.0	2.1
China (y/y%)	6.2	1.3	8.8	6.4	6.2	6.0	6.0	-7	3	4	4	1.7	7.9	1.0	8.2	-2.6	6.8

* y/y or q/q annualised rate, except for China (y/y% only)

**13 July 2020

24 June 2020

10 June 2020

	FORECASTS - RATES & FX										
	Actual	Target		Last 5 years*		Average					
	22/07/2020	3M	12M	High	Low	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Policy rate											
Fed funds	0.25	0.25	0.25	2.50	0.25	0.27	0.52	1.13	1.96	2.25	0.50
ECB deposit rate	-0.50	-0.50	-0.50	-0.20	-0.50	-0.20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50
10Y rate											
US T-note	0.6	0.8	1.0	3.2	0.6	2.1	1.8	2.3	2.9	2.1	0.9
German Bund	-0.5	-0.3	-0.3	0.7	-0.6	0.5	0.1	0.4	0.5	-0.2	-0.4
French OAT	-0.2	0.0	0.0	1.0	-0.3	0.8	0.5	0.8	0.7	0.1	-0.1
Forex											
EUR/USD	1.15	-	1.18	1.23	1.05	1.11	1.11	1.13	1.18	1.12	1.13
USD/JPY	107	-	110	123	101	121	109	112	110	109	108
USD/RMB	6.99	-	7.10	7.12	6.30	6.28	6.64	6.76	6.61	6.91	7.03

*monthly average

Source: consensus forecasts, IMF, OECD, ODDO BHF

23/07/2020

Tableau de prévisions (2)



FORECASTS - KEY MACRO DATA for US, EMU, & France *											
	Average			2019				2020			
	2019	2020	2021	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
United States											
Real GDP	2.3	-5.4	5.0	3.1	2.0	2.1	2.1	-5	-36	20	14
Private Consumption	2.6	-6.0	5.1	1.1	4.6	3.1	1.8	-7	-35	15	15
Nonresidential Investment	2.1	-7.0	6.3	4.4	-1.0	-2.3	-2.4	-6	-40	35	15
Residential Investment	-1.5	-3.1	2.5	-1.0	-3.0	4.6	6.5	18	-40	-5	20
Domestic Demand (contribution, %pt)	2.5	-5.0	4.7	1.9	3.7	2.3	1.6	-5	-32	15	13
Inventories (contribution, %pt)	0.1	-1.1	0.4	0.5	-1.0	0.0	-1.2	-2	-5	5	1
Net Exports (contribution, %pt)	-0.2	0.7	-0.2	0.8	-0.8	-0.2	1.9	2	0	0	0
Inflation (CPI, % yoy)	1.8	0.9	1.6	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	0.4	0.5	0.7
Unemployment rate (%)	3.7	9.2	7.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	11.0	9.0
Euro area											
Real GDP	1.3	-7.0	6.7	2.0	0.8	1.1	0.1	-14	-41	54	12
Private Consumption	1.3	-7.2	7.2	2.2	0.8	1.7	0.5	-17	-39	54	9
Investment	5.0	-4.4	7.3	1.7	2.9	-1.1	14.0	-7	-45	52	11
Domestic Demand (contribution, %pt)	2.0	-4.6	5.7	1.9	1.4	1.1	3.2	-11	-33	40	8
Inventories (contribution, %pt)	-0.3	-1.3	0.8	-3.1	5.6	-5.5	0.9	-1	-10	9	3
Net Exports (contribution, %pt)	-0.5	-1.0	0.2	3.3	-5.7	5.3	-3.9	-1	-2	2	1
Inflation (HICP, % yoy)	1.2	0.8	1.6	1.4	1.4	1.0	1.0	1.1	0.2	0.8	1.1
Unemployment rate (%)	7.6	8.3	9.0	7.8	7.6	7.5	7.4	7.2	7.5	9.0	9.5
France											
Real GDP	1.5	-8.8	8.2	2.0	1.0	0.8	-0.4	-20	-45	71	10
Private Consumption	1.5	-7.6	8.3	2.4	1.3	1.8	1.2	-20	-40	65	8
Investment	4.3	-13.9	10.3	4.6	5.6	4.9	0.2	-36	-50	80	10
Domestic Demand (contribution, %pt)	2.2	-7.9	7.5	2.6	2.5	2.7	1.2	-22	-38	59	7
Inventories (contribution, %pt)	-0.4	-0.8	0.8	0.6	-0.8	-0.4	-1.9	3	-11	9	3
Net Exports (contribution, %pt)	-0.3	-0.1	-0.1	-1.2	-0.6	-1.5	0.4	0	0	0	0
Inflation (HICP, % yoy)	1.3	0.9	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	0.3	0.9	1.2
Unemployment rate (%)	8.2	8.6	9.0	8.4	8.2	8.2	7.8	7.6	8.3	9.0	9.5

* y/y or q/q annualised rate

Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

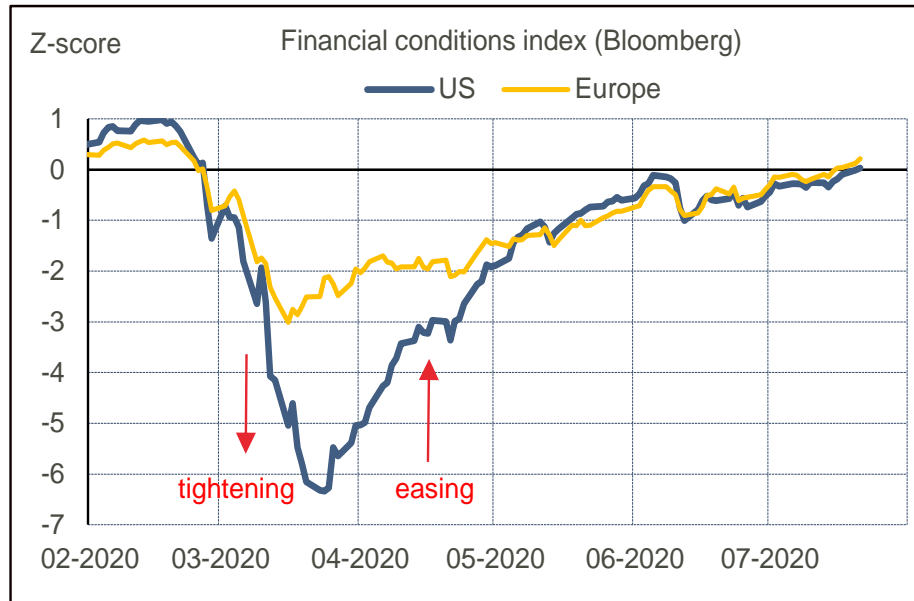
23/07/2020

La situation macro US/Europe (trois mois après le creux)

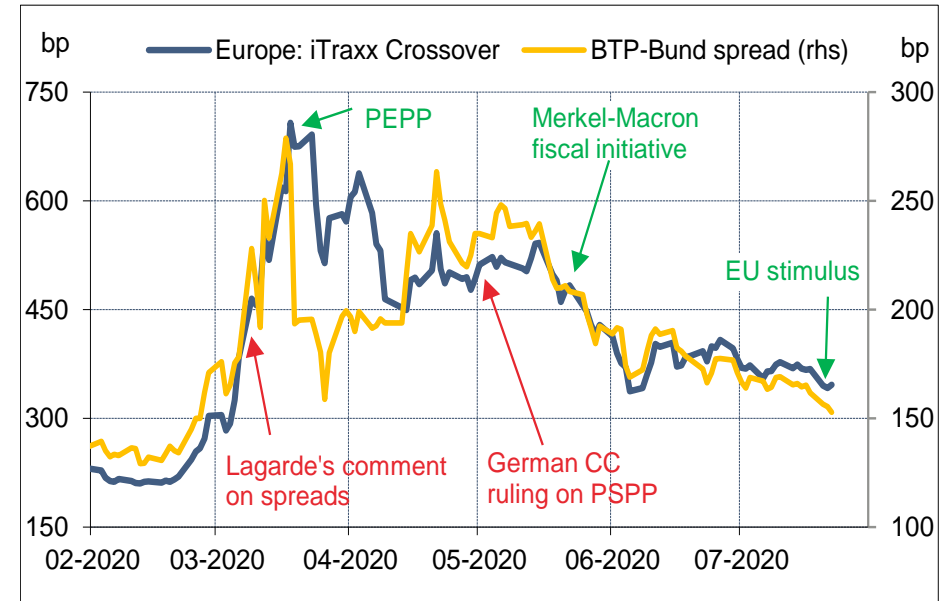
Les conditions financières sont très favorables



①



②

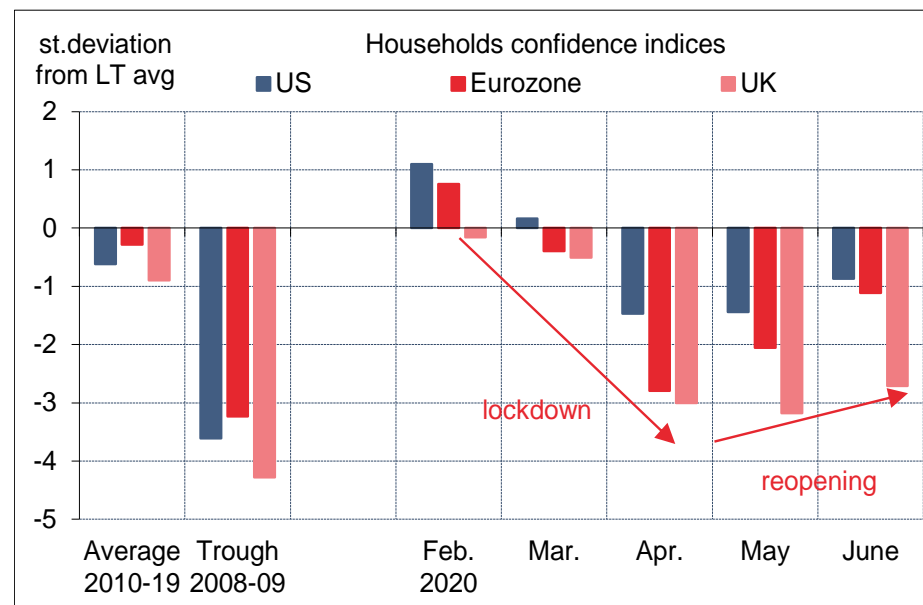
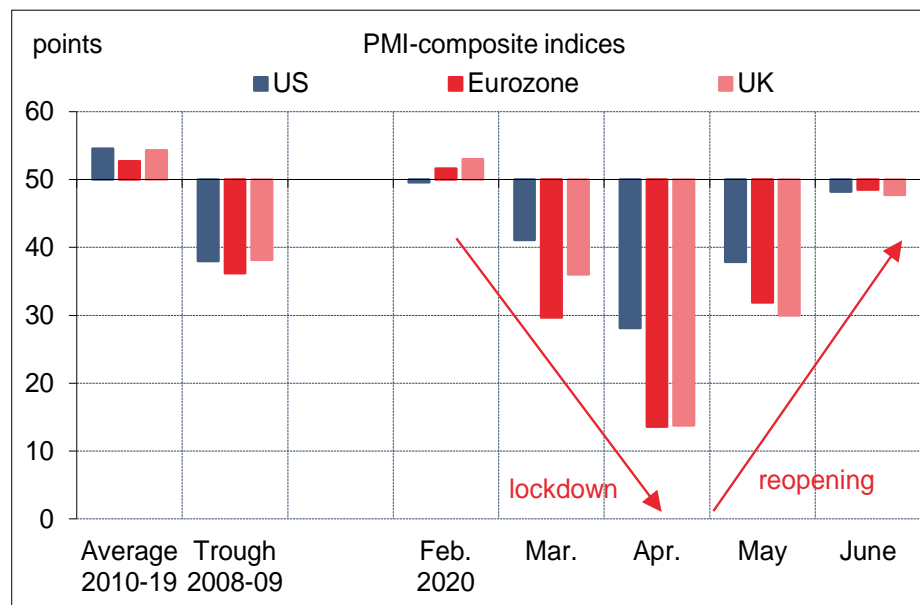


① Tous les signes de panique financière, qui étaient nombreux et sévères en mars, ont été surmontés

- L'élément déclencheur est sans conteste la réponse des banques centrales. Leurs interventions, à compter de mars, ont résolu l'un après l'autre les dysfonctionnements de marché / les craintes sur la liquidité. Ensuite, les signes de stabilisation de l'activité économique et les diverses mesures de soutien budgétaire ont alimenté les scénarios de rebond rapide (en V, visible uniquement sur quelques variables). Dernièrement, les espoirs de trouver un traitement médical (course au vaccin) ont soutenu l'appétit pour le risque.

② La réaction des responsables de politique économique en Europe apparaît singulièrement rapide, surtout si l'on considère la spécificité institutionnelle de l'UE (pas de budget de stabilisation) et les différences/divergences entre pays

Les indicateurs de sentiment ont vivement rebondi



① Les indices PMI sont revenus au voisinage de leur niveau pré-virus

- Les indicateurs de climat des affaires affichent un profil symétrique sur le H1 2020, avec une forte chute, suivie d'un rebond de même amplitude (ou peu s'en faut). Le pessimisme était maximal en avril, période où le confinement était le plus fort et l'incertitude sanitaire la plus grande. Les niveaux d'activité / d'emploi n'ont pas du tout effacé le choc. Les corrélations historiques entre PMI et taux de croissance sont actuellement distordues.

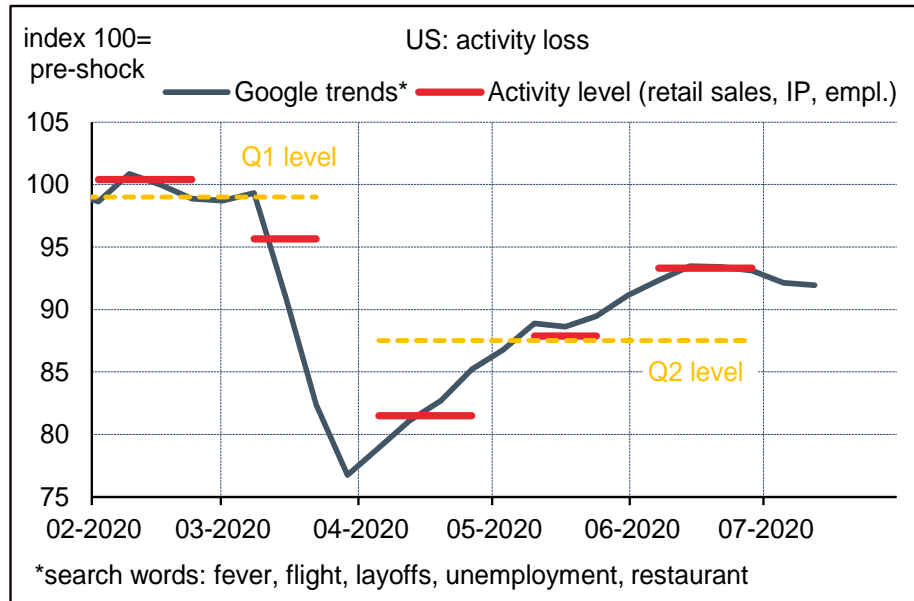
② L'amélioration du sentiment des ménages est beaucoup plus timide

- Le choc sur le revenu disponible des ménages a été amorti par divers mécanismes (hausse des indemnités de chômage aux US, systèmes d'activité réduite en Europe), mais les perspectives d'emploi restent sombres.

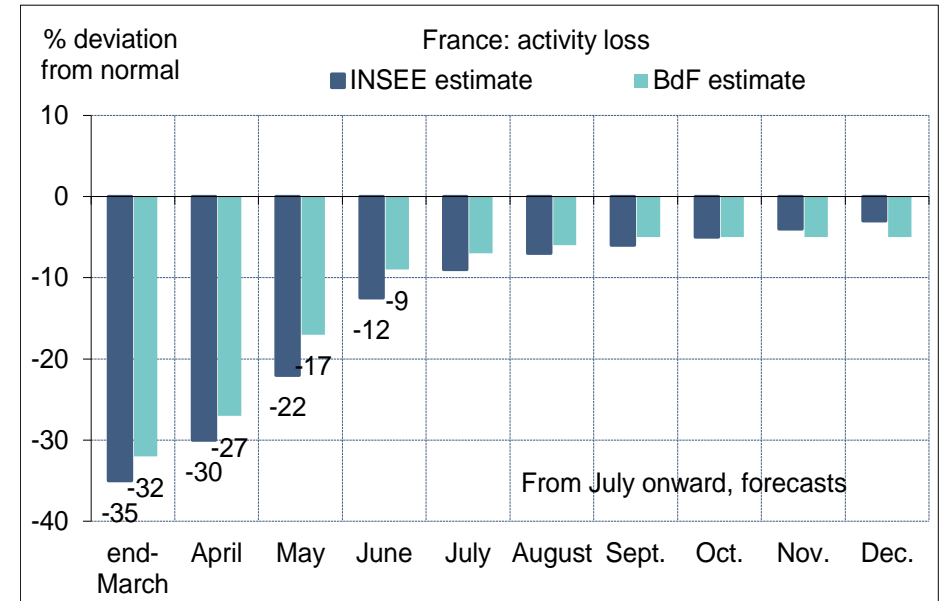
Les statistiques macro signent la fin de la "récession du COVID"



①



②



① Aux US, le rebond des indicateurs d'activité réel est général depuis deux-trois mois (mais largement incomplet)

- Depuis le point bas atteint en avril, l'emploi a progressé de 5.8%, les ventes au détail de 27%, la production industrielle de 6.8%, les mises en chantier de 27% (Pour rappel, sur une base 100 juste avant le choc, ces quatre indicateurs se situent respectivement à 90, 99, 89 et 76 en juin).

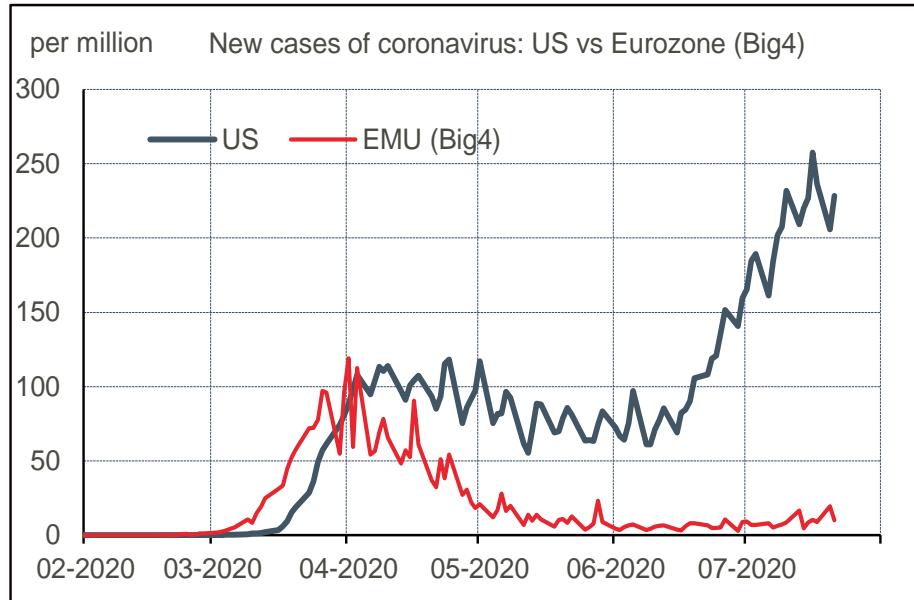
② Même mouvement de rebond en Europe, avec de notables différences entre pays

- Ces différences reflètent la sévérité et la durée du confinement, facteurs eux-mêmes déterminés par la manière dont la crise sanitaire a été gérée. L'Allemagne fait figure de modèle de ce point de vue. Dans l'ensemble, la reprise d'activité a pour l'instant été plus rapide qu'initialement espéré.

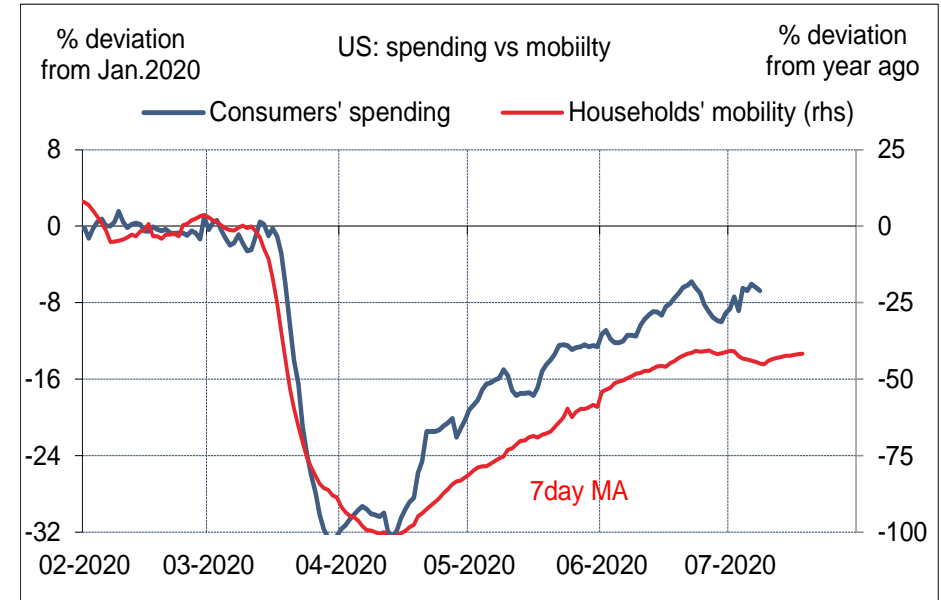
Mais... le risque sanitaire demeure bien présent



①



②



① Depuis la mi-juin, la circulation du virus a vivement accéléré aux États-Unis (ce n'est pas le cas pour l'instant en Europe)

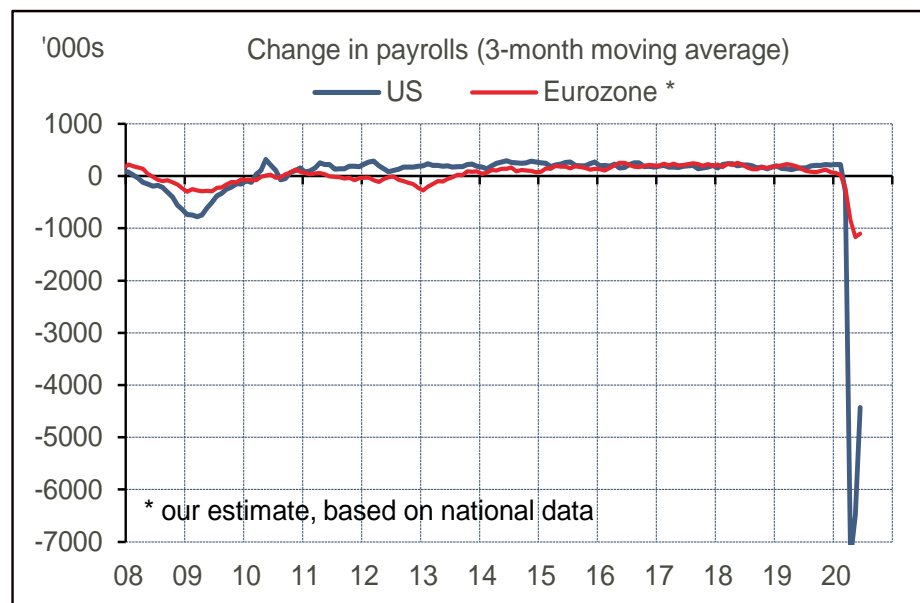
- Le rebond des cas d'infections est le signe que la réouverture de l'économie US a sans doute été trop rapide par endroits et que les mesures prophylactiques (distance, hygiène, port du masque) n'ont pas été assez suivies. En l'absence de traitement médical, elles sont le seul moyen de freiner la pandémie. Les protocoles de traitement des patients ont fait des progrès (d'où un repli du risque de mortalité), mais cela ne suffit pas un retour à la vie normale dans de multiples domaines (tout ce qui a trait aux déplacements pour motif professionnel ou de loisirs).

② La circulation du virus influence sans délai la mobilité des agents et, au bout du compte, leur activité et leur dépense.

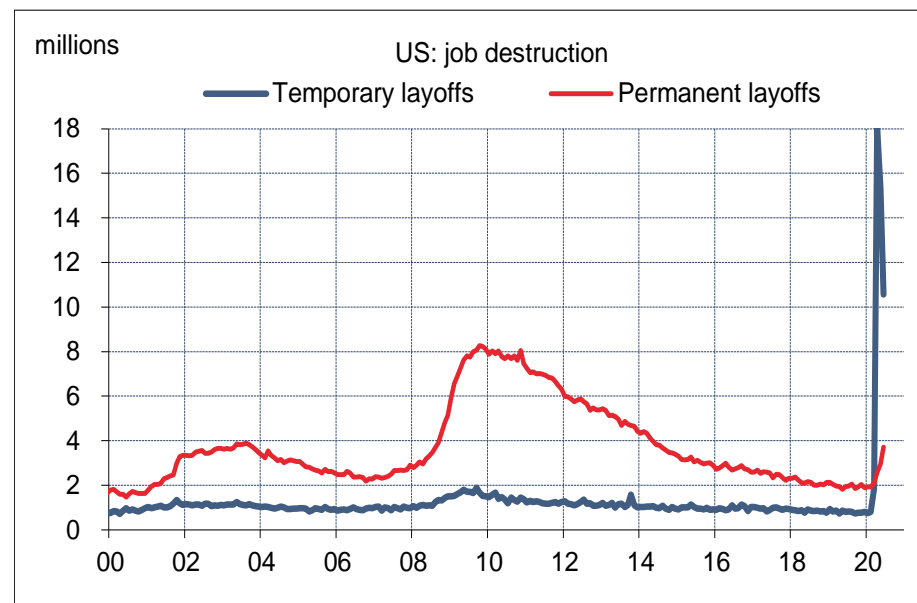
Mais... les perspectives d'emploi restent fortement dégradées



①



②



① Les destructions d'emploi dépassent tous les records des récessions passées, y compris la crise de 2008-09

- En Europe ont été mis sur pied rapidement des systèmes d'activité réduite (sur le modèle du *Kurzarbeit* allemand qui a fait ses preuves en 2009): l'État prend en charge une partie des salaires, évitant des licenciements massifs. Aux US, les indemnités de chômage ont été accrues, dans l'espoir qu'une fois le choc passé, les entreprises réembaucheraient leur personnel. A première vue, le système européen paraît plus efficace et moins coûteux.

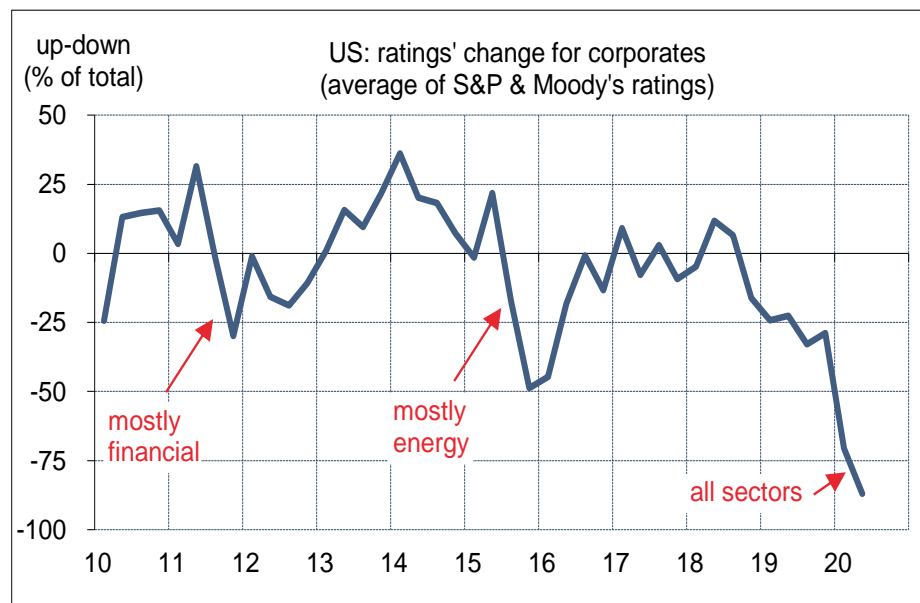
② L'onde de choc sur le marché du travail (licenciements permanents vs temporaires) est encore en train de grossir

- Aux US, la Fed ne cesse d'alerter sur les dommages de moyen terme. Outre la hausse du nombre de chômeurs, le nombre de travailleurs découragés augmente, avec le risque d'une sortie permanente du marché du travail.

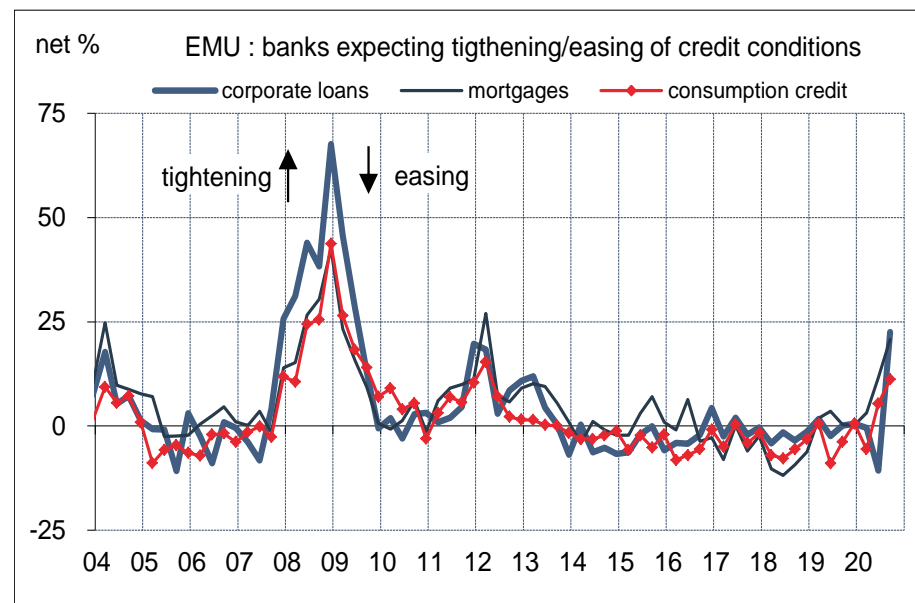
Mais... les conditions de crédit des firmes se resserrent



①



②



① Aux États-Unis, le risque de défaillance des entreprises s'est nettement accru (baisse de la qualité des ratings)

- Les défaillances sont bien corrélées avec les déviations du PIB par rapport à sa tendance pré-crise. Comme il est presque certain que l'écart de production ne sera pas comblé à court terme, les faillites sont amenées à monter. En général, leur pic est atteint six à douze mois après la fin de la récession.

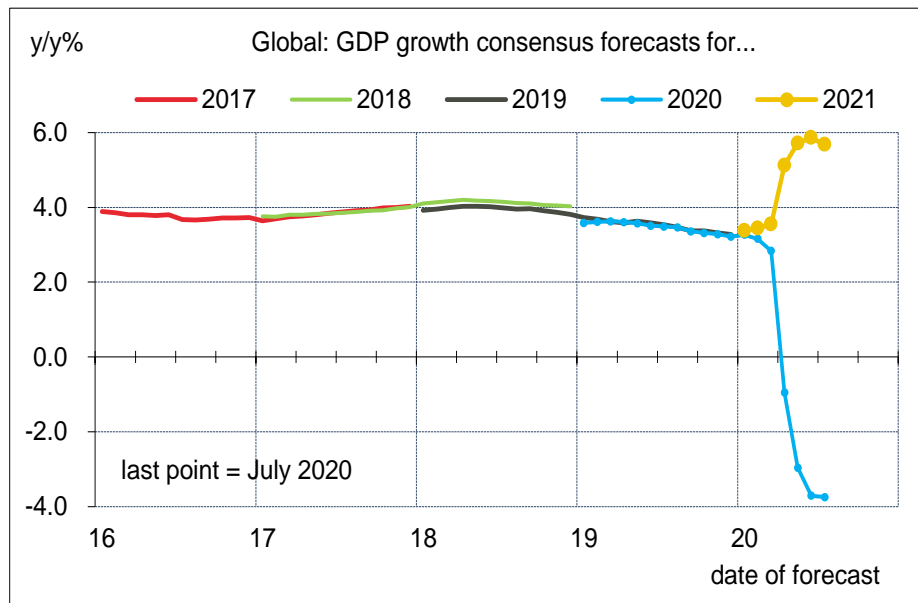
② En zone euro, les banques commerciales anticipent un resserrement de leurs standards de prêts

- Selon la BCE, le durcissement s'annonce moins fort qu'après la crise financière de 2008. De plus, les garanties de prêts des États représentent un coussin significatif. Cela étant, déterminer a priori la viabilité des entreprises face à ce choc est un exercice périlleux. Tout cela pousse à l'attente sur le front du crédit.

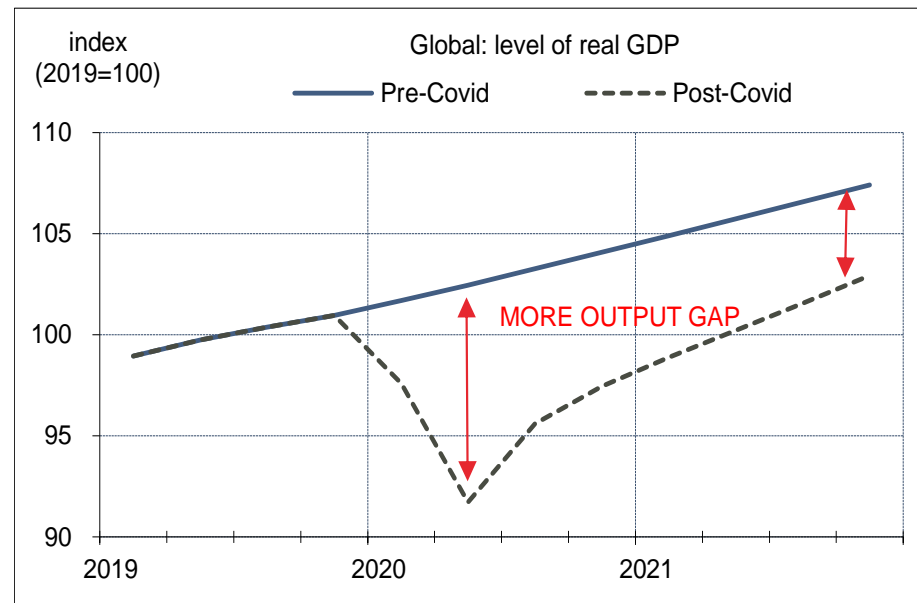
Au total, les révisions de croissance du PIB ont touché leur point bas



①



②



① Après quatre mois de fortes baisses, les prévisions de croissance mondiale sont stabilisées à environ -4% en 2020

- L'effet de surprise négatif (pandémie / confinement) est désormais pleinement intégré aux prévisions. La réouverture des économies a pour l'instant plutôt délivré des bonnes surprises.

② L'écart de production s'est durablement creusé, de quoi prolonger un régime de basse inflation

- Symétriquement à la révision baissière pour 2020, les prévisions ont été revues en hausse sur 2021 (environ +6%) mais le résultat net reste négatif. Dans ce scénario – qui suppose qu'il n'y ait pas de grande seconde vague – l'activité globale fin 2021 serait environ 5% au-dessous du niveau qui aurait été atteint sans la pandémie.

Mesures d'urgence, relance & risques

(un point sur les grands pays)

Des politiques monétaires favorables au financement de la relance



①

Assets	1 Jan.2020	July 15	Liabilities	1 Jan.2020	July 15
	Gold/FX Reserves *	18		18	Banknotes
Loans	0	93	Deposits	2032	4638
- o/w PD credit facility	0	2	- o/w held by banks	1549	2733
- o/w MMMF liq.facility	0	19	- o/w T'sy account	404	1740
- o/w PPP liq.facility	0	68			
Repo	256	0			
Central bank swap	4	155			
Securities	3740	6204			
- o/w Treasuries	2329	4253			
- o/w MBS	1409	1948			
Other assets	156	489	Other liabilities (incl.capital)	382	388
TOTAL	4174	6959	TOTAL	4174	6959

Δ = 67%

* not all Gold/FX reserves recorded in FRB accounts, gold valued at historical cost

PD: primary dealer , MMMF: money market mutual fund, PPP: Paycheck Protection Program

②

Assets	3 Jan.20	17 July	Liabilities	3 Jan.20	17 July
	Gold	471		549	Banknotes
FX Reserves	347	356			
Lending to EZ banks	618	1590	Deposits	2446	3946
- o/w (T)LTRO	616	1589	- o/w held by banks	1867	2916
- o/w MRO	1	1	- o/w EZ residents	313	793
			- o/w non EZ residents	266	237
Securities	2847	3435			
- o/w gov.bonds (PSPP)	2103	2251			
- o/w corp.bonds (CSPP)	184	224			
- o/w covered.bonds	264	285			
- o/w PEPP (emergency)	0	404			
Other assets	382	392	Other liabilities (incl.capital & reevaluation account)	929	1004
TOTAL	4664	6323	TOTAL	4664	6323

Δ = 36%

① La Fed réduit ses interventions (moins de stress sur les marchés) mais se prépare à renforcer la *forward guidance*

- Le bilan de la Fed baisse depuis la mi-juin (-3%, mais +67% ytd). Cela traduit une modération des achats d'actifs, un arrêt des opérations de repo spéciales, une chute de la demande de swaps dollar. Les facilités de prêt sont peu utilisées. Le discours dominant est que les risques économiques penchent du côté baissier. Pour prévenir tout retour du stress, la Fed réfléchit à introduire des cibles de taux (préférence pour la maturité 3 ans)

② La BCE poursuit ses achats de titres et continue d'assouplir les conditions de refinancement des banques

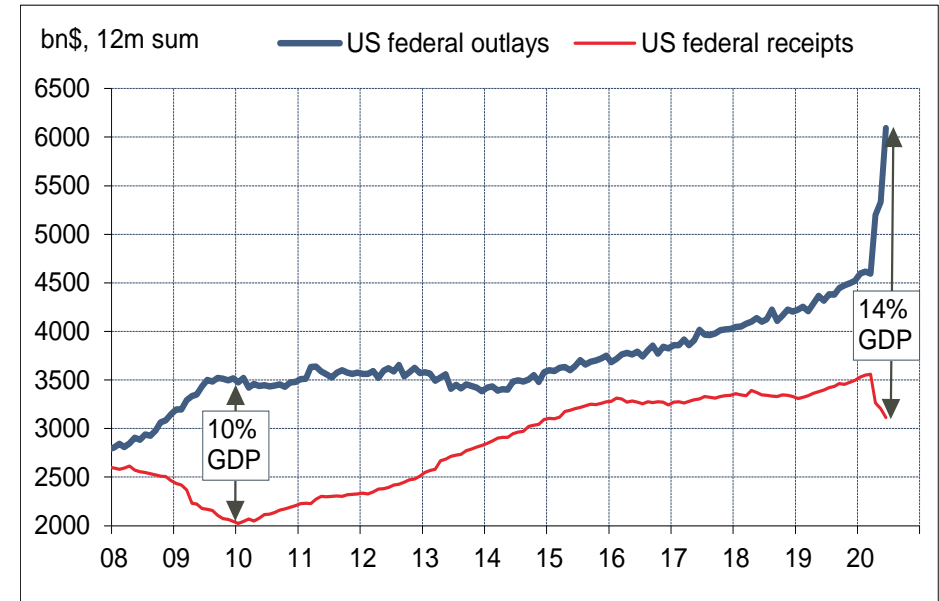
- Les achats d'actifs ont baissé d'un pic à 160Md€/mois en mai à 120Md€ en juillet (en partie, un effet saisonnier négatif durant l'été). La BCE penche pour utiliser totalement le PEPP (1350Md€) et n'exclut pas une extension. L'opération TLTRO à -1% surcompense la taxe NIRP (-0.5% sur les réserves excédentaires, hors *tiering*).

US – Forte réaction de court terme, mais risque de *fiscal cliff*



US: fiscal metrics		
	bn\$	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	1610	7.5
_o/w Paycheck Protection Program	669	3.1
Guaranteed loans to firms	600	2.8
_o/w actually committed	0	0.0
2020 budget deficit (fcst)	4280	20.0
_vs 2019 budget deficit	1549	7.2
2020 gross public debt issuance (H1)	6023	28.1
_vs 2019 issuance (H1)	4662	21.8

* 2019 GDP = \$24 428bn

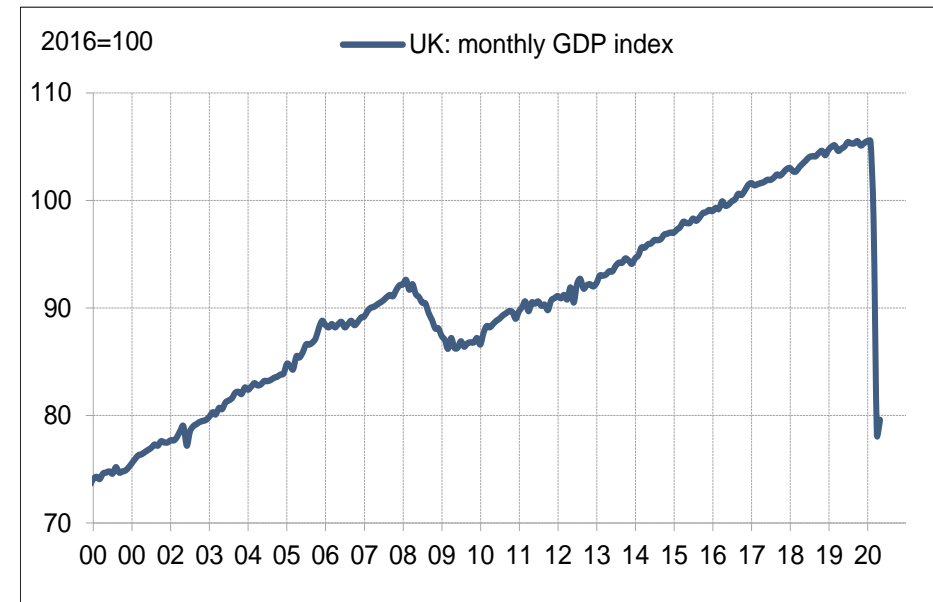


- Crise et mesures d'urgence** – Les autorités ont créé le *Paycheck Protection Program* qui octroie des prêts aux entreprises, transformés en subventions si les entreprises gardent leurs effectifs ou réembauchent rapidement les salariés licenciés. Le soutien aux ménages vient de transferts exceptionnels: chèques directs, hausse des indemnités de chômage. Au T2, le revenu des ménages s'est accru et leur taux d'épargne a bondi de 8% en février à 32% en avril (23% en mai). Sauf extension, l'aide d'urgence aux chômeurs expire fin juillet. Démocrates et Républicains veulent un plan de soutien additionnel, mais diffèrent largement sur les montants et les mesures (assurance-chômage vs taxe sur les salaires). Au minimum, une enveloppe additionnelle de 1-1.5 trillion paraît probable. Le déficit, actuellement 14% du PIB, irait vers 20%.
- Plan de relance** – A quelques mois des élections, chaque parti fait de (vagues) promesses de dépenses d'infrastructure (idem en 2016). Mais pour cela, il faut que les objectifs de la Maison Blanche, de la Chambre et du Sénat soient alignés. Ce n'est pas le cas.



UK: fiscal metrics		
	bn£	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	92	4.2
_o/w partial unemployment	54	2.4
Guaranteed loans to firms	360	16.2
_o/w actually committed	44	2.0
2020 budget deficit (fcst)	322	14.5
_vs 2019 budget deficit	46	2.1
2020 gross public debt issuance (H1)	384	17.3
_vs 2019 issuance (H1)	229	10.3

* 2019 GDP = £2 216bn

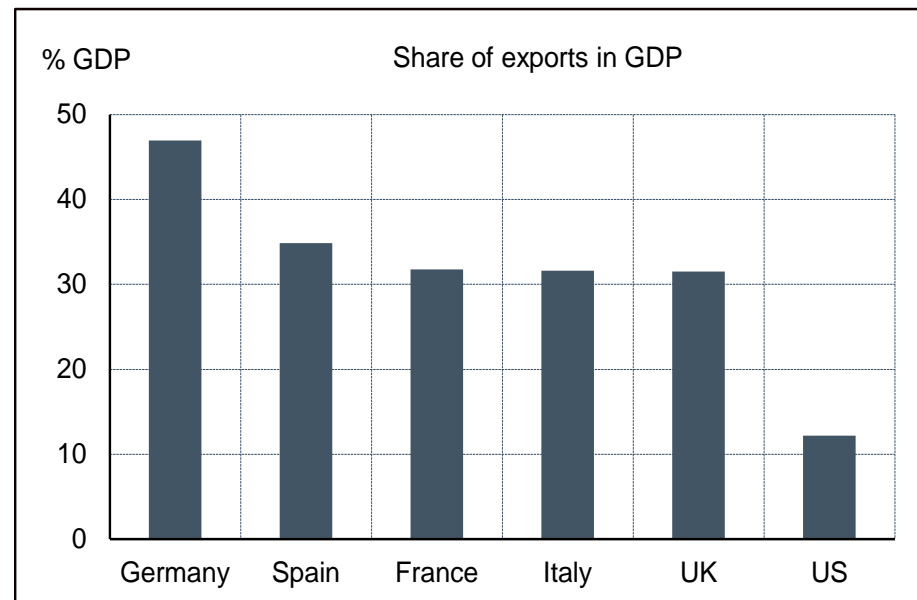


- **Crise et mesures d'urgence** – La gestion de la pandémie par les autorités a été pour le moins hésitante, passant d'une stratégie de recherche d'immunité collective à un plan de confinement extrêmement strict. La levée de ces mesures de confinement en a été plus tardive qu'en Europe continentale. Le PIB britannique a enregistré une chute spectaculaire en mars-avril, et un redressement très limité en mai. Pour protéger l'emploi, le gouvernement a mis en place un large système de chômage partiel (≈ 9.5 millions de personnes à son maximum).
- **Plan de relance** – Les vannes du budget sont grandes ouvertes, mais la priorité des autorités est concentrée sur le soutien à court terme. Les discussions avec l'UE concernant un accord de libre-échange ont repris mais rien n'a filtré d'un éventuel progrès. Le scénario central est plutôt celui d'un *no-deal Brexit*, ce qui ne peut qu'entretenir l'incertitude commerciale. Le climat n'est donc guère propice à faire des plans d'investissement à moyen terme.



Germany: fiscal metrics		
	bn€	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	65	1.9
_o/w partial unemployment	10	0.3
Guaranteed loans to firms	756	22.0
_o/w actually committed	33	1.0
2020 budget deficit (fcst)	243	7.1
_vs 2019 budget deficit	-50	-1.4
2020 gross public debt issuance (H1)	373	10.8
_vs 2019 issuance (H1)	211	6.1

* 2019 GDP = €3 441bn

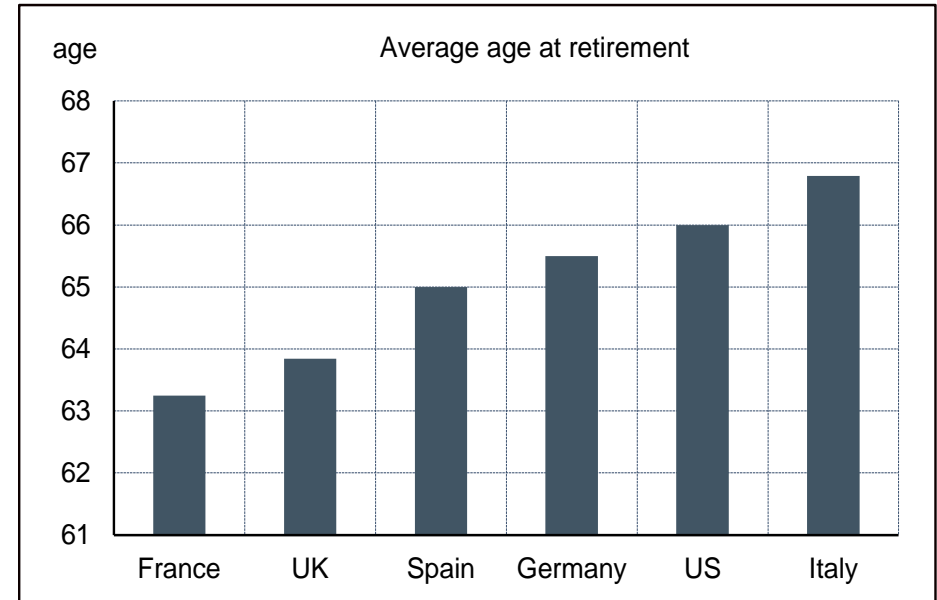


- Crise et mesures d'urgence** – L'Allemagne est à juste raison louée pour la manière dont elle a réagi à la crise sanitaire (un dépistage précoce qui a permis un confinement moins strict qu'en France, en Italie, en Espagne ou au Royaume-Uni). La récession a été sévère, il va sans dire, mais bien moindre qu'ailleurs. De surcroît, le pays avait d'importantes marges de manœuvre au plan budgétaire. Le système du *Kurzarbeit*, qui avait montré son efficacité après la crise financière de 2008, a été réactivé (≈8 millions de personnes à son maximum). L'économie allemande reste l'une des plus exposées à l'évolution de la demande externe.
- Plan de relance** – Le dernier paquet fiscal en date prévoit près de 50 Md€ pour des dépenses d'investissement, de quoi prolonger une tendance haussière amorcée depuis de nombreuses années. Par ailleurs, le gouvernement a nettement modifié sa position dans le débat budgétaire européen, jouant un rôle majeur dans l'adoption du "plan de relance" de l'UE - qui est la combinaison des plans nationaux (voir p.22).



France: fiscal metrics		
	bn€	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	40	1.6
_o/w partial unemployment	31	1.3
Guaranteed loans to firms	300	12.4
_o/w actually committed	106	4.4
2020 budget deficit (fcst)	247	10.2
_vs 2019 budget deficit	73	3.0
2020 gross public debt issuance (H1)	587	24.2
_vs 2019 issuance (H1)	411	16.9

* 2019 GDP = €2 427bn

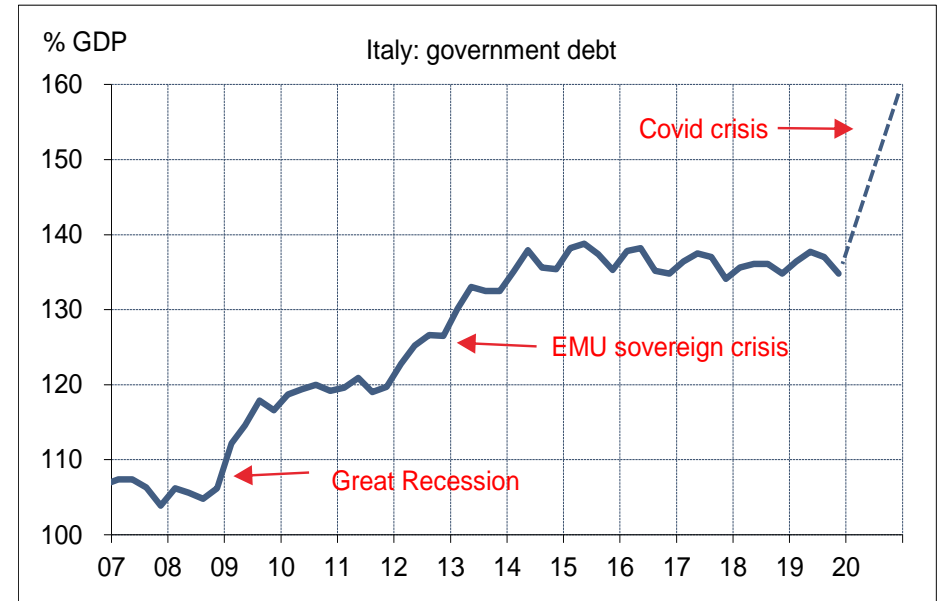


- Crise et mesures d'urgence** – Le dispositif de confinement français était très strict. Il s'ensuit que la contraction du PIB a été colossale en mars et avril. La levée progressive des restrictions de déplacement et d'activité à partir à la mi-mai, puis plus largement en juin, a permis un fort rebond. Le gouvernement a mis en place l'un des dispositifs de chômage partiel plus généreux au monde (plus de 13 millions de demande, pour un usage >8 millions à son maximum). Les conditions d'attribution ont été un peu durcies depuis juin (hausse de la charge pour l'employeur) mais ce système va perdurer car il est vu comme la meilleure protection du revenu disponible.
- Plan de relance** – La crise a suspendu le programme de réformes structurelles, déjà mis à mal par les grèves de la fin 2019 (réforme des retraites). La priorité est un plan de relance chiffré à 100Md€ (sans détails précis, sauf les injonctions au verdissement). Les impôts de production qui pèsent sur les entreprises seront abaissés (10 à 20Md€ sur deux ans). La France comme l'Allemagne a œuvré activement pour l'adoption du "plan de relance" de l'UE.



Italy: fiscal metrics		
	bn€	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	29	1.6
_o/w partial unemployment	14	0.8
Guaranteed loans to firms	300	16.8
_o/w actually committed	40	2.2
2020 budget deficit (fcst)	167	9.3
_vs 2019 budget deficit	29	1.6
2020 gross public debt issuance (H1)	318	17.8
_vs 2019 issuance (H1)	238	13.3

* 2019 GDP = €1 787bn

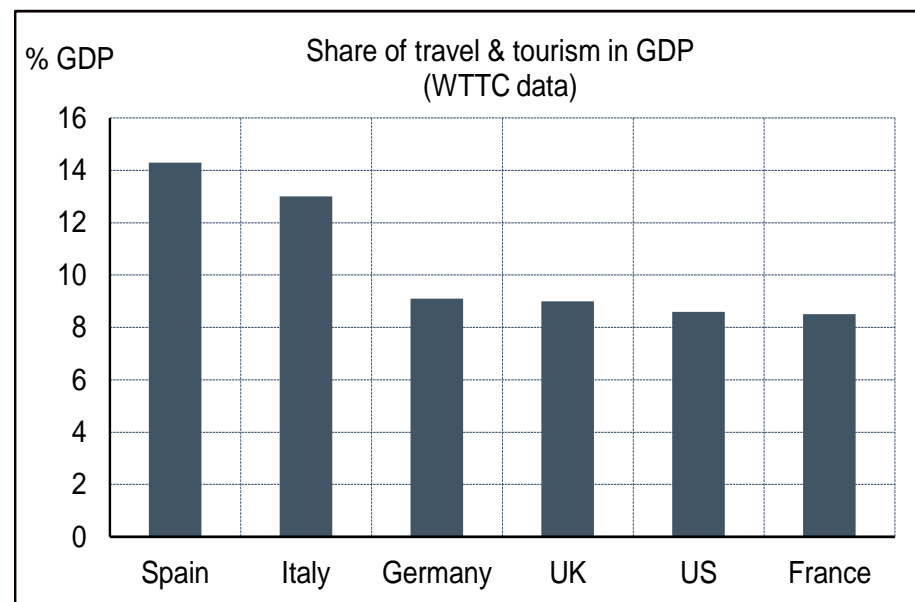


- Crise et mesures d'urgence** – L'Italie figure parmi les pays les plus rapidement et fortement touchés par la pandémie. La catastrophe sanitaire, ajoutée à une situation économique médiocre et des finances publiques dégradées, tout cela pouvait conduire à une crise financière. La menace était réelle en mars, avant que la BCE ne lance son programme PEPP. L'écartement du spread italien a été stoppé puis en large part corrigé. Comme dans les autres pays, le gouvernement a mis en place un système de chômage partiel afin de freiner les destructions d'emploi.
- Plan de relance** – Même si le coût du refinancement de la dette est tenu, les marges de manœuvre budgétaire sont très étroites. La hausse de la TVA initialement prévue a été annulée (un grand classique). Le ratio de dette pourrait avoisiner 160% du PIB à la fin 2020. L'Italie s'annonce comme l'un des principaux pays bénéficiaires du "plan de relance" de l'UE. Même si la mise en œuvre ne débutera pas avant 2021, avec une montée en puissance sur 2022-2024, les montants alloués à l'Italie pourraient représenter plus de 1.5% du PIB par an.



Spain: fiscal metrics		
	bn€	% GDP*
Emergency transfers to households & SMEs	24	1.9
_o/w partial unemployment	18	1.4
Guaranteed loans to firms	183	14.7
_o/w actually committed	77	6.2
2020 budget deficit (fcst)	115	9.2
_vs 2019 budget deficit	35	2.8
2020 gross public debt issuance (H1)	197	15.8
_vs 2019 issuance (H1)	118	9.5

* 2019 GDP = €1 245bn

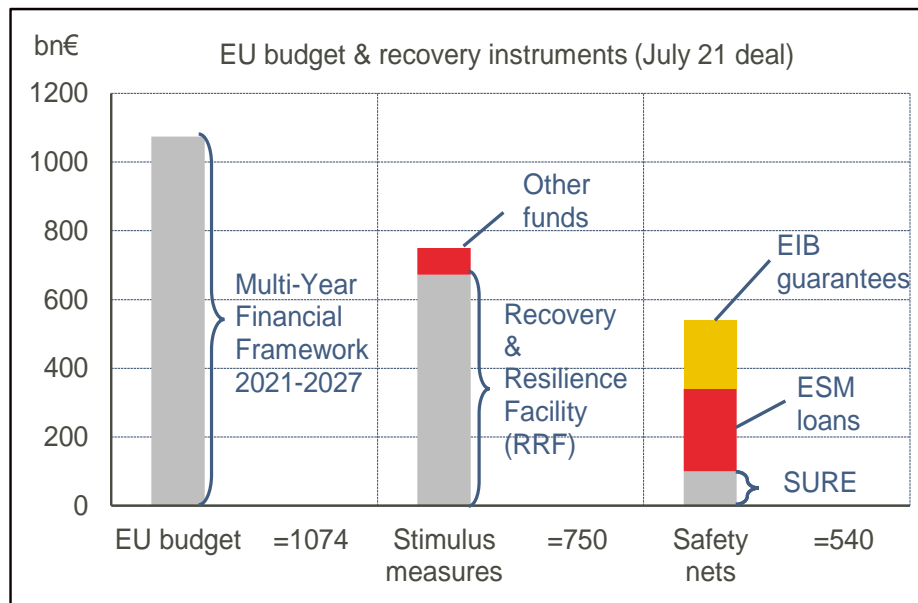


- Crise et mesures d'urgence** – Là encore, une population durement touchée par la pandémie, et une économie durement fragilisée par le confinement. En ligne avec la réaction des autres pays européens, un dispositif exceptionnel de chômage partiel a été mis en place (environ 3 millions de personnes). Avant la pandémie, l'Espagne était sortie du radar des risques européens, malgré l'instabilité du gouvernement et le problème récurrent de la Catalogne. Après la récession de 2012, le pays avait réformé son marché du travail (baisse des coûts). L'actuel gouvernement a fait le contraire (hausse du salaire minimum). Le secteur du tourisme a un poids très important dans l'activité totale. La chute des déplacements transfrontaliers risque de peser lourdement sur la saison estivale. Les vulnérabilités économiques vont s'accroître.
- Plan de relance** – Avec l'Italie et la Pologne, l'Espagne serait l'un des pays pouvant recevoir le plus de soutien dans le cadre du "plan de relance" de l'UE. Les montants en jeu pourrait avoisiner 2% du PIB par an lorsque le dispositif serait pleinement opérationnel, à partir de 2022. Reste au gouvernement à présenter un programme crédible d'investissement et de réformes structurelles.

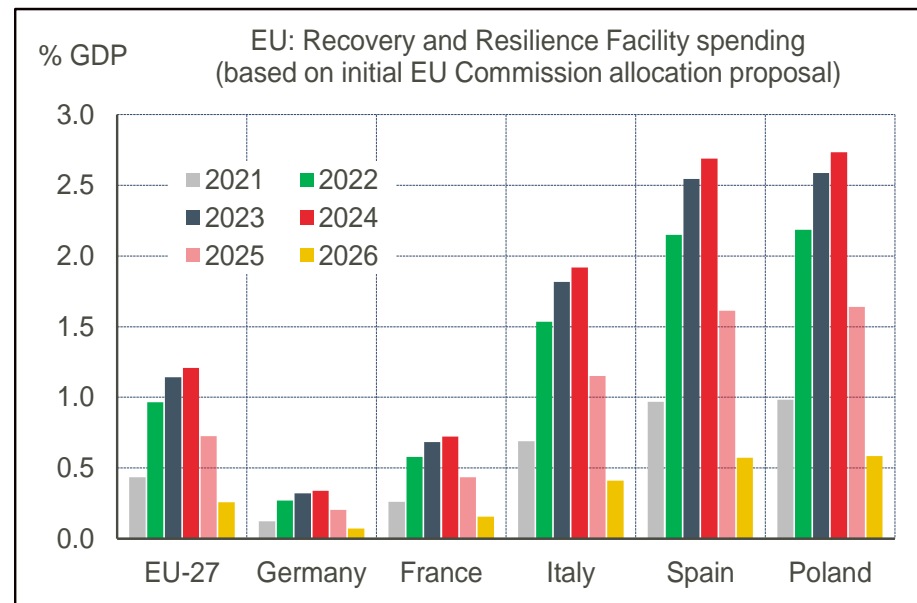
Europe – Le "plan de relance" sur le pas de tir / Décollage prévu 2021



①



②



① Un accord exceptionnellement rapide concernant le budget multi-annuel de l'UE et le "plan de relance" associé (750Md€)

- Il a fallu deux mois pour que l'initiative budgétaire franco-allemande, reprise par la CE, soit approuvée par le Conseil des 27. Certes, il y a des compromis, des conditions, et des zones d'ombre, mais l'enveloppe destinée à soutenir la reprise est d'une taille significative. Plus de la moitié est constituée de subventions.

② La répartition par pays n'est pas finalisée encore, mais elle offre un soutien bienvenu au sud de l'Europe (et à l'Est)

- Le plan est présenté comme "unique" (réponse à la pandémie) mais, le pas ayant été franchi une fois, cela pourra servir de modèle pour d'autres interventions si le besoin s'en fait sentir à l'avenir. L'intégration de l'UE a progressé. Contrairement à une présentation fréquente, le plan n'est pas un jeu à somme nulle.

Annexe statistique et graphique

1. Croissance du PIB réel des principaux pays (variation T/T-1 en %)
2. Contributions à la croissance du PIB réel: pays du G7
3. Croissance du PIB réel: pays du G7 + Chine
4. Croissance du PIB réel: pays d'Asie hors Chine-Japon (sélection)
5. Croissance du PIB réel: autres pays (sélection)
6. Production industrielle: pays du G7 + émergents (sélection)
7. Inflation des prix à la consommation: pays du G7 + Chine
8. Inflation des prix à la consommation: pays émergents (sélection)
9. Taux de chômage: pays du G7
10. Confiance des directeurs d'achat (indices PMI) : pays du G7 + BRIC
11. Confiance des ménages: pays développés (sélection)
12. Ventes de voitures: pays du G7 + Chine + Brésil
13. Taux directeurs des banques centrales: pays développés (sélection)
14. Taux directeurs de banques centrales: pays émergents (sélection)
15. Bilan des banques centrales: pays développés
16. Réserves de change: monde et principaux détenteurs
17. Balance des comptes courants: pays du G7 + Chine
18. Balance des comptes courants: pays émergents (sélection)
19. Taux de change contre EUR ou USD: principales devises
20. Dette publique (en % du PIB): pays européens (sélection)
21. Ratings souverains: pays européens (sélection)
22. Refinancement des banques auprès de l'Eurosystème
23. Prêts bancaires au secteur privé: pays européens (sélection)
24. Rendements à 10 ans des emprunts d'État

Annexe 1

Croissance du PIB réel des principaux pays (variation t/t-1 %)



	GDP 2019 bn \$	Weights 2019		Real GDP change (Q/Q non annualised, %)																								
		current \$	PPP \$	2015				2016				2017				2018				2019				2020				
				%	%	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
World *	86659	100.0	100.0	1.0	1.0	0.9	0.6	1.0	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	1.1	0.8	0.7	0.5	-3.4	-3.4	-4.0	e	
Developed countries	45523	52.5	34.4	0.8	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	0.4	0.6	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4	0.0	-2.0	-2.0	-10.2	e	
Asia excl. Japan	22390	25.8	35.4	1.7	1.7	1.5	1.3	1.8	1.8	1.6	1.3	1.4	1.7	1.7	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3	1.7	1.1	1.0	1.1	-5.6	-5.6	3.8	e	
US	21439	24.7	15.1	0.8	0.7	0.3	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.9	0.6	0.9	0.7	0.3	0.8	0.5	0.5	0.5	-1.3	-1.3	-		
EMU	12363	14.3	10.4	0.8	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.0	-3.6	-3.6	-		
- Germany	3863	4.5	3.1	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.8	0.6	0.2	0.4	1.2	0.6	0.9	0.7	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.5	-0.2	0.3	-0.1	-2.2	-2.2	-		
- France	2707	3.1	2.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.7	-0.2	0.2	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.2	0.2	0.3	0.6	0.5	0.3	0.2	-0.1	-5.3	-5.3	-		
- Italy	1989	2.3	1.7	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2	-5.3	-5.3	-		
Japan	5154	5.9	4.0	1.4	0.1	-0.1	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.3	1.2	0.4	0.6	0.5	-0.5	0.4	-0.8	0.6	0.6	0.5	0.0	-1.9	-0.6	-0.6	-		
UK	2744	3.2	2.2	0.5	0.7	0.4	0.7	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.1	0.5	0.6	0.2	0.7	-0.1	0.5	0.0	-2.2	-2.2	-		
Switzerland	715	0.8	0.4	-0.3	0.0	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	0.4	0.1	0.6	0.7	1.0	1.0	0.8	-0.3	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.3	-2.6	-2.6	-		
Canada	1731	2.0	1.3	-0.5	-0.3	0.4	0.1	0.5	-0.5	1.0	0.6	1.2	1.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.2	0.3	0.8	0.3	0.1	-2.1	-2.1	-		
Australia	1376	1.6	1.0	0.8	0.1	1.1	0.6	0.9	0.7	0.1	1.0	0.3	0.7	1.0	0.5	0.9	0.8	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.3	-0.3	-		
China	14140	16.3	19.2	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.8	1.7	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5	1.7	1.7	1.5	1.5	2.0	1.2	1.4	1.3	-10.0	-10.0	11.5		
Hong Kong	373	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5	0.1	-0.3	1.5	1.1	1.1	0.6	0.9	0.8	1.1	1.5	-0.1	0.1	-0.3	0.8	-0.3	-3.0	-0.5	-5.3	-5.3	-		
India **	2936	3.4	7.8	2.1	2.8	1.6	1.0	3.6	2.3	2.0	0.6	1.2	2.1	2.4	1.8	1.7	1.4	1.2	1.1	1.8	1.2	0.3	0.5	1.0	1.0	1.0	-	
Korea	1630	1.9	1.6	0.9	0.4	1.5	0.7	0.3	1.1	0.4	0.8	0.8	0.7	1.5	-0.1	1.1	0.6	0.6	0.9	-0.3	1.0	0.4	1.3	-1.3	-1.3	-3.3		
Indonesia **	1112	1.3	2.6	1.1	1.1	1.3	1.4	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4	1.0	1.1	-0.5	-0.5	-		
Taiwan	586	0.7	0.9	0.6	-1.4	-0.1	0.0	0.8	0.9	0.4	0.9	0.8	0.5	1.2	0.8	1.1	0.3	0.2	0.8	0.7	0.7	0.5	1.9	-1.5	-1.5	-		
Thailand	529	0.6	1.0	0.5	0.4	1.5	0.7	0.7	0.8	1.0	0.9	0.9	1.3	1.3	0.5	1.9	0.8	0.1	1.0	1.0	0.3	0.3	-0.2	-2.2	-2.2	-		
Malaysia **	365	0.4	0.8	1.4	1.0	0.9	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.7	1.4	1.5	1.1	1.2	0.9	1.1	1.5	1.1	1.1	0.6	0.8	-1.6	-1.6	-		
Philippines	357	0.4	0.7	1.6	1.7	1.4	2.3	1.7	1.7	1.4	1.9	1.5	2.1	1.7	1.1	1.6	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2	2.3	1.8	-5.1	-5.1	-		
Singapore	363	0.4	0.4	-0.4	1.2	1.2	0.0	0.7	1.0	0.8	1.8	0.6	0.3	2.3	1.4	0.8	0.5	0.2	-0.3	0.6	-0.2	0.6	0.2	-0.8	-0.8	-12.4		
Brazil	1847	2.1	2.4	-1.2	-2.1	-1.4	-0.8	-0.9	-0.1	-0.7	-0.6	1.7	0.5	0.0	0.2	0.8	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.5	0.5	0.4	-1.5	-1.5	-		
Chile	294	0.3	0.3	0.1	1.0	0.0	1.1	0.5	-0.4	0.5	0.4	-0.9	0.9	1.9	0.9	1.3	0.9	-0.1	1.0	0.1	0.8	0.8	-4.1	3.0	3.0	-		
Mexico	1274	1.5	1.8	0.6	1.2	1.2	-0.2	0.6	0.4	1.0	1.1	0.5	0.3	-0.4	1.3	1.3	-0.1	0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.6	-1.2	-1.2	-		
Russia **	1638	1.9	3.1	-2.7	-0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.4	0.1	0.8	0.9	0.4	0.3	-0.6	2.2	0.5	0.3	-0.2	0.0	1.0	0.7	0.3	-0.4	-0.4	-		
Poland	566	0.7	0.9	1.2	0.7	1.1	1.2	-0.2	1.3	0.2	2.3	1.0	1.0	1.1	1.7	1.4	1.3	1.3	0.8	1.4	0.7	1.2	0.2	-0.4	-0.4	-		
Turkey	744	0.9	1.7	1.9	1.4	1.6	0.6	0.5	1.1	-3.1	5.8	1.5	1.7	1.8	2.3	1.3	0.0	-1.3	-2.9	2.1	1.1	0.7	1.9	0.6	0.6	-		
South Africa	359	0.4	0.6	0.5	-0.7	0.1	0.3	-0.4	0.8	0.2	0.1	-0.1	0.8	0.7	0.8	-0.7	-0.1	0.5	0.4	-0.9	0.7	-0.1	-0.3	-0.6	-0.6	-		

* as usual, world weighting is based on real GDP at PPP exchange rate (IMF data)

** for those countries, seasonally-adjusted figures by ODDO BHF

Annexe 2

Contributions à la croissance du PIB réel: pays du G7

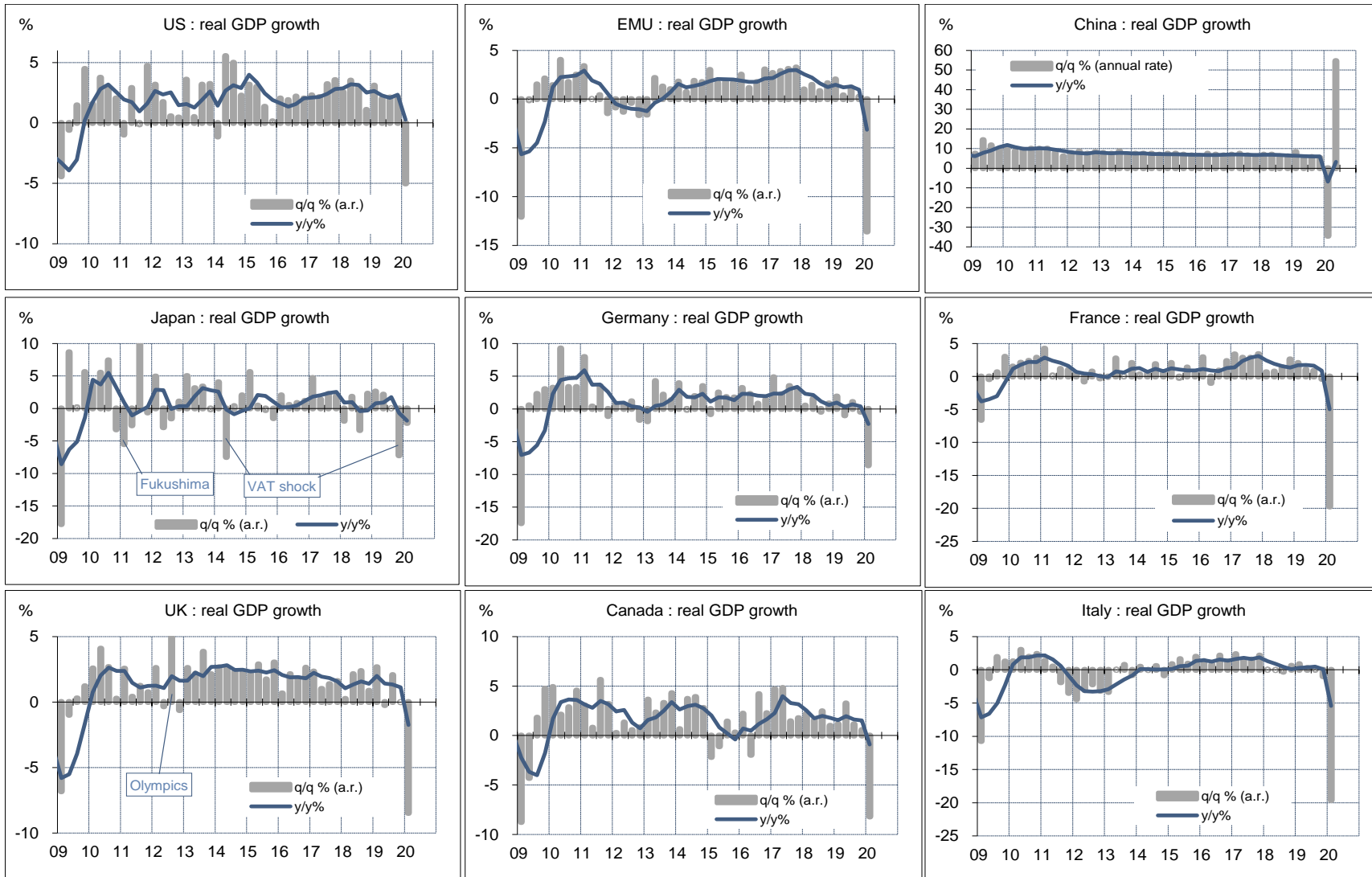


	Real GDP change (Q/Q non annualised, %) and contributions to growth *																							
	Pre-crisis 1999-2007	Crisis Q3 08-Q2 09	Post-crisis 2010-2019	2015				2016				2017				2018				2019				2020
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
US																								
Real GDP qoq %	0.7	-1.0	0.6	0.8	0.7	0.3	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.9	0.6	0.9	0.7	0.3	0.8	0.5	0.5	0.5	-1.3
- Inventories	0.0	-0.3	0.0	0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.3	-0.2	0.0	-0.3	0.5	0.0	0.1	-0.2	0.0	-0.2	-0.4
- Net exports	-0.1	0.3	-0.1	-0.4	0.0	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.3	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.2	-0.5	-0.1	0.2	-0.2	0.0	0.4	0.3
- Final demand	0.8	-1.0	0.6	0.7	0.8	0.7	0.3	0.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	1.2	0.6	1.0	0.7	0.3	0.5	0.9	0.6	0.4	-1.2
Japan																								
Real GDP qoq %	0.3	-1.6	0.3	1.4	0.1	-0.1	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.3	1.2	0.4	0.6	0.5	-0.5	0.4	-0.8	0.6	0.6	0.5	0.0	-1.9	-0.6
- Inventories	0.0	-0.5	0.0	0.3	0.5	-0.3	-0.1	-0.1	0.4	-0.5	-0.2	0.2	0.0	0.5	0.1	-0.4	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.1
- Net exports	0.1	-0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.3	0.5	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.5	0.5	-0.3	-0.2	0.5	-0.2
- Final demand	0.2	-0.7	0.2	1.1	-0.2	0.3	-0.3	0.2	-0.4	0.4	0.2	0.9	0.6	-0.5	0.5	-0.1	0.5	-0.9	1.1	0.1	0.8	0.5	-2.4	-0.3
Germany																								
Real GDP qoq %	0.4	-1.7	0.5	-0.2	0.6	0.5	0.4	0.8	0.6	0.2	0.4	1.2	0.6	0.9	0.7	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.5	-0.2	0.3	-0.1	-2.2
- Inventories	0.0	-0.5	0.0	0.1	-0.5	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.6	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.2	0.8	-0.3	-0.8	0.2	-0.9	0.3	0.3
- Net exports	0.2	-0.9	0.0	-0.4	0.6	-0.4	-0.5	-0.4	0.7	-0.2	-0.6	0.7	-0.2	0.5	0.1	0.1	-0.2	-1.0	-0.2	0.2	-0.6	0.7	-0.4	-0.9
- Final demand	0.2	-0.3	0.4	0.1	0.5	0.8	0.8	1.1	0.0	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.2	0.4	0.1	0.7	1.1	0.2	0.5	0.0	-1.6
France																								
Real GDP qoq %	0.6	-0.9	0.3	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.7	-0.2	0.2	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.2	0.2	0.3	0.6	0.5	0.3	0.2	-0.1	-5.3
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.2	-0.4	0.4	0.4	-0.3	-0.9	0.5	-0.3	0.7	-0.7	0.3	0.1	0.0	0.2	-0.4	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.5	0.7
- Net exports	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.3	-0.5	-0.6	0.1	0.5	-0.5	0.0	-0.7	0.9	-0.3	0.4	-0.1	-0.2	0.3	0.2	-0.3	-0.2	-0.4	0.1	0.0
- Final demand	0.6	-0.4	0.3	0.5	0.0	0.5	0.3	1.0	0.1	0.2	0.8	0.8	0.5	0.7	0.3	0.2	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.3	-6.0
Italy																								
Real GDP qoq %	0.4	-1.7	0.0	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4	0.5	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2	-5.3
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.7	-0.3	0.4	0.0	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.5	-0.3	0.3	-0.3	0.1	-0.3	0.3	-0.7	0.1	0.2	-0.8	1.0
- Net exports	0.0	-0.3	0.1	-0.7	0.0	-0.4	0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.5	0.2	-0.2	0.1	-0.4	0.3	-0.2	0.7	0.0	-0.4	0.6	-0.8
- Final demand	0.4	-1.0	-0.1	0.2	0.7	0.2	0.3	0.7	0.1	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.2	0.3	-0.1	0.1	0.3	0.0	0.2	-0.1	-5.5
EMU																								
Real GDP qoq %	0.6	-1.4	0.3	0.7	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.4	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.2	0.4	0.2	0.4	0.5	0.1	0.3	0.1	-3.6
- Inventories	0.0	-0.4	0.0	0.2	-0.3	0.3	0.0	0.1	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.3
- Net exports	0.0	-0.2	0.1	0.2	-1.2	0.8	-0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.2	0.6	-1.1	1.6	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.3	-1.4	1.2	-0.8	-0.4
- Final demand	0.5	-0.8	0.3	0.3	1.9	-0.6	0.9	0.7	0.5	0.4	0.7	0.0	1.9	-0.7	0.5	0.3	0.5	0.2	0.7	0.5	1.5	-0.7	1.2	-3.5
UK																								
Real GDP qoq %	0.7	-1.4	0.5	0.5	0.7	0.4	0.7	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.1	0.5	0.6	0.2	0.7	-0.1	0.5	0.0	-2.2
- Inventories	0.0	0.0	0.0	0.4	-1.3	0.1	1.0	-1.0	-0.7	1.1	-1.0	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.5	-0.3	0.9	2.7	-3.4	-0.9	-1.2	2.1
- Net exports	0.0	0.0	0.0	-0.8	0.9	-0.2	-0.3	-0.1	0.3	-1.6	1.4	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.4	-1.0	-2.4	2.8	1.1	1.4	-1.4
- Final demand	0.8	-1.4	0.4	1.0	1.1	0.5	0.0	1.2	1.0	1.0	0.2	0.3	0.4	0.2	0.4	0.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.2	-0.2	-2.9

* do not sum up exactly due to roundings

Annexe 3

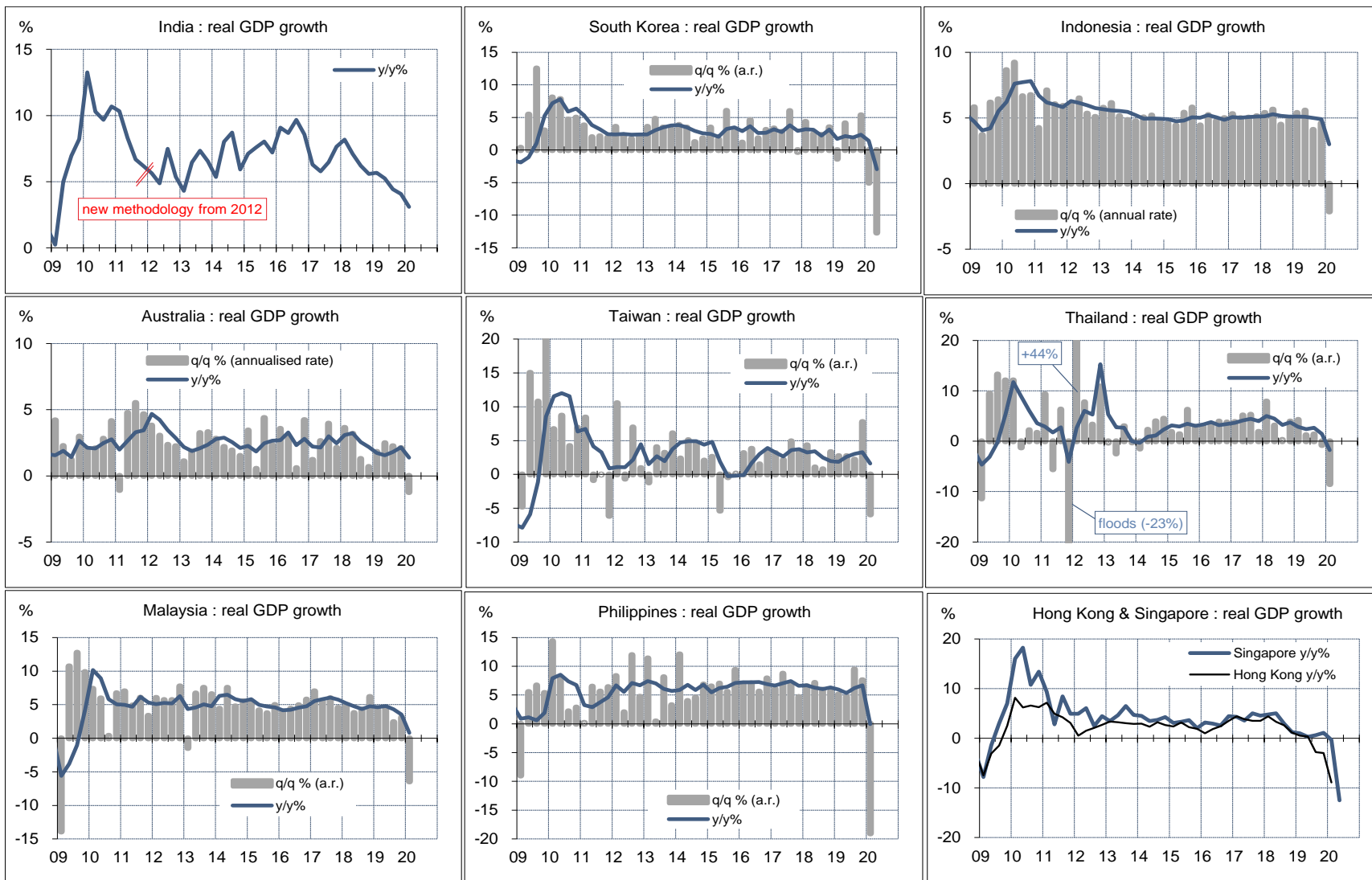
Croissance du PIB réel: pays du G7 + Chine



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 4

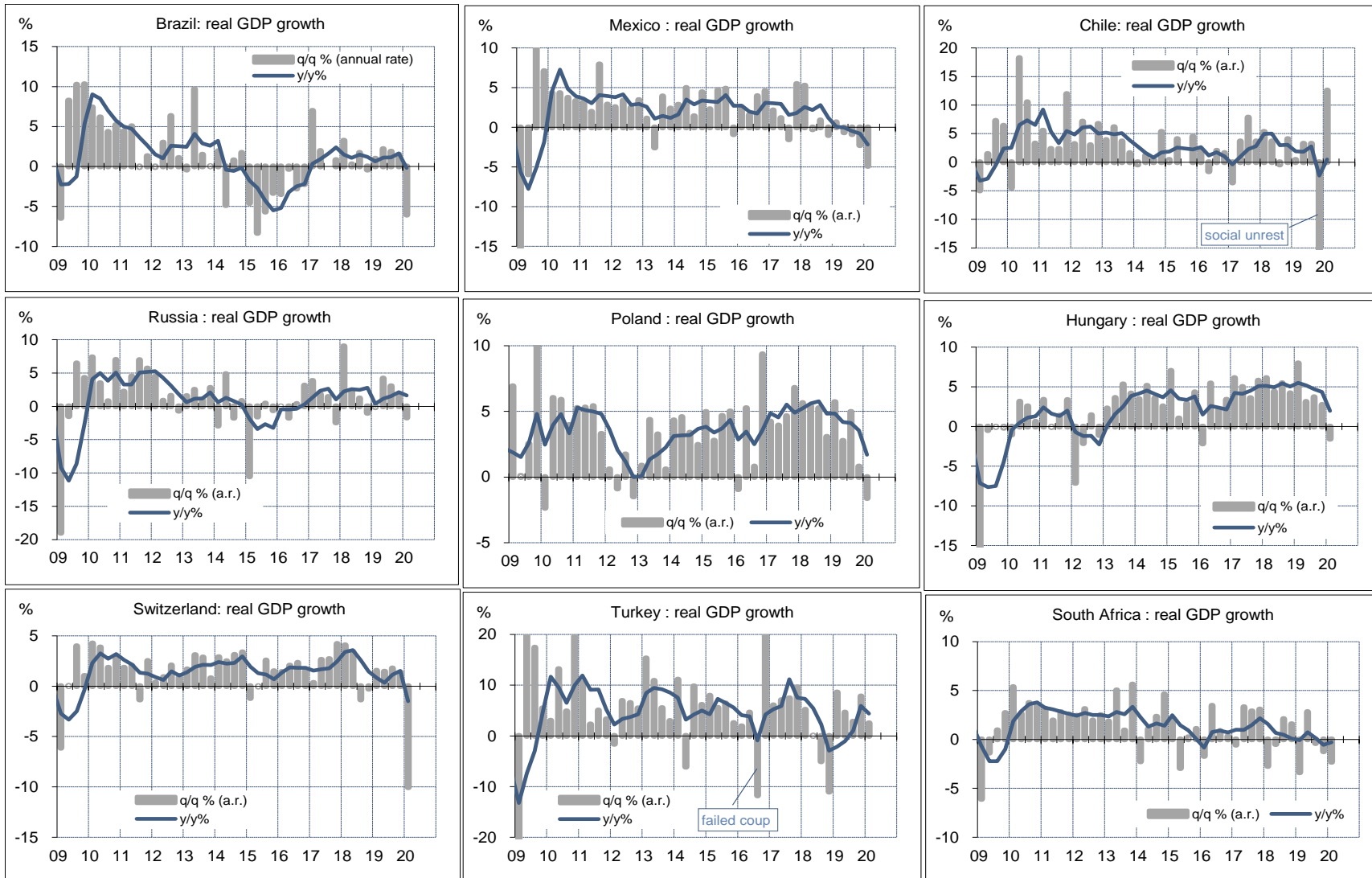
Croissance du PIB réel: pays d'Asie hors Chine-Japon (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 5

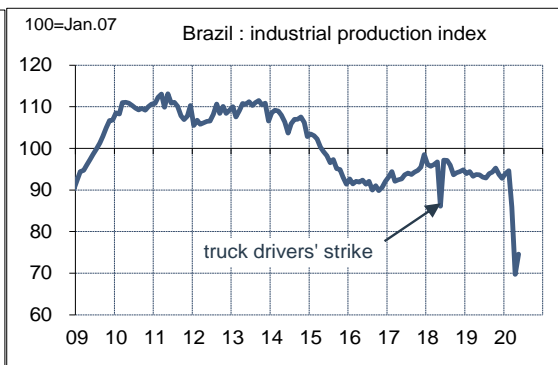
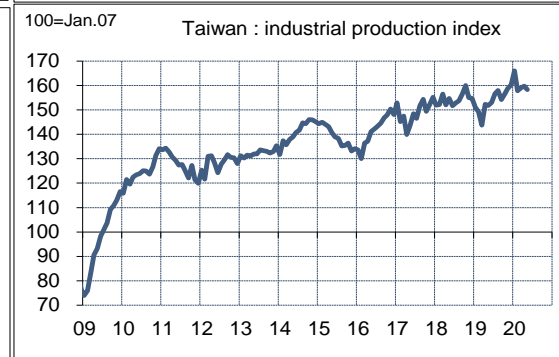
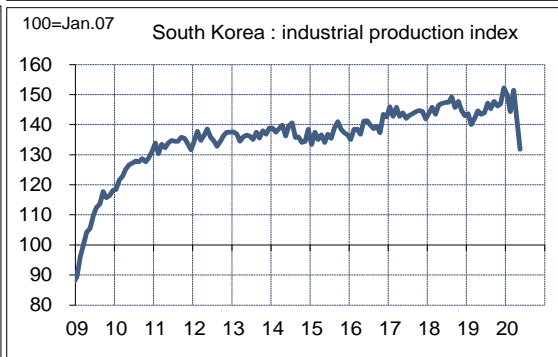
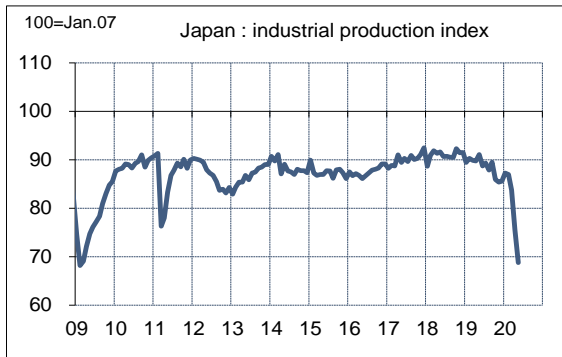
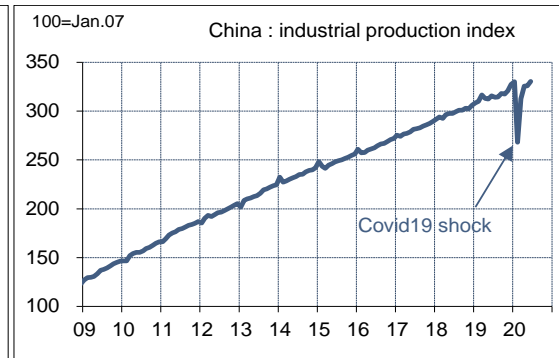
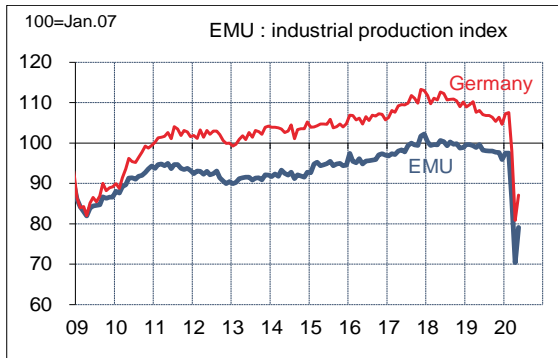
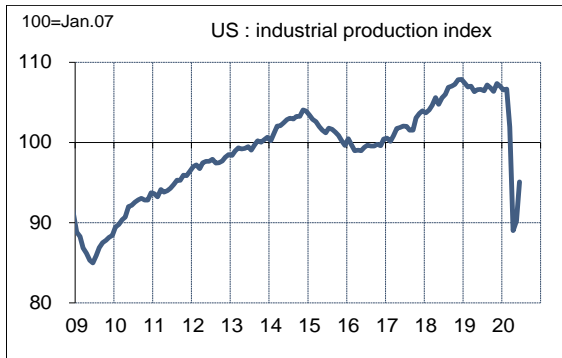
Croissance du PIB réel: autres pays (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

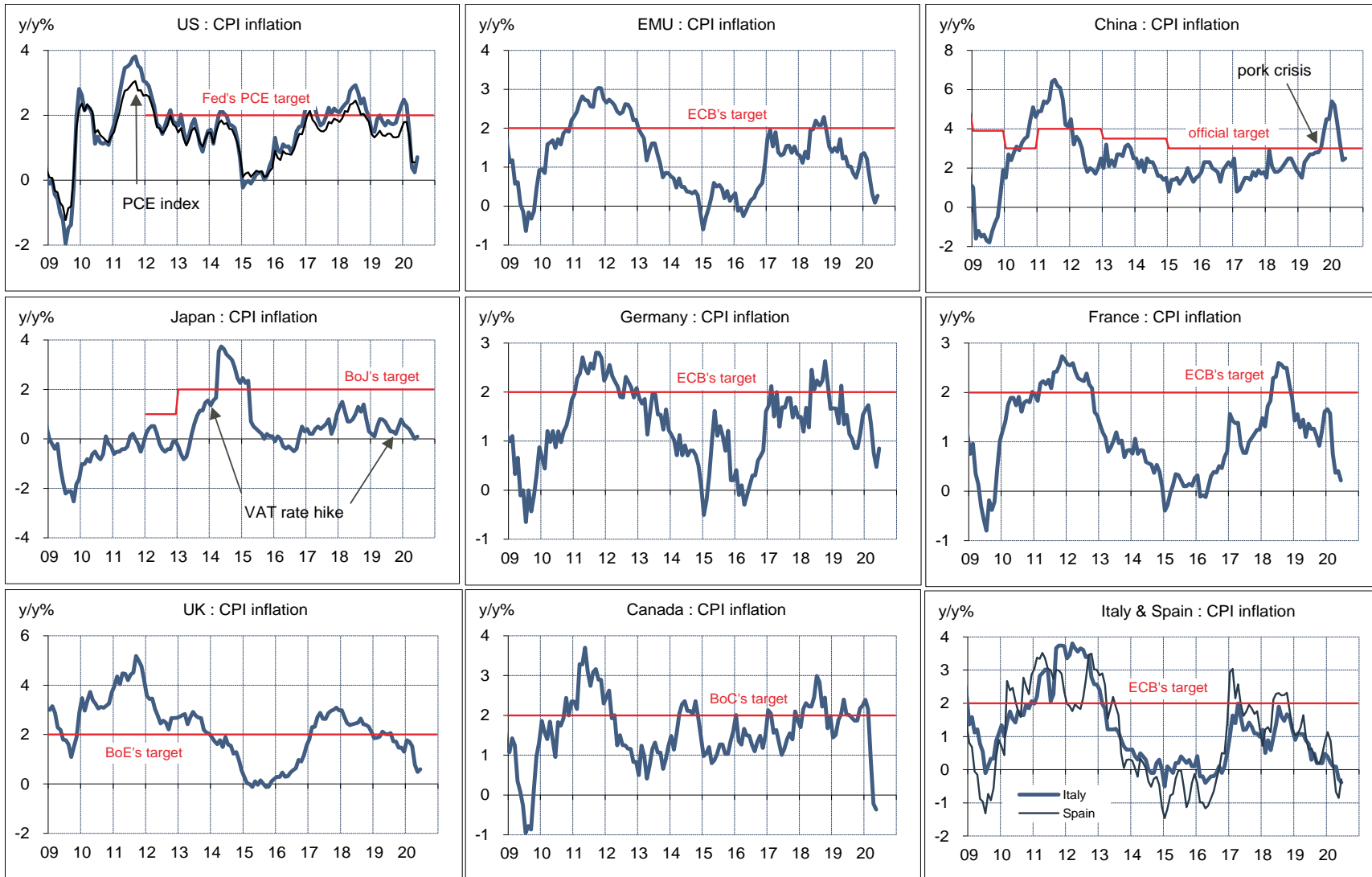
Annexe 6

Production industrielle (indice): sélection de pays



Annexe 7

Inflation des prix à la consommation: pays du G7 + Chine

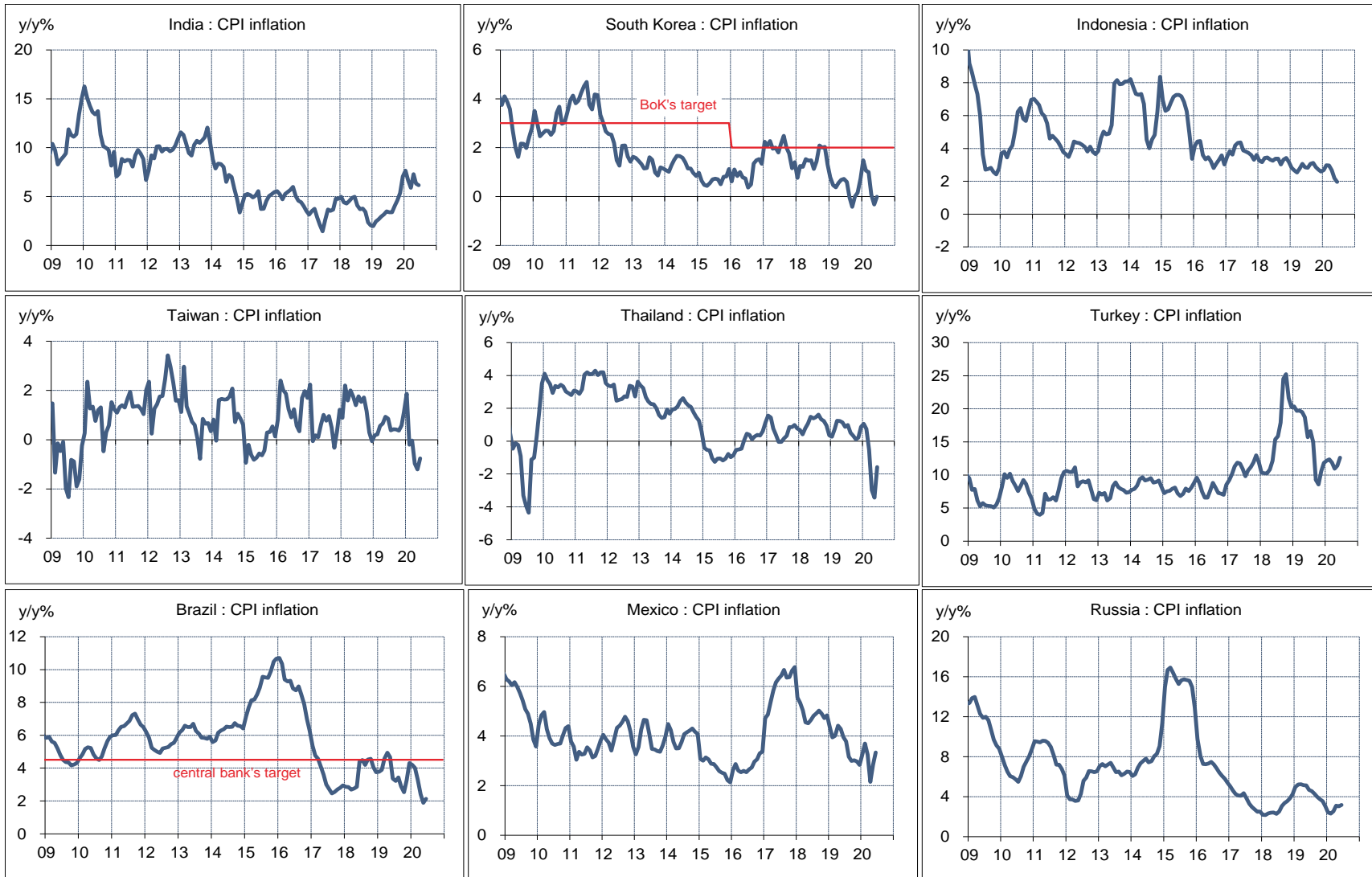


Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

23/07/2020

Annexe 8

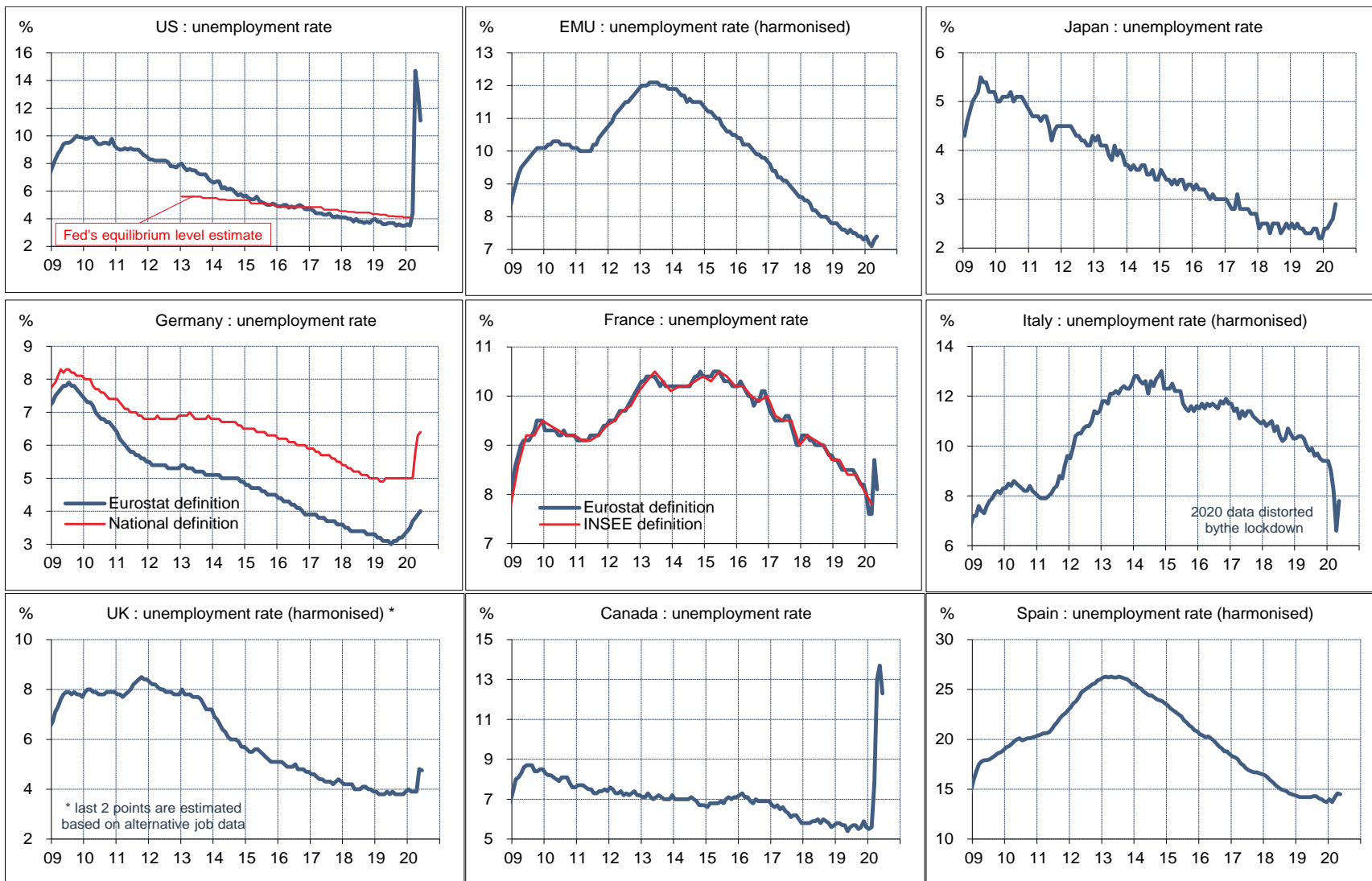
Inflation des prix à la consommation: pays émergents (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

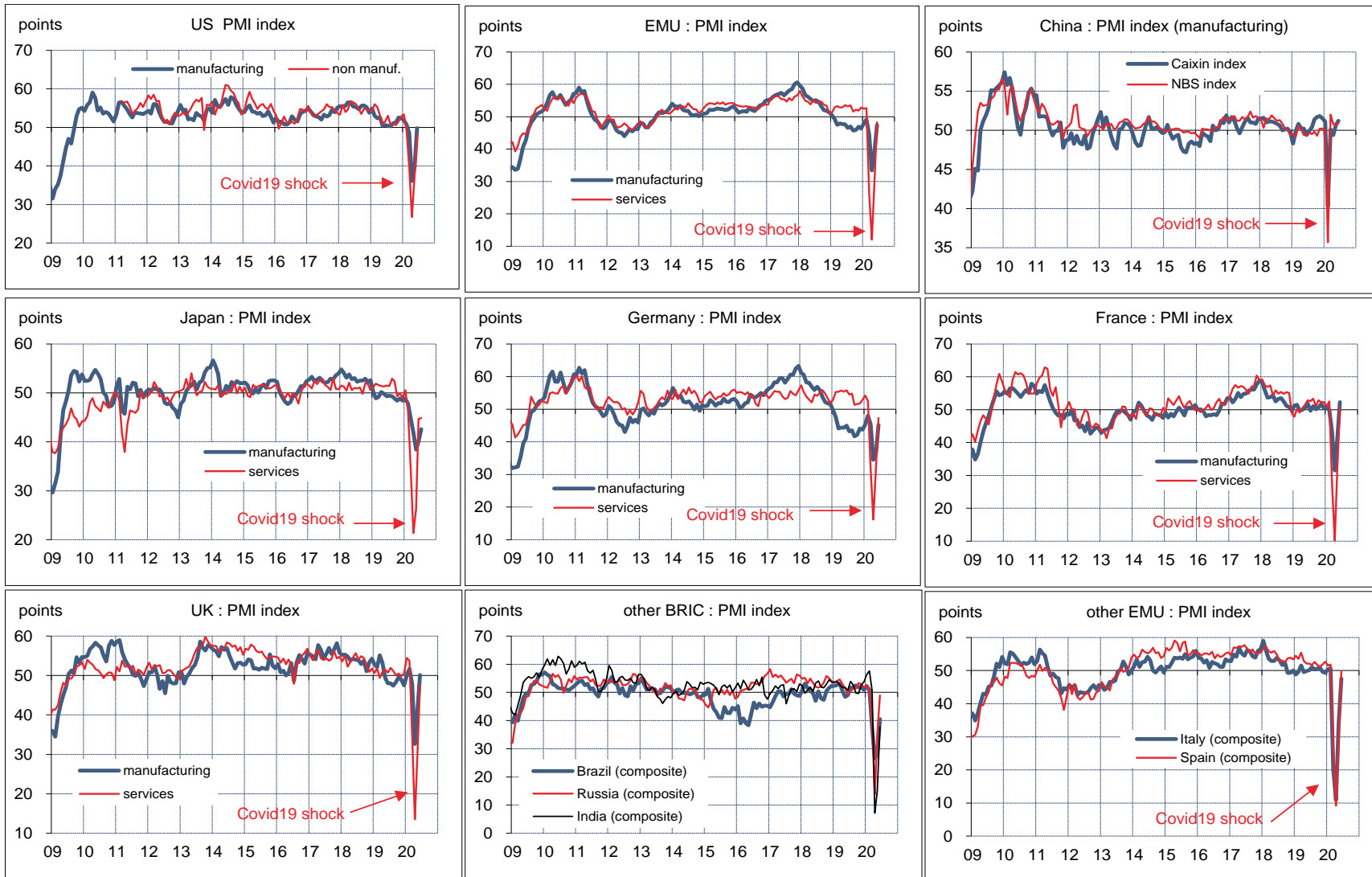
Annexe 9

Taux de chômage: pays du G7



Annexe 10

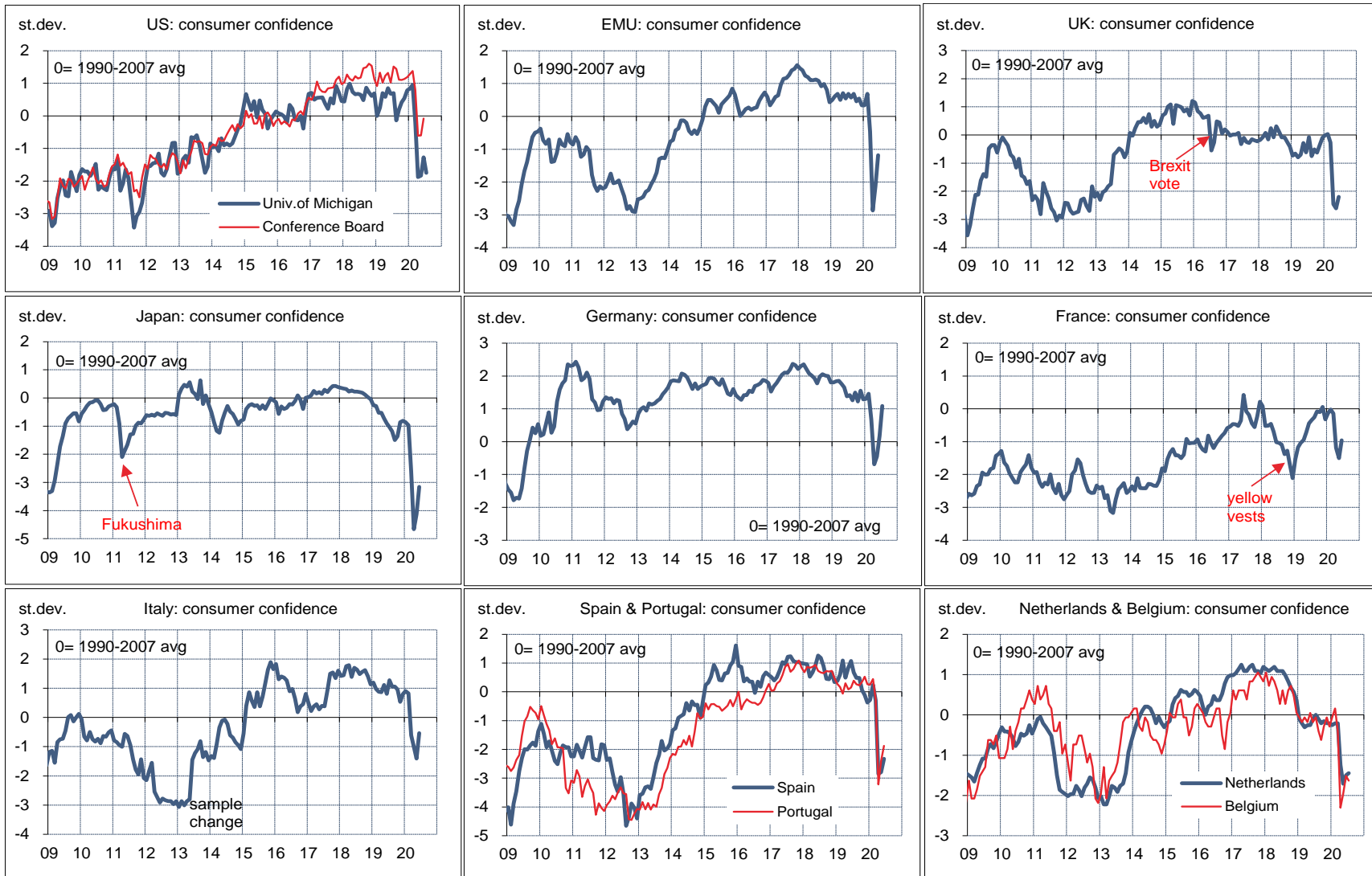
Confiance des directeurs d'achat (indice PMI): pays du G7 + BRIC



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 11

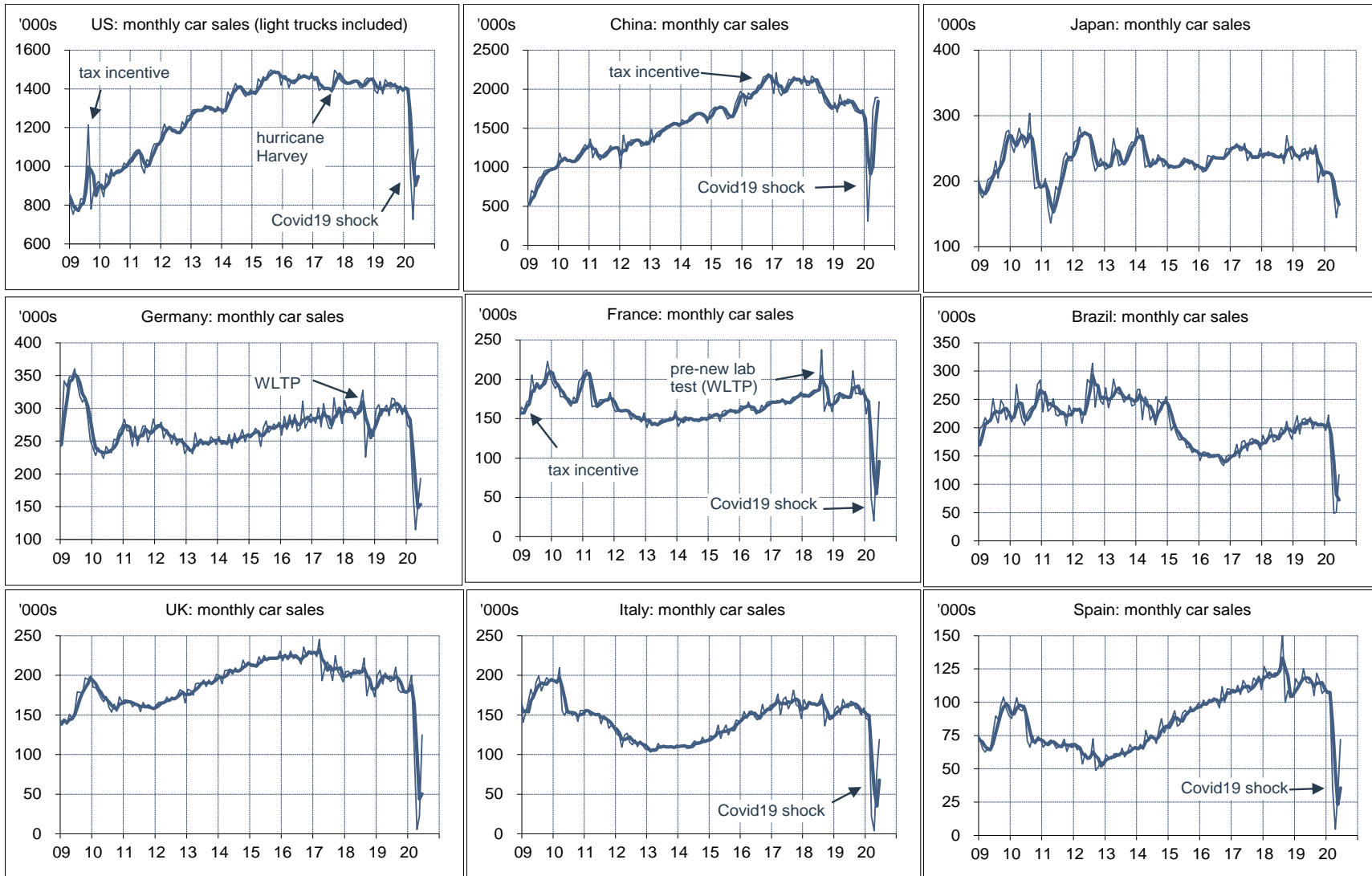
Confiance des ménages: pays développés (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 12

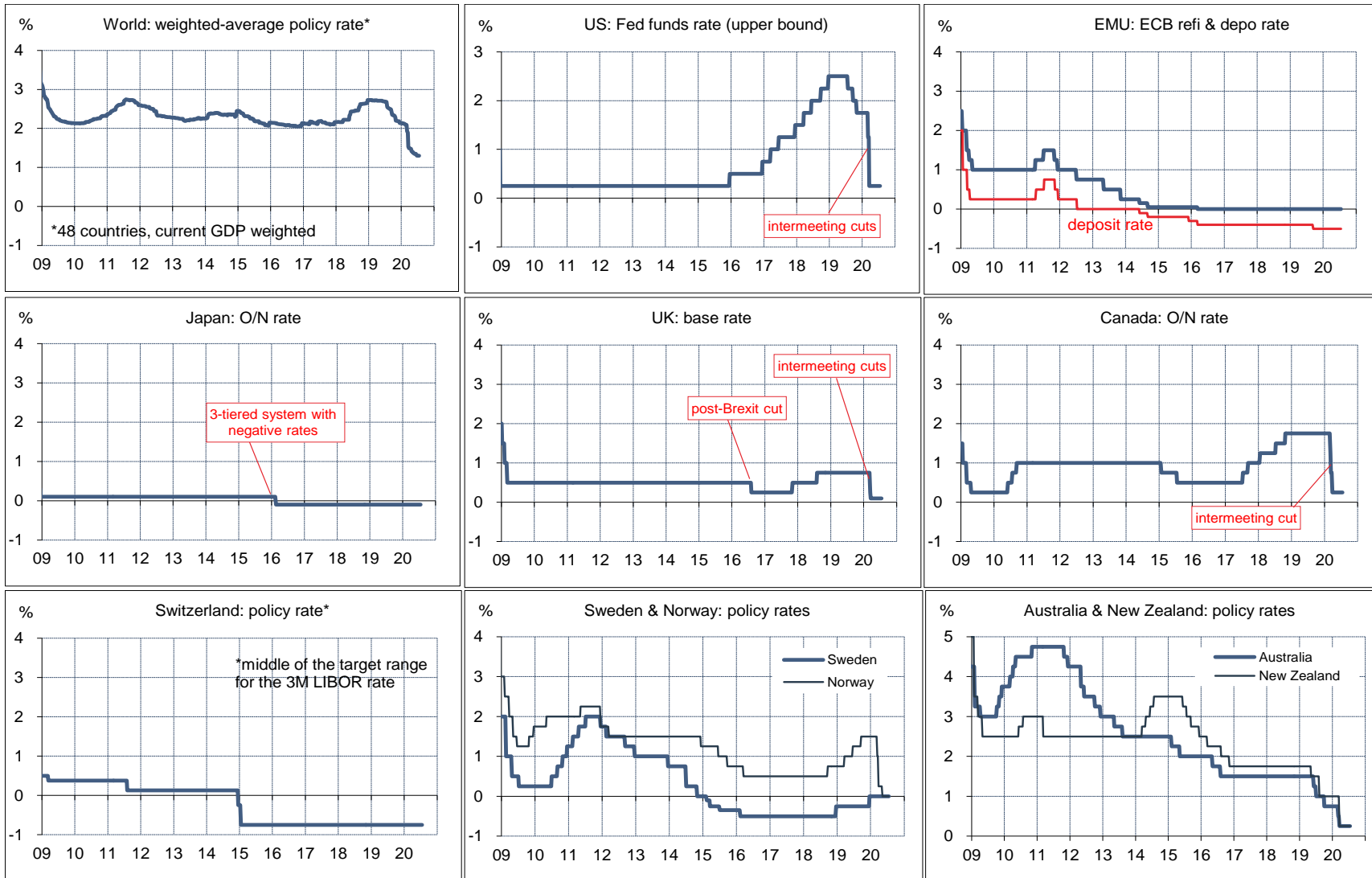
Ventes de voitures: pays du G7 + Chine + Brésil



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

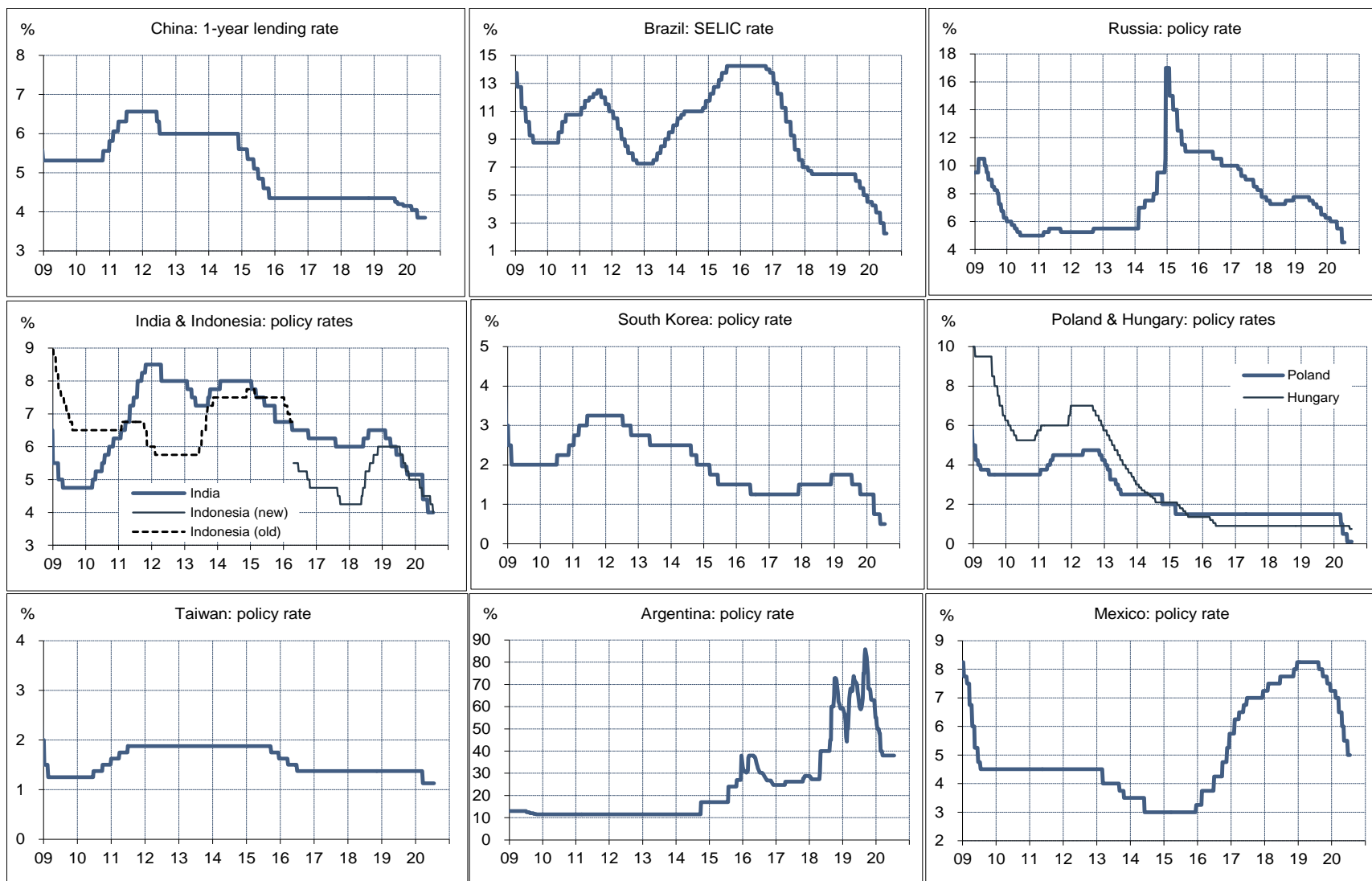
Annexe 13

Taux directeurs des banques centrales: pays développés (sélection)



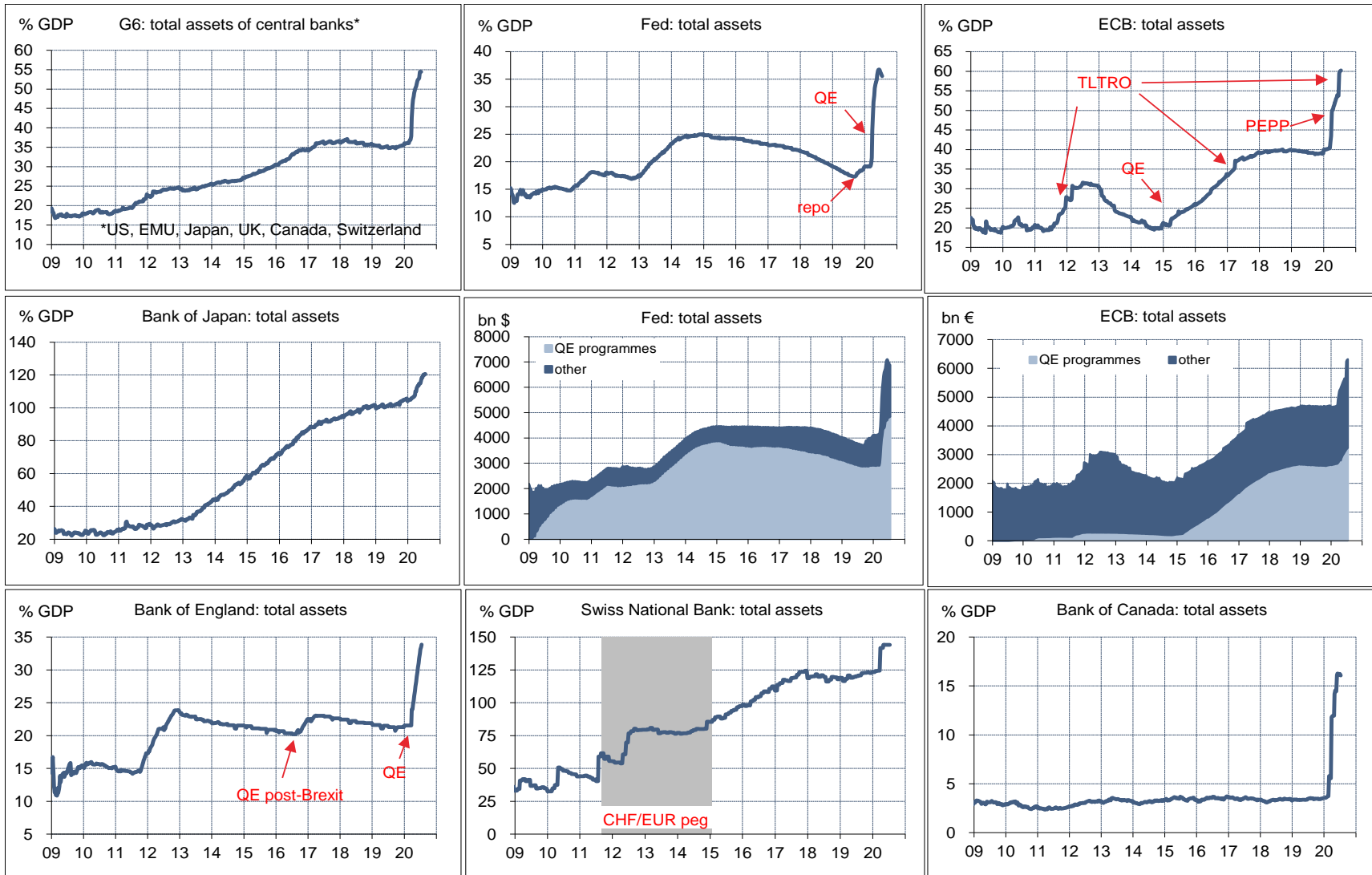
Annexe 14

Taux directeurs des banques centrales: pays émergents (sélection)



Annexe 15

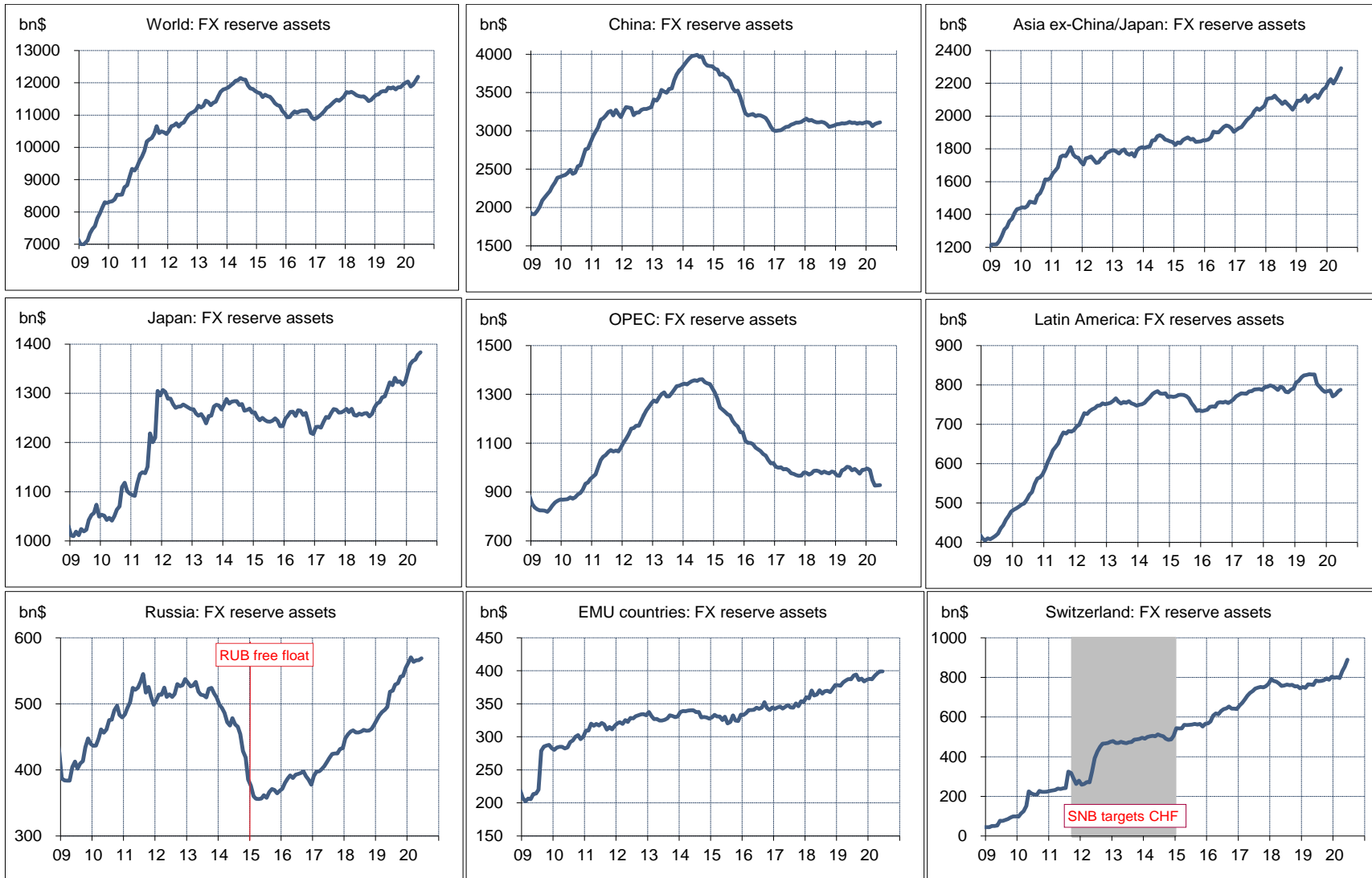
Bilan des banques centrales: pays développés (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 16

Réserves de change en dollar: monde et principaux pays détenteurs

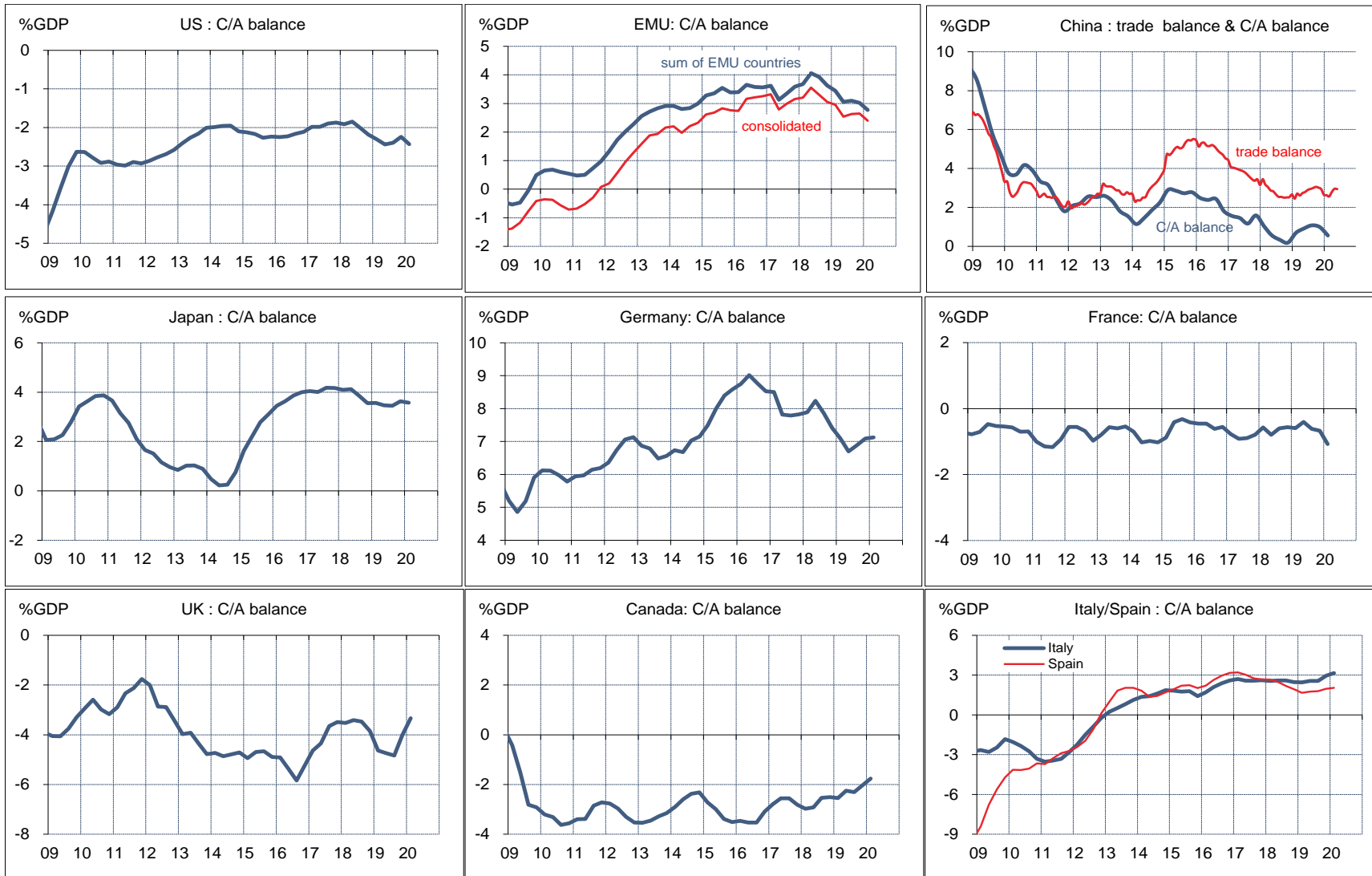


Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

23/07/2020

Annexe 17

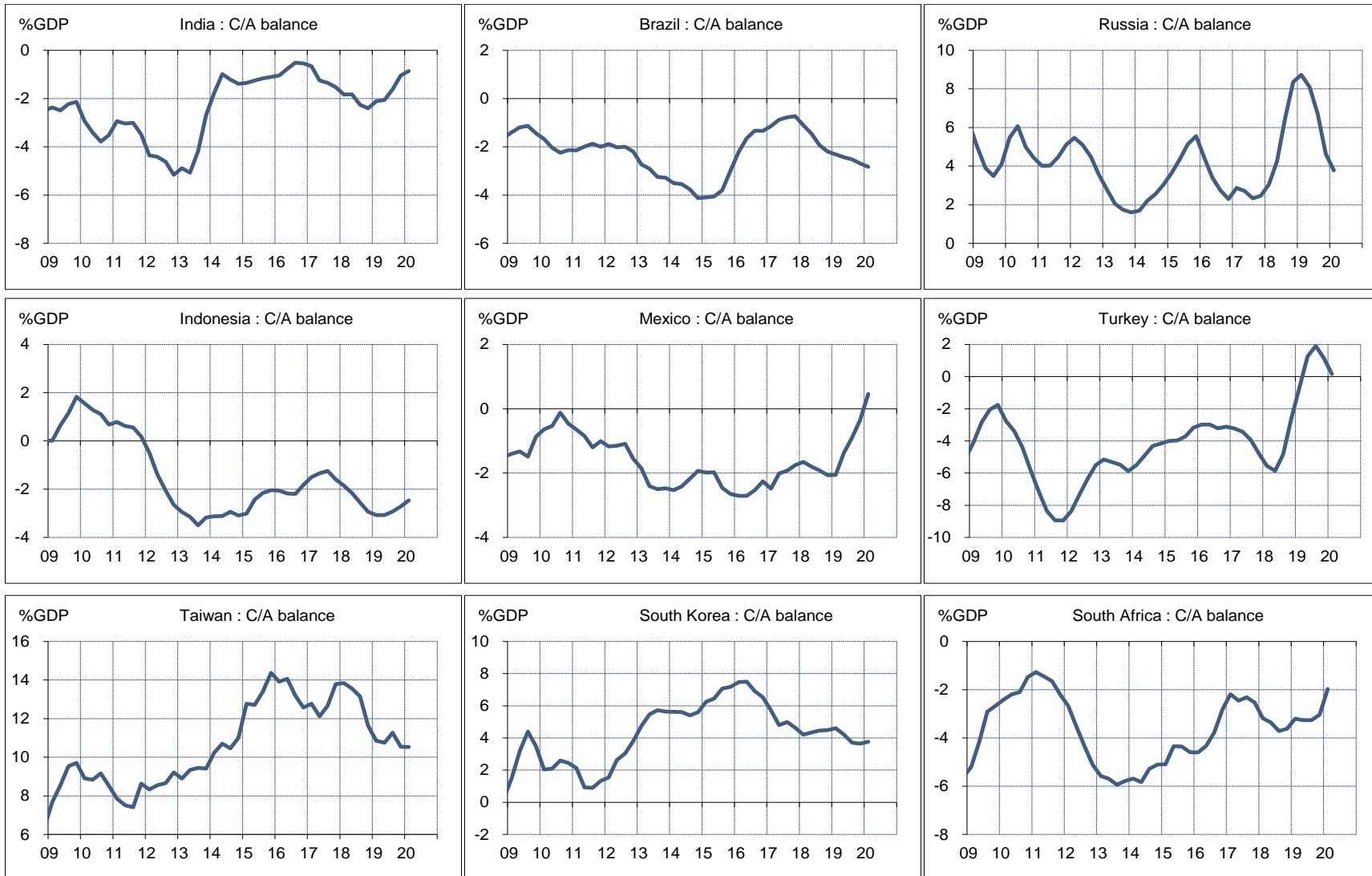
Balance des comptes courants (% du PIB): pays du G7 + Chine



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 18

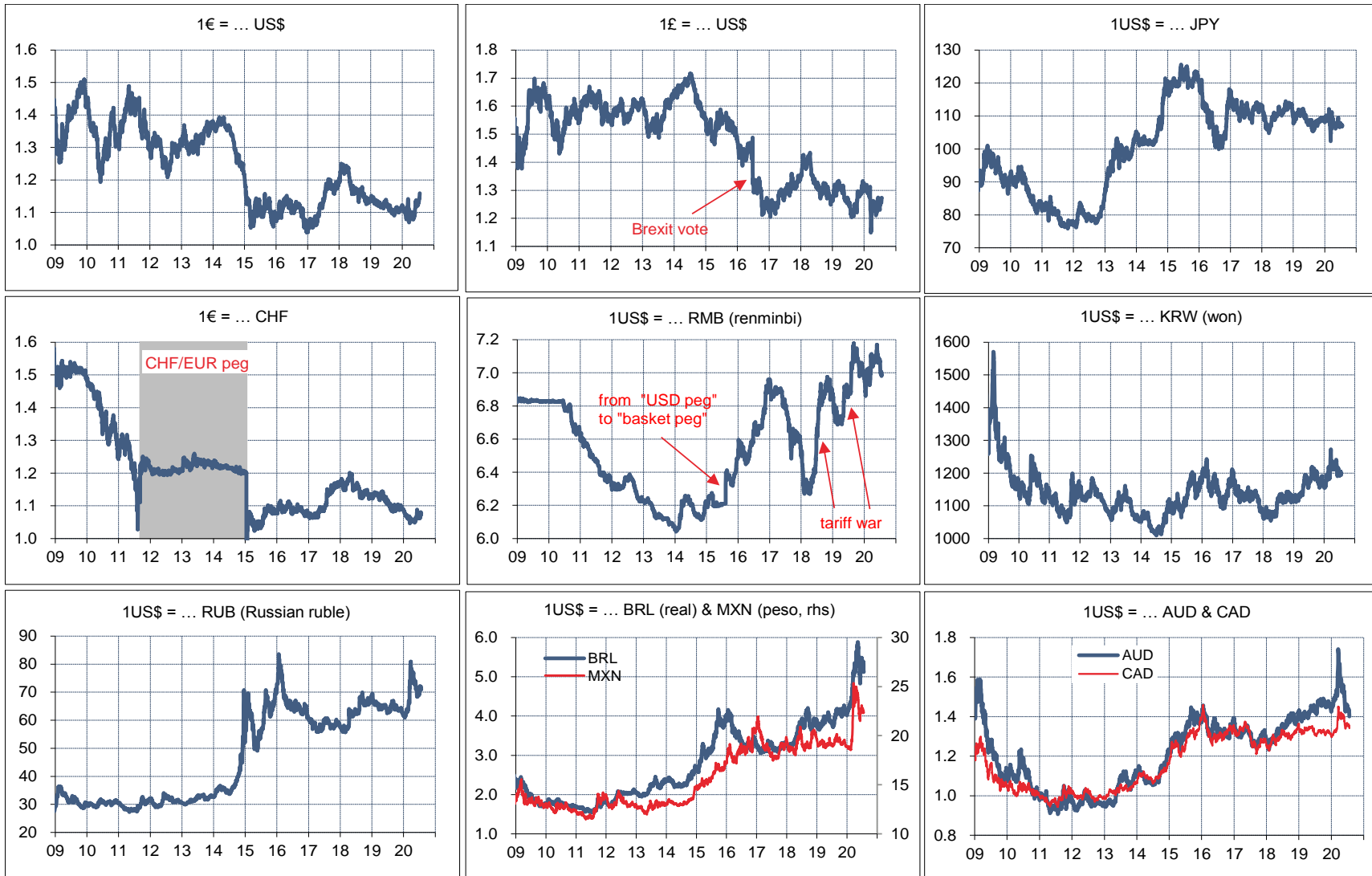
Balance des comptes courants (% du PIB): pays émergents



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 19

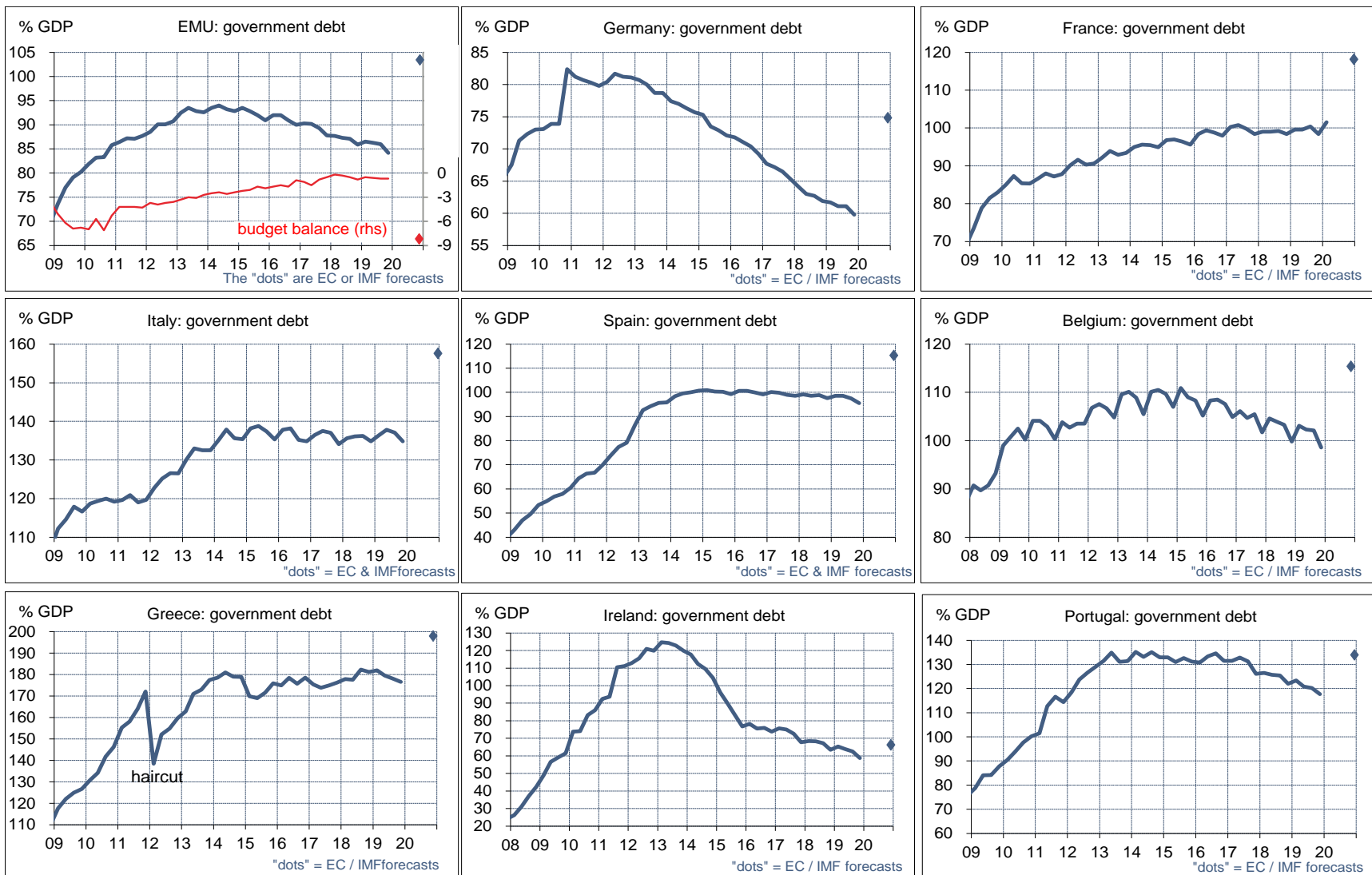
Taux de change vs EUR ou USD: principales devises



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

Annexe 20

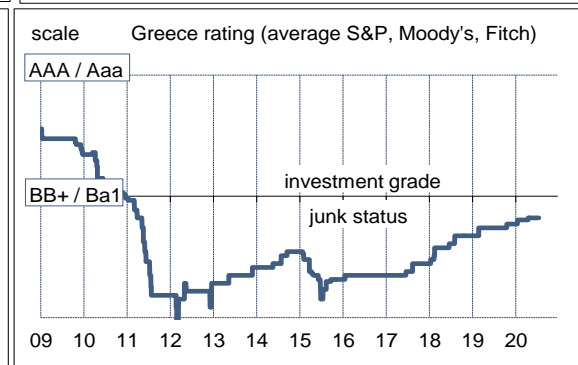
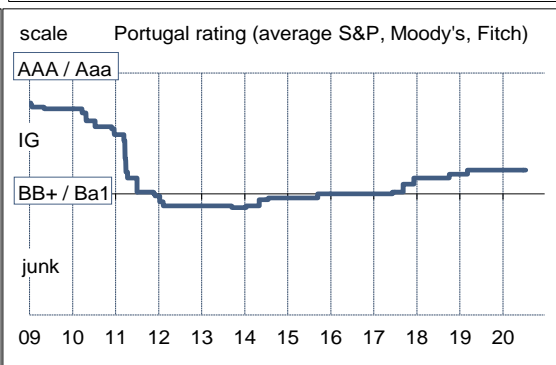
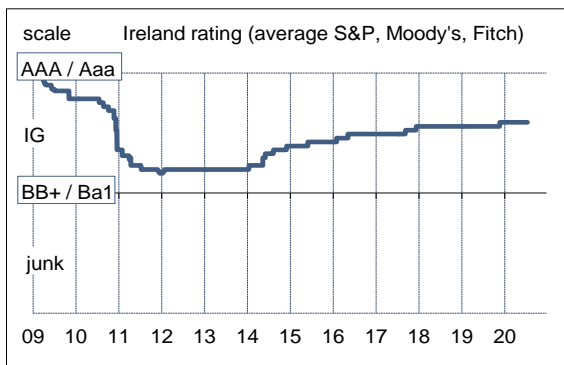
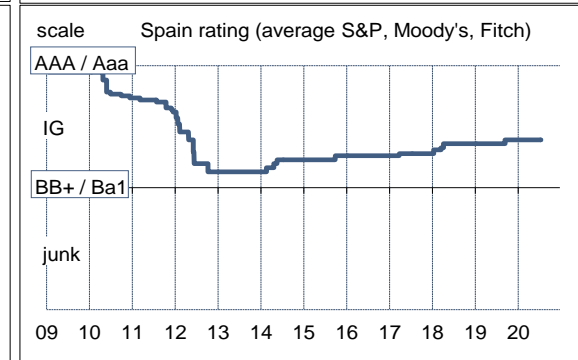
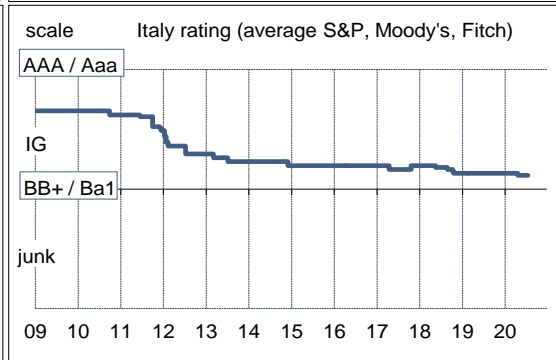
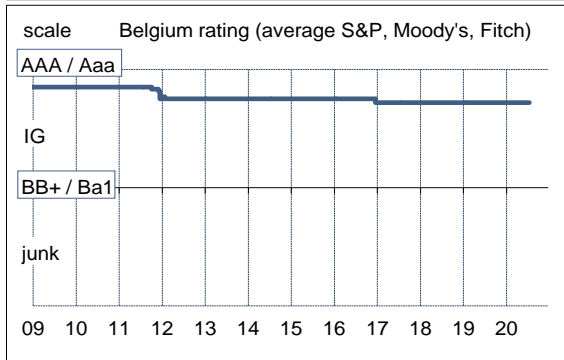
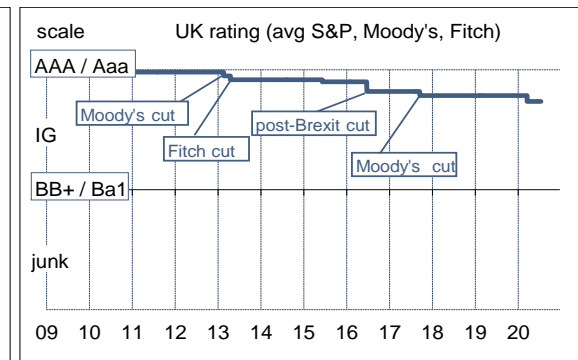
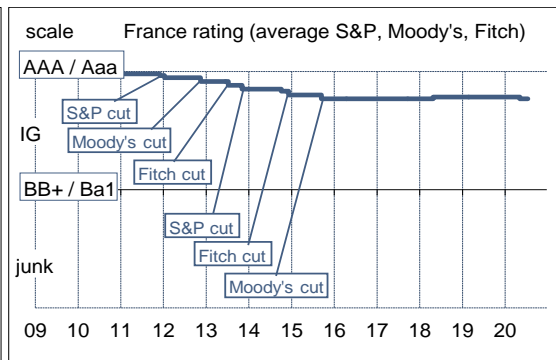
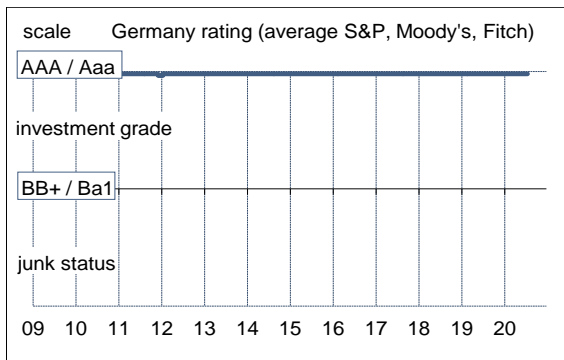
Dette publique (en % du PIB): pays européens (sélection)



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

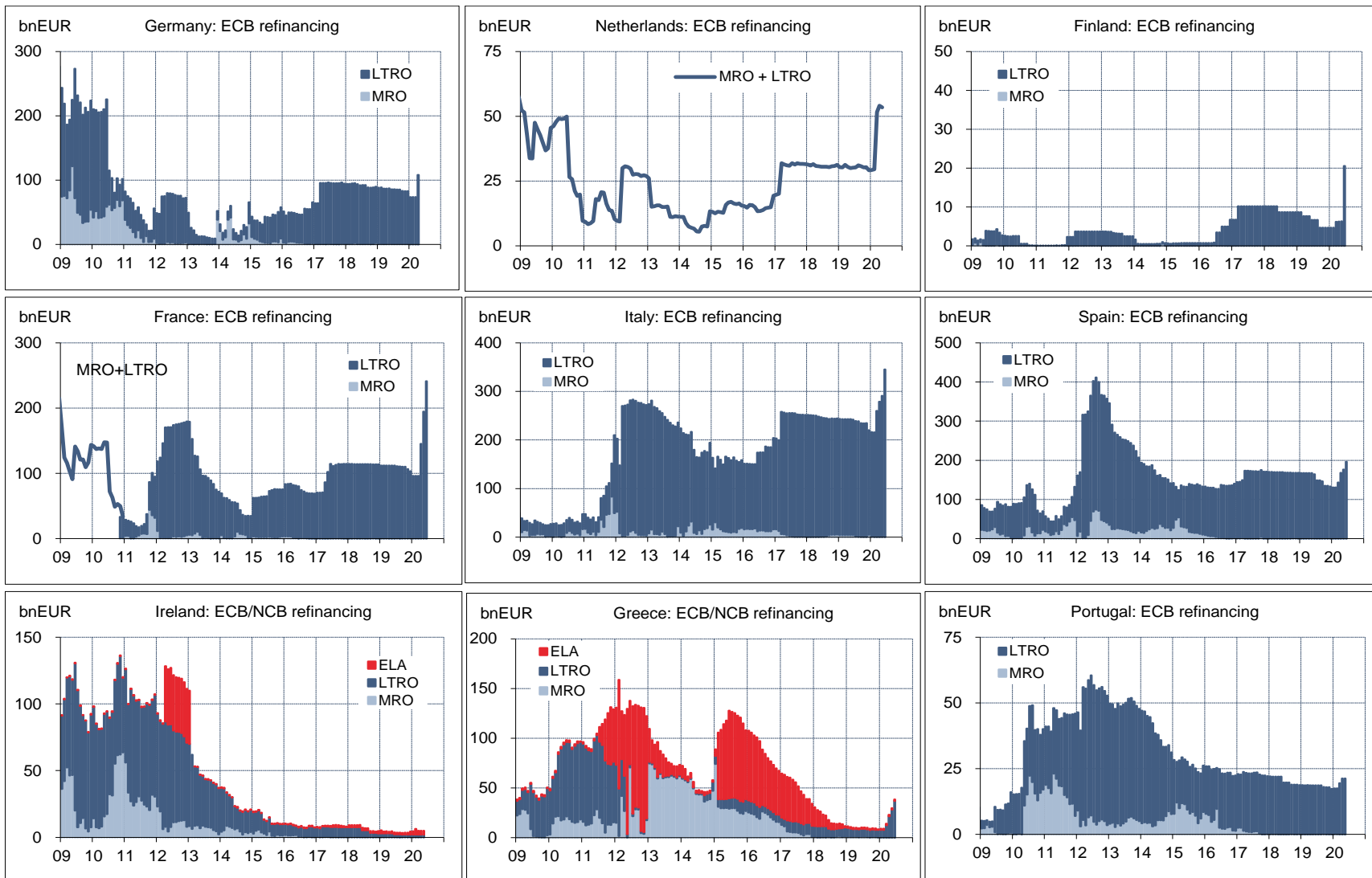
Annexe 21

Ratings souverains: pays européens (sélection)



Annexe 22

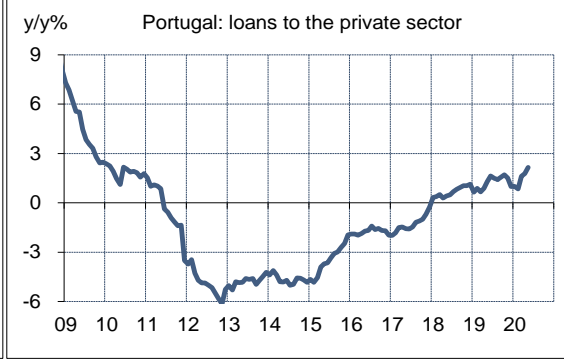
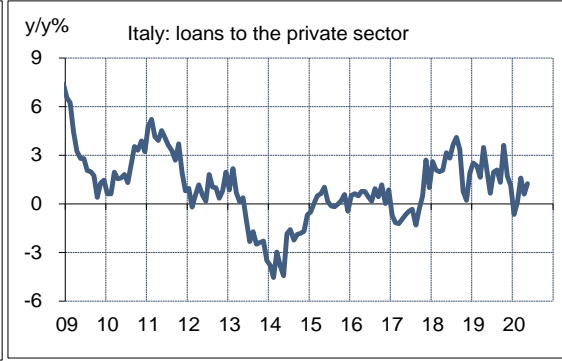
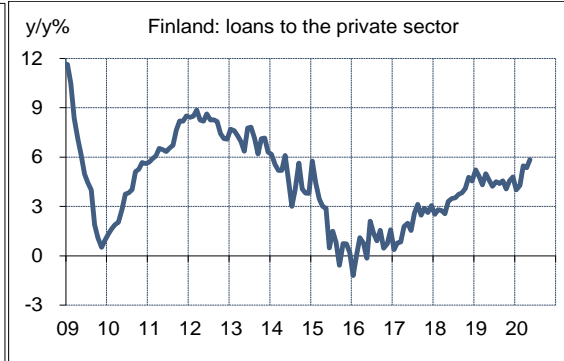
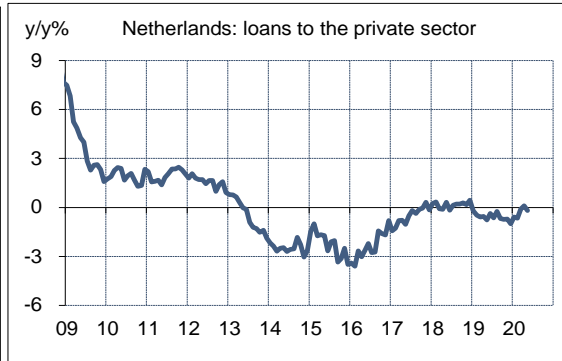
Refinancement des banques auprès de l'Eurosystème



Source: Thomson Reuters, ODDO BHF

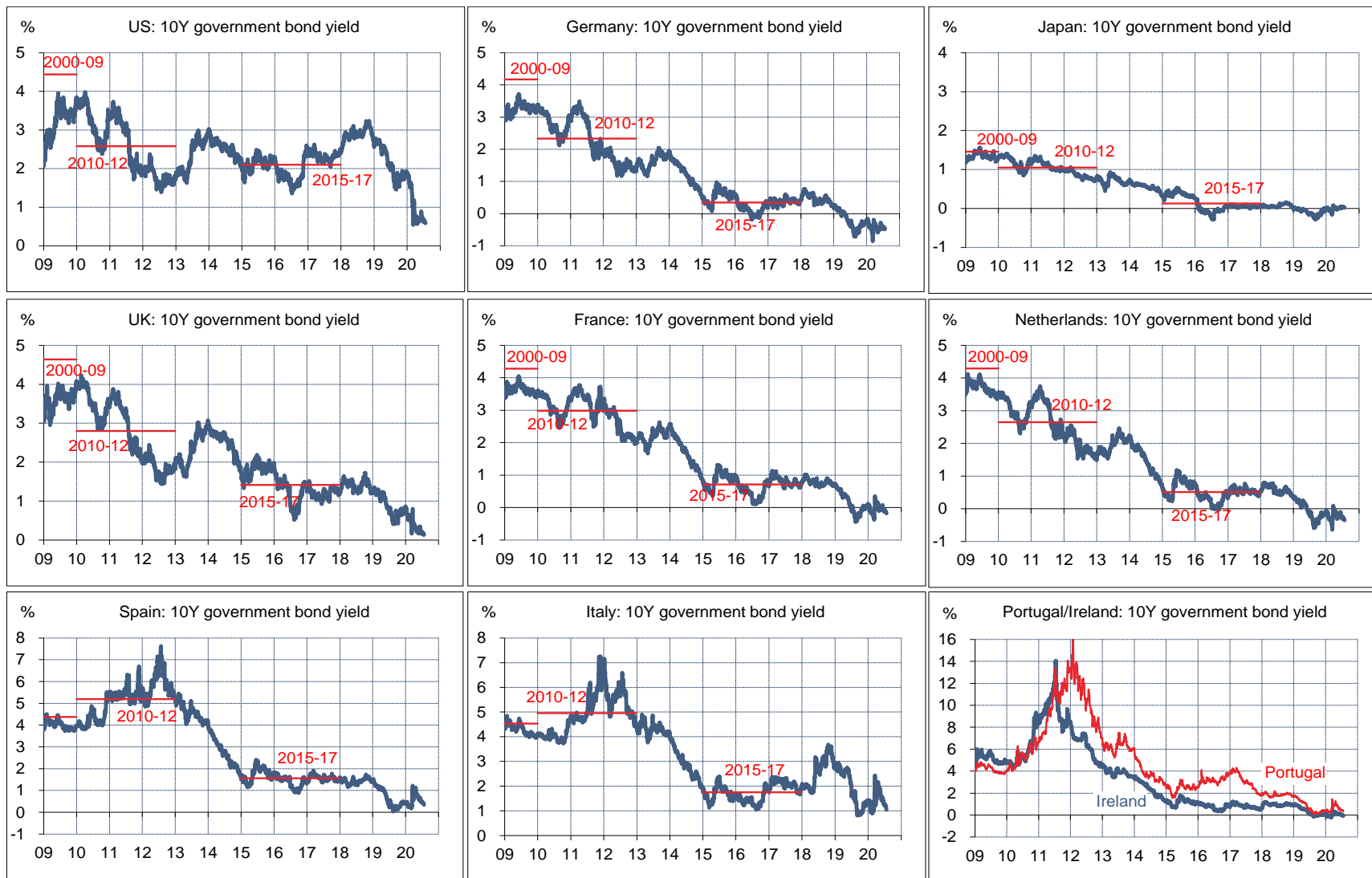
Annexe 23

Prêts bancaires au secteur privé: pays européens (sélection)



Annexe 24

Rendements à 10 ans des emprunts d'État



Source: Bloomberg, ODDO BHF



Flash économique

- Relance européenne sur le pas de tir. Décollage prévu 2021 (21 juillet 2020)
- Dette et inflation: des liaisons dangereuses? (9 juillet 2020)
- 10 questions sur l'Allemagne? (1^{er} juillet 2020)
- Comment interpréter les indices PMI en 2020? (24 juin 2020)
- Brexit, vers le point de rupture (17 juin 2020)
- Faut-il craindre une vague de faillites? (10 juin 2020)
- La plus sévère ET la plus courte des récessions (8 juin 2020)
- La fin de l'Europe unijambiste ? (28 mai 2020)
- Peut-on hiérarchiser les pays en sortie de confinement ? (14 mai 2020)
- Activité partielle, un *airbag* pour survivre au crash économique (29 avril 2020)
- Quatre profils pour une reprise (21 avril 2020)
- Où va l'Italie? (16 avril 2020)
- Au *Café de l'Europe*, on ne sert pas de corona(bond) (8 avril 2020)
- Dans l'abîme des prévisions économiques (31 mars 2020)
- Objet Économique Non Identifié (23 mars 2020)
- Du gros paquet de Draghi au PEPP-Show de Lagarde (19 mars 2020)
- Quarantaine = Récession (16 mars 2020)
- BCE – On ne naît pas banquier central, on le devient (11 mars 2020)

Économie & Taux (mensuel)

- Rattrapage ou vraie reprise? (11 juin 2020)
- Nouveaux repères (6 mai 2020)
- Virus et antivirus (2 avril 2020)
- La reprise en quarantaine (14 février 200)
- Perspectives 2020 (13 janvier 2020)
- Leçons de 2019 (13 décembre 2019)

Focus France

- Emmanuel Macron, président ET premier ministre (7 juillet 2020)
- France – Et maintenant, au boulot! (18 juin 2020)
- France : le choc sera (au mieux) effacé en 2022 (27 mai 2020)
- France : le Grand Blues (12 mai 2020)
- France : déficit public, épargne privée (14 avril 2020)
- France – Désolé, c'est fermé ! (26 mars 2020)
- Nouvel horoscope pour l'économie française (3 mars 2020)
- Naissance et mort des entreprises françaises (12 février 2020)

Focus US (hebdomadaire)

- US : vers un déficit fédéral à 20% du PIB ? (17 juillet 2020)
- Une pause dans la reprise économique américaine (10 juillet 2020)
- US : que faut-il protéger en priorité, l'emploi ou le chômeur ? (3 juillet 2020)
- US: mobilité des personnes, mobilité du virus (26 juin 2020)
- US: surprises, surprises (19 juin 2020)
- *Job targeting*, le seul mandat de la Fed (12 juin 2020)

Étude économique

- Perspectives économiques - 20 questions sur 2020 (10 janvier 2020)
- Crise de gouvernance et risque économique (11 septembre 2019)
- Trois hommes dans un bateau: Trump, Xi et Powell (22 mai 2019)
- *Scary monsters* (saison 2)... Trump, Chine, Fed (9 janvier 2019)
- Economie mondiale: frictions ou collision? (6 septembre 2018)

Disclaimer



Disclaimers for Distribution by ODDO BHF SCA to Non-United States Investors: This research publication is produced by ODDO BHF Corporate & Markets, a division of ODDO BHF SCA (“ODDO”), which is licensed by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) and regulated by the Autorité des Marchés Financiers (“AMF”). The research, when distributed outside of the U.S., is intended exclusively for non-U.S. customers of ODDO and cannot be divulged to a third-party without prior written consent of ODDO. This document is not and should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to purchase or subscribe for any investment. This research has been prepared in accordance with regulatory provisions designed to promote the independence of investment research. “Chinese walls” (information barriers) have been implemented to avert the unauthorized dissemination of confidential information and to prevent and manage situations of conflict of interest. This research has been prepared in accordance with French regulatory provisions designed to promote the independence of investment research. The recommendation presented in this document is reviewed and updated at least quarterly following each Quarterly Report published by the issuer that is the subject of this Research Report. At the time of publication of this document, ODDO and/or one of its subsidiaries may have a conflict of interest with the issuer(s) mentioned. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context which is subject to change without notice. The views expressed in this Research Report accurately reflect the analyst’s personal views about the subject securities and/or issuers and no part of his compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific views contained in the Research Report. This Research Report does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. Clients should consider whether any advice or recommendation in this research is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice. This Research Report is for institutional investors only. It may not contain information necessary for others to make investment decisions. Consult your financial adviser or an investment professional if you are not an institutional investor.

Disclaimers for Distribution by ODDO BHF New York Corporation to United States Investors: This Research Report is produced by ODDO BHF Corporate & Markets, a division of ODDO. This research is distributed to U.S. investors exclusively by ODDO BHF New York Corporation (“ONY”), MEMBER: FINRA/SIPC, and is intended exclusively for U.S. customers of ONY and cannot be divulged to a third-party without prior written consent of ONY. This document is not and should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to purchase or subscribe for any investment. This research has been prepared in accordance with regulatory provisions designed to promote the independence of investment research. “Chinese walls” (information barriers) have been implemented to avert the unauthorized dissemination of confidential information and to prevent and manage situations of conflict of interest. This research has been prepared in accordance with French regulatory provisions designed to promote the independence of investment research. The recommendation presented in this document is reviewed and updated at least quarterly following each Quarterly Report published by the issuer that is the subject of this Research Report. At the time of publication of this document, ODDO, and/or one of its subsidiaries may have a conflict of interest with the issuer(s) mentioned. While all reasonable effort has been made to ensure that the information contained is not untrue or misleading at the time of publication, no representation is made as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. Past performances offer no guarantee as to future performances. All opinions expressed in the present document reflect the current context which is subject to change without notice. The views expressed in this Research Report accurately reflect the analyst’s personal views about the subject securities and/or issuers and no part of his compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific views contained in the Research Report. This Research Report does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. Clients should consider whether any advice or recommendation in this research is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice. This Research Report is for institutional investors only. It may not contain information necessary for others to make investment decisions. Consult your financial adviser or an investment professional if you are not an institutional investor.

Disclosures Required by United States Laws and Regulations: Rule 15a-6 Disclosure: Under Rule 15a-6(a)(3), any transactions conducted by ODDO, and/or one of its subsidiaries with U.S. persons in the securities described in this foreign research must be effected through ONY. As a member of FINRA, ONY has reviewed this material for distribution to U.S. persons as required by FINRA Rules 2241(h) applicable to dissemination of research produced by its affiliate ODDO. FINRA Disclosures: • Neither ONY, ODDO, nor ODDO BHF Corporate & Markets beneficially owns 1% or more of any class of common equity securities of the subject company. • The research analyst of ODDO BHF Corporate & Markets, at the time of publication of this research report, is not aware, nor does he or she know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of himself or herself, ODDO, ODDO BHF Corporate & Markets or ONY, except those mentioned in the paragraph entitled “Risks of Conflicts of Interest.” • ODDO BHF Corporate & Markets or ODDO may receive or seek compensation for investment banking services in the next 3 months from the subject company of this Research Report, but ONY would not participate in those arrangements. • Neither ONY, ODDO, ODDO BHF Corporate & Markets has received compensation from the subject company in the past 12 months for providing investment banking services except those mentioned in the paragraph of “Risks of Conflict of Interest.” • Neither ONY, ODDO, ODDO BHF Corporate & Markets has managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months except those mentioned in the paragraph of “Risk of Conflict of Interest”. • ONY does not make (and never has made) markets and, accordingly, was not making a market in the subject company’s securities at the time that this research report was published.

Regulation AC: ONY is exempt from the certification requirements of Regulation AC for its distribution to a U.S. person in the United States of this Research Report that is prepared by an ODDO BHF Corporate & Markets research analyst because ODDO has no officers or persons performing similar functions or employees in common with ONY and ONY maintains and enforces written policies and procedures reasonably designed to prevent it, any controlling persons, officers or persons performing similar functions, and employees of ONY from influencing the activities of the third party research analyst and the content of research reports prepared by the third party research analyst. Contact Information of firm distributing research to U.S. investors: ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC, is a wholly owned subsidiary of ODDO BHF SCA; Philippe Bouclainville, President (pbouclainville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.