

ECO PERSPECTIVES

4^e trimestre 2019 (achevé de rédiger le 10 octobre 2019)

Editorial

Le ralentissement de la croissance mondiale s'intensifie

La croissance mondiale marque le pas, obligeant la Réserve fédérale à abaisser ses taux à deux reprises tandis que la BCE a annoncé un ensemble complet de mesures d'assouplissement. Le ralentissement devrait néanmoins se poursuivre. L'incertitude est omniprésente...

p. 2



Etats-Unis

p.3

L'atterrissage se poursuit



Chine

p.5

Dosage monétaire sous contrainte



Japon

p.7

Inquiétudes sur le secteur exportateur



Zone euro

p.8

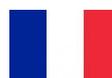
Nouveau soutien monétaire de la BCE : quelle efficacité ?



Allemagne

p.10

Cap inchangé, malgré la stagnation de l'activité



France

p.12

Epreuve et preuves de résistance



Italie

p.14

Une stagnation de longue durée



Espagne

p.16

Retour aux urnes



Belgique

p.17

La demande intérieure ne doit pas décevoir



Autriche

p.18

Vote de confiance en faveur d'une politique conservatrice



Portugal

p.19

Confiance renouvelée



Finlande

p.20

Ralentissement de la croissance



Royaume-Uni

p.21

Actualité du Brexit



Norvège

p.23

Une croissance résistante



Prévisions

p.24

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
PERSPECTIVES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Éditorial

Le ralentissement de la croissance mondiale s'intensifie

La croissance mondiale marque le pas, obligeant la Réserve fédérale à abaisser ses taux à deux reprises tandis que la BCE a annoncé un ensemble complet de mesures d'assouplissement. Le ralentissement devrait néanmoins se poursuivre. L'incertitude est omniprésente. Confrontées à l'essoufflement de la croissance, aux différends commerciaux, aux inquiétudes liées au Brexit et au risque géopolitique, les entreprises s'interrogent sur la situation réelle de la demande. Leur investissement est à la peine, ce qui pourrait freiner l'emploi et impacter les ménages. Autre facteur susceptible de peser sur la confiance : la marge de manœuvre désormais limitée de la politique monétaire et, dans de nombreux pays, de la politique budgétaire pour stimuler la croissance. Aux Etats-Unis, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises font ressortir de fortes inquiétudes concernant le risque de récession et l'inversion de la courbe de taux ne fait qu'ajouter à l'inconfort. Cependant, un éventail d'indicateurs avancés brosse pour le moment un tableau moins sombre.

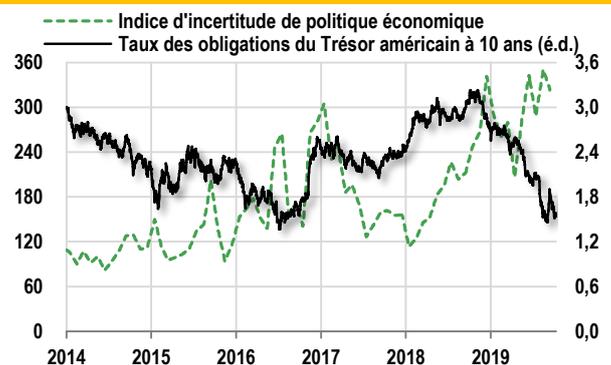
■ Le ralentissement s'accroît

La décélération de la croissance économique est désormais un phénomène mondial. Si elle reste nettement supérieure à celle du monde occidental, la croissance en Chine, à 6,2 % au deuxième trimestre, ne s'approche pas moins du seuil psychologique de 6,0 %. Cette tendance à la baisse devrait se poursuivre à court terme sous l'effet de mesures de relance prudentes et d'un environnement international difficile. La croissance fléchit également aux Etats-Unis, où l'investissement des entreprises est en repli, malgré la résistance de la consommation des ménages. Seule exception, la croissance japonaise, portée par la demande intérieure, a été supérieure aux attentes du début de l'année. L'exposition à la Chine, les perspectives moroses pour le commerce international et les conséquences de la hausse de la TVA sur la consommation laissent néanmoins entrevoir des difficultés à court terme. Dans la zone euro, après une bonne performance au premier trimestre (+0,4 %) la croissance a, à peine, progressé de 0,2 % au T2. La consommation privée a bien résisté, portée par la baisse du chômage et la dynamique des salaires. Cependant, l'investissement a décéléré, en partie, sous l'effet d'une forte incertitude. Dans la zone euro, les divergences s'accroissent. L'Allemagne, où le secteur manufacturier est mis à rude épreuve, est en récession technique. L'Italie stagne, alors que l'économie française affiche une belle résistance. En Espagne, la croissance ralentit mais reste à un niveau très satisfaisant. On observe également une divergence des tendances entre les services et l'industrie qui, plus exposée au commerce international traverse une mauvaise passe.

■ L'efficacité des mesures adoptées laisse sceptique

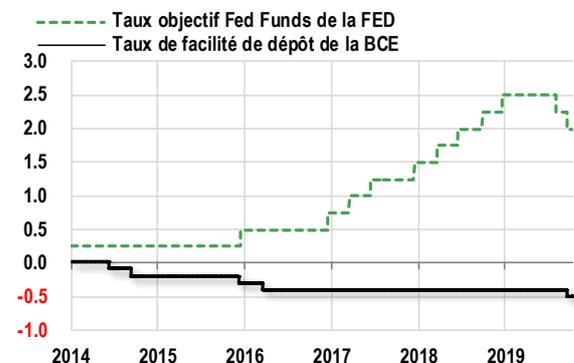
La Réserve fédérale américaine et la BCE ont réagi en assouplissant leur politique monétaire, marquant ainsi un changement radical par rapport aux anticipations du début de l'année. Les deux banques centrales ont fait preuve d'un très grand volontarisme. La Fed a, en effet, abaissé le taux directeur alors que le taux de chômage est au plus bas depuis cinquante ans. Dans la zone euro, le marché du travail reste robuste mais les inquiétudes suscitées par une atonie de la croissance plus longue que prévu, pesant ainsi sur les perspectives d'inflation et la convergence de cette dernière vers l'objectif, ont conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à adopter un ensemble exhaustif de mesures d'assouplissement monétaire. Les opposants n'ont pas tardé à hausser le ton devant le retour du programme de rachat d'actifs et certains membres du Conseil des gouverneurs sont allés jusqu'à

1- L'incertitude est omniprésente



Sources : Economic Policy Uncertainty, Datastream, BNP Paribas

2- Politique de taux de la Fed et la BCE (%)



Sources : Réserve fédérale, BCE, BNP Paribas

exprimer leur désaccord. L'introduction d'une *forward guidance* liée à l'état de l'économie, impliquant le maintien (voire un nouvel assouplissement) de la politique actuelle aussi longtemps que l'inflation ne se sera pas suffisamment et durablement rapprochée de l'objectif, a également été critiquée par certains. Elle implique, en effet, que les taux d'intérêt restent très bas, voire, pour certains, à des niveaux négatifs pendant un certain temps. A priori, ces mesures devraient permettre de soutenir la croissance. Cependant, leur traduction dans les chiffres dépend, en particulier, de la confiance et, partant, du recul indispensable de l'incertitude.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



Etats-Unis

L'atterrissage se poursuit

La contraction des échanges mondiaux, aggravée par l'offensive tarifaire du président Trump, rattrape les Etats-Unis et participe au ralentissement de son activité, qui a aussi ses raisons propres. L'atterrissage de l'économie s'est poursuivi dans le courant de l'été 2019, les enquêtes de conjoncture n'annonçant aucun mieux dans les mois à venir. L'investissement des entreprises, notamment, resterait mal orienté, tandis que la consommation des ménages, résistante jusqu'ici, freinerait. Dans ce contexte, la Réserve fédérale, qui ne donne plus d'indication quant à l'évolution à venir de sa politique, baissera encore les taux d'intérêt.

A l'été 2019, l'économie des Etats-Unis continue de freiner, tout en résistant plutôt bien aux vents contraires qui entravent les échanges. Son taux annuel de croissance est descendu à 2%, un rythme inférieur d'un point à celui de 2018, mais qui demeure enviable vu d'Europe, où des pays comme l'Allemagne, l'Italie ou le Royaume-Uni sont menacés de récession. Dans le détail, le ralentissement américain est, pourtant, plus sérieux qu'il n'y paraît. Seuls les dépenses militaires et le stockage opéré en prévision des sanctions douanières imposées par le président Trump ont permis d'en limiter l'ampleur. Et si le commerce extérieur y participe, ses causes sont essentiellement internes. Elles tiennent au recul de l'investissement privé, d'abord observable dans la construction résidentielle, puis dans tous les secteurs, logiciels exceptés. Si la consommation et l'emploi résistent, leur dynamique s'assagit tout de même. Enfin, les enquêtes de conjoncture sont médiocres et n'annoncent aucune amélioration dans l'immédiat.

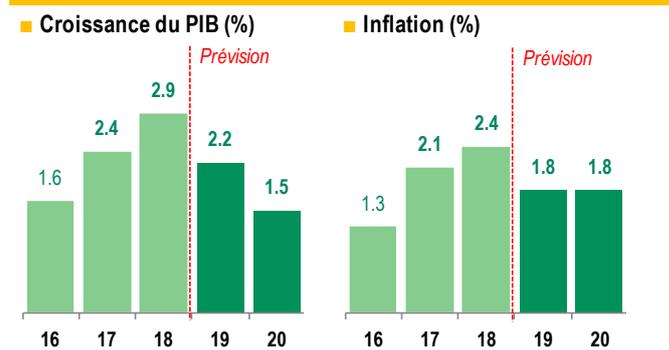
Perspectives dégradées

La chute de l'indice des commandes à l'industrie calculé par l'*Institute for Supply Management (ISM)*, tout comme la moindre sollicitation des capacités de production, promettent au contraire une baisse supplémentaire des dépenses d'équipement, qui pourrait s'avérer marquée dans la sphère très capitaliste des pétrole et gaz de schiste (graphique 2). Ici, les premiers signes de surinvestissement se font jour. Alors que, à 8 millions de barils / jour, les volumes de production battent des records, la rentabilité des nouveaux puits n'est pas assurée. Opérés à des distances parfois trop courtes et par des acteurs lourdement endettés, leur nombre tend aujourd'hui à diminuer¹.

D'un montant annuel de USD 14.000 milliards (cinq fois le PIB de la France), la consommation des ménages américains reste, de loin, le moteur le plus puissant de la demande. En 2018, l'association baisses d'impôts - créations d'emplois - crédit lui avait fourni un carburant plutôt riche ; en 2019, le mélange s'appauvrit. Alors qu'elles reconsidèrent leurs débouchés et réduisent l'investissement, les entreprises mettent aussi un frein sur leurs embauches. Ramenées à 161.000 postes nets par mois entre janvier et septembre, elles sont les moins nombreuses depuis neuf ans ; eu égard à l'afflux d'individus sur le marché du travail (+1,8 million en moyenne en 2018) elles ne permettent plus aussi facilement le recul du chômage, déjà à son étiage historique (3,5% de la population

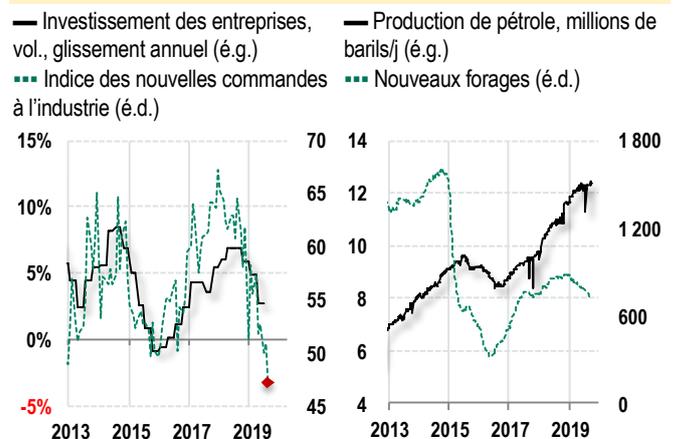
¹ The Wall Street Journal (2019), *Shale Boom Is Slowing Just When the World Needs Oil Most*, Sept. 29.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Retournement du cycle de l'investissement



Sources : Institute for Supply Management, US BEA, IEA

active en septembre). La population contrariée par la guérilla commerciale du président Trump tend, par ailleurs, à déborder du cercle des agriculteurs ou des directeurs d'achats. Car, bien qu'il concerne peu les biens de consommation finale (cf. encadré 3), le relèvement des tarifs aux frontières a des effets inflationnistes non négligeables. Face au renchérissement des biens d'équipement et intrants produits en Chine, il n'y a pas eu, jusqu'à présent, de réorientation significative de la demande vers d'autres pays². Les

² Direction générale du Trésor (2019), *Effets des premières tensions commerciales apparues entre les Etats-Unis et la Chine*, Lettre Trésor-éco n°244, septembre



entreprises américaines en supportent donc le coût, *modulo* les efforts consentis par leurs fournisseurs ou la réaction du taux change. En bout de course, la répercussion sur le prix payé par le consommateur atteint quelques dixièmes de point³. Mesurée à 2,4% en août, l'inflation (hors pétrole) s'inscrit d'ailleurs en rebond, alors qu'elle avait plutôt tendance à ralentir. Ceci a pour conséquence de freiner la progression du revenu disponible réel des Américains.

Le crédit à la consommation est aussi moins dynamique, ce qui n'est pas une étrangeté à ce stade du cycle : la dette des ménages hors logement a crû de 55% depuis le point bas de 2009 et se retrouve à nouveau élevée en proportion des revenus ; les achats d'automobiles ont battu des records, si bien que le parc a été largement renouvelé ; enfin, les banques durcissent leurs critères de prêts, alors que leurs conditions de transformation se détériorent du fait de l'inversion de la structure par termes, ou courbe, des taux d'intérêt (Wheelock, 2018)⁴.

■ Encore d'autres baisses de taux

Aussi la Réserve fédérale (Fed) devrait-elle s'employer, dans les mois à venir, à un travail de repentification, ce qui implique d'autres assouplissements de sa politique monétaire. Le taux cible des fonds fédéraux est déjà passé d'une limite de 2,50% à 2% ; il devrait, selon nous, baisser encore, jusqu'à 1,75% fin 2019, 1,25% fin 2020.

Certes, la position officielle reste prudente et n'annonce pas un tel mouvement. Ayant délaissé les « *indications prospectives* », le président de la Fed, Jerome Powell, conditionne l'évolution de sa politique aux publications économiques à venir, rappelant que les phases d'assouplissement monétaire peuvent parfois s'avérer courtes⁵. L'exemple choisi (la baisse épisodique des taux directeurs qui avait eu lieu durant de l'automne 1998) n'est toutefois pas le plus approprié. Il s'était alors agi, pour la banque centrale, de contrer les effets potentiellement systémiques de la quasi-faillite d'un fonds d'arbitrage⁶, plutôt que d'accompagner le retournement d'un cycle économique, comme c'est plus vraisemblablement le cas aujourd'hui.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

³ Jean S. & Santoni G. (2018), *How Far Will Trump Protectionism Push Up Inflation?* CEPII Policy Brief n°23, December. Les deux auteurs estiment à 0,25%-0,38% le surcroît d'inflation engendré par les sanctions déjà adoptées contre la Chine, à savoir la taxation à hauteur de 25% de USD 250 milliards d'importations annuelles.

⁴ Wheelock D. (2018), *Can an Inverted Yield Curve Cause a Recession?* Federal Reserve Bank of St-Louis Blog, Dec. 27.

⁵ Powell J., Conférence de presse donnée à l'issue de la réunion du Comité de la politique monétaire du 18 septembre 2019.

⁶ En l'occurrence, le *Long Term Capital Management* (LTCM).

3- L'escalade tarifaire Etats-Unis - Chine

Les faits. Le 6 juillet 2018, les Etats-Unis décidaient d'appliquer une taxe de 25% sur une première liste de produits importés de Chine pour un montant annuel de USD 36 mds, décision immédiatement suivie de rétorsions (cf. chronique des échanges, ci-dessous). Un peu plus d'un an après le début des hostilités, ce sont quelque USD 250 mds d'importations annuelles des Etats-Unis en provenance de Chine (soit la moitié des achats) qui se retrouvent taxés au taux moyen de 25%. Il s'agit pour l'essentiel (80%) d'intrants et de biens d'équipement professionnel, le reste (20%) étant constitué de biens de consommation finale. La Chine, de son côté, applique des droits variables sur la totalité de ses importations en provenance des Etats-Unis (USD 110 mds par an) et a suspendu ses achats de soja.

Les risques additionnels. Dans la chaleur du mois d'août, le président Donald Trump a indiqué vouloir augmenter (de 25% à 30%) les droits déjà appliqués à la Chine, puis taxer tout ce qui ne l'était pas déjà et représente un montant annuel additionnel de USD 272 mds. Supposée intervenir à partir du 1^{er} septembre 2019, la mise à exécution de cette menace a été pour partie repoussée, le temps pour les Etats-Unis et la Chine de reprendre les négociations et de tenter de trouver un compromis, sans doute dans le courant de la deuxième semaine d'octobre.

Dates	 Etats-Unis	 Chine
Juil.-Août 2018	<ul style="list-style-type: none"> • 25% sur \$50mds (\$36mds +\$16 mds) d'importations venant de Chine (listes 1&2) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5% à 25% sur \$50mds d'importations en provenance des E-Unis (liste 1)
Sept.-Nov. 2018	<ul style="list-style-type: none"> • 10% sur \$200mds d'importations venant de Chine (liste 3) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5% à 25% sur \$60mds d'importations en provenance des E-Unis (liste 2)
Mai 2019	<ul style="list-style-type: none"> • 10% ➔ 25% sur \$200mds d'importations venant de Chine (liste 3) 	<ul style="list-style-type: none"> • Suspension des importations de soja
Sept. 2019	<ul style="list-style-type: none"> • 10% sur \$120mds d'importations venant de Chine (liste 4A) 	<ul style="list-style-type: none"> • Hausse des taxes sur \$60mds d'importations en provenance des Etats-Unis (liste 2)
Oct-Dec 2019 ? Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • 25% ➔ 30% sur \$250mds d'importations venant de Chine (listes 1 à 3) • 15% sur \$272mds d'importations venant de Chine (liste 4) 	<ul style="list-style-type: none"> • Tentative d'apaisement de la part de la Chine, qui reporte la hausse programmée de certaines taxes et reprend ses importations de soja.

Les conséquences. Du seul fait des mesures déjà prises (et en figeant les échanges à leur valeur de 2018), la moyenne pondérée des droits de douanes américains passerait de 1,7% en 2017 (l'un des taux les plus faibles de l'OCDE) à 7,7% en 2020 (l'un des taux les plus élevés). Le premier pays touché serait la Chine, qui a déjà vu ses ventes à destination des Etats-Unis baisser (de 20% sur un an pour les produits taxés, chiffre cependant amplifié par les livraisons anticipées de 2018), et qui perdrait jusqu'à un point de PIB dans le conflit. Les Etats-Unis ne seraient pas pour autant gagnants (choc estimé à -0,7 point de PIB par le Fonds monétaire international).

Sources : Direction générale du Trésor (op. cit.), FMI, BNP Paribas



Chine

Dosage monétaire sous contrainte

Pékin a laissé le yuan se déprécier face au dollar après chaque hausse des droits de douane des Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois. A court terme, l'usage de la politique de change pour soutenir l'activité devrait néanmoins rester modéré. La marge de manœuvre pour relancer le crédit est également étroite. En cause : le niveau de dette excessivement élevé de l'économie et le souhait des autorités de poursuivre les efforts d'assainissement du secteur financier, du secteur public et du marché immobilier. Le dilemme – soutien à la croissance contre désendettement – pourrait encore s'accroître si les récentes mesures de relance fiscale n'ont pas les effets escomptés sur la demande interne ou si l'environnement externe se détériore davantage.

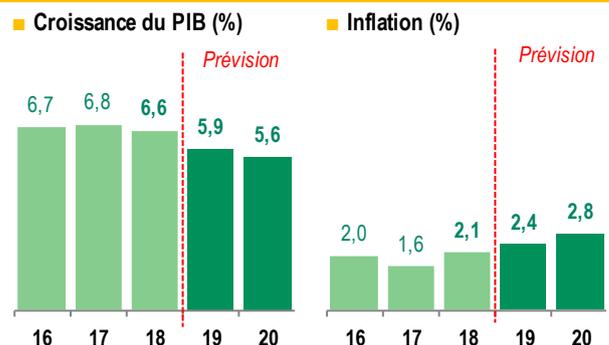
La croissance du PIB chinois a atteint 6,2% en glissement annuel (g.a.) au T2 2019, contre 6,4% au trimestre précédent et 6,6% pour l'ensemble de l'année 2018. Elle devrait continuer de ralentir à court terme, le soutien apporté par les mesures de relance des autorités ne compensant que partiellement les effets de l'affaiblissement de la demande externe. La marge de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance s'est en effet fortement réduite au cours des dernières années, en raison de l'érosion des excédents externes et de la montée des déséquilibres internes (excès de dette, nécessité d'assainir le secteur public et le secteur financier).

■ Le recours à la dépréciation devrait rester modéré

Sur les huit premiers mois de 2019, les recettes d'exportation ont stagné par rapport à la même période en 2018 (-0,05%), sous l'effet des hausses des droits de douane américains et du recul du commerce mondial. Les importations ont chuté de 4,5%, permettant une hausse de l'excédent commercial de 30% (à USD 262 milliards) sur la même période. Les difficultés du secteur exportateur devraient s'aggraver encore dans les prochains mois, et les perspectives pour 2020, très incertaines, dépendent des négociations commerciales entre Washington et Pékin.

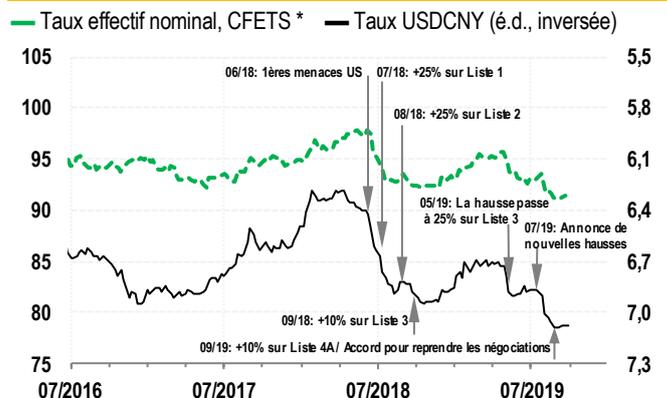
Depuis le T2 2018, le droit de douane moyen pondéré imposé par les Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois a augmenté de 6,5% à environ 20% à fin septembre 2019 (plus des 2/3 de ces importations ont subi des hausses de tarifs depuis début 2018). Il pourrait dépasser 25% d'ici la fin de l'année si les négociations, qui viennent de reprendre, échouent à nouveau et si les nouvelles hausses annoncées dès l'été par l'administration Trump sont effectivement introduites. L'ensemble des importations américaines de biens chinois (USD 550 mds) serait alors surtaxé. Sur la période allant de fin mars 2018 à fin août 2019, le yuan s'est déprécié de près de 13% contre le dollar (dont 3% en juillet-août). Cette baisse a plus que compensé le gain enregistré au cours des quinze mois précédents. Les autorités chinoises ont laissé le yuan se déprécier en réponse à chaque nouvelle hausse des droits de douane américains (annoncée ou effective) afin de compenser partiellement leurs effets sur les entreprises exportatrices (graphique 2). Au mois de septembre, malgré l'introduction d'une nouvelle barrière tarifaire, le yuan s'est stabilisé face au dollar, Pékin et Washington s'étant mis d'accord pour reprendre les négociations. A court terme, le recours à la politique de change pour soutenir l'activité devrait rester relativement modéré, les autorités craignant une spirale négative d'anticipations de dépréciation et de nouvelles sorties de capitaux que la chute du yuan peut provoquer. En même temps, ce risque

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Droits de douane américains et politique de change chinoise



Sources : China Foreign Exchange Trading Center, BNP Paribas.

* Taux de change moyen pondéré du yuan contre un panier de devises des principaux partenaires commerciaux de la Chine.

** Les listes de biens chinois importés par les Etats-Unis et affectés par les hausses des droits de douane sont dites « Liste 1 » : total de USD 34 mds ; « Liste 2 » : USD 16 mds ; « Liste 3 » : USD 200 mds ; et « Liste 4A » : USD 125 mds (première tranche de la « liste 4 »).

est lui-même limité par le maintien de contrôles sur les sorties de capitaux résidents (nettement renforcés depuis 2016, puis ajustés en fonction des pressions exercées sur la balance des paiements). Enfin, la légère amélioration de l'excédent courant (1,3% du PIB au S1 2019 et 1,7% prévu pour 2019 contre 0,4% en 2018) et l'augmentation attendue des entrées d'investissements de portefeuille étrangers sur les marchés financiers chinois (suite à de nouvelles mesures d'ouverture) pourraient aussi contribuer à la stabilisation du taux de change à court terme.



■ Le crédit peu réactif à l'assouplissement monétaire

L'investissement et la consommation privée ont encore perdu de leur vigueur au T3 2019. En valeur, l'investissement n'a progressé que de 5,5% en g.a. sur les huit premiers mois de 2019, contre 5,8% au S1 2019, et les ventes au détail de 7,5% en g.a. en juillet-août, contre 8,4% au S1 2019. Les facteurs baissiers sont nombreux : difficultés du secteur manufacturier et conséquences sur les profits des entreprises et sur le marché du travail, pic d'inflation des prix alimentaires (+10% en g.a. en août), ralentissement du revenu disponible (+6,5% en g.a. au T2 2019), et moindre croissance des prêts bancaires aux ménages (+16% en g.a. en août contre 21% fin 2017). Dans ce climat morose, le marché de l'immobilier résidentiel a repris des couleurs, puisque les volumes de transactions étaient de nouveau en légère hausse en juillet-août, alors que l'inflation du prix moyen des logements poursuivait sa baisse (+5,3% en g.a. en août). L'activité sur le marché de l'immobilier commercial et de bureaux reste en revanche déprimée.

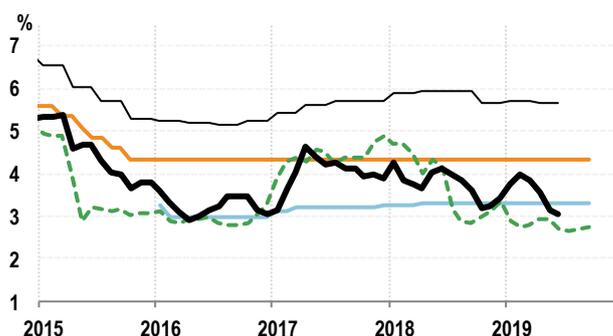
Les politiques monétaire et budgétaire ont pris un tour de plus en plus expansionniste depuis le printemps 2018 en réponse au ralentissement continu de la demande interne. Du côté de la politique monétaire et de crédit, l'assouplissement a été continu mais très prudent. Les banques ont été incitées à accroître leurs prêts à certaines entreprises (PME, sociétés les plus saines, secteurs porteurs, etc.), les conditions de liquidité ont été améliorées notamment via des baisses successives des coefficients de réserves obligatoires (dernière baisse de 50 points de base mi-septembre), et les taux d'intérêt sur les prêts bancaires ont légèrement diminué. Pour rendre son action plus efficace, la banque centrale a annoncé en août 2019 une nouvelle réforme des taux d'intérêt : le taux principal sur les prêts à un an n'est plus indexé sur le « taux de référence » mais sur le « taux sur les facilités de financement à moyen terme » (taux MLF). Ce changement doit améliorer la transmission de la politique monétaire et donc favoriser la baisse des taux des prêts au secteur non financier à court terme.

Le taux moyen pondéré sur les prêts bancaires a en effet assez peu diminué depuis le début de l'assouplissement monétaire. Du T2 2018 au T2 2019, il s'est réduit de 28 points de base (pb) en termes nominaux et de 120 pb en termes réels (graphique 3). Et le crédit interne s'est peu redressé. La ré-accélération des prêts bancaires (2/3 des financements totaux), observée aux S2 2018 et T1 2019, n'a pas duré, leur croissance nominale ayant de nouveau ralenti de 13,8% en g.a. en mars 2019 à 12,6% en août. Les banques sont restées très prudentes dans un contexte de ralentissement de l'activité, de niveaux de dette excessivement élevés des emprunteurs et de risques de défaut importants. De plus, les financements des institutions non bancaires (*shadow banking*) continuent de se contracter, preuve de la détermination des autorités à poursuivre l'assainissement du secteur financier. Seuls les financements par émission d'obligations ont affiché une accélération progressive depuis un an (+11,3% en g.a. en août).

De fait, la marge de manœuvre des autorités pour relancer le crédit est étroite. Pékin souhaite stimuler la demande interne tout en poursuivant le renforcement du cadre réglementaire du secteur financier, les efforts de désendettement des institutions financières

3- Les taux d'intérêt sur les prêts résistent à la baisse

Taux moyen pondéré sur les prêts : — nominal — réel
— Taux de réf. sur les prêts à 1 an — Taux MLF à 1 an — SHIBOR 3 mois



Source : Banque centrale

et des entreprises publiques les plus fragiles, et l'assainissement du marché immobilier pour améliorer l'accessibilité des ménages au logement. L'excès de dette du secteur des entreprises (dont la dette représentait environ 135% du PIB à la mi-2019, hors collectivités locales) et le niveau déjà élevé de l'endettement des ménages (55% du PIB) constituent des contraintes fortes sur la croissance même des nouveaux crédits et sur leur efficacité. Les taux d'intérêt devraient diminuer encore légèrement à court terme, et les autorités pourraient tenter d'assouplir encore leur politique monétaire en cas de nouvelle dégradation de la croissance économique. Les effets sur l'activité risquent toutefois de rester très modestes.

■ Les effets des mesures fiscales sont encore à venir

L'investissement dans les infrastructures publiques commence à se redresser légèrement. Il devrait se renforcer à court terme étant donné la récente accélération des émissions obligataires par les collectivités locales, destinées à financer leurs projets. Cependant, la marge de manœuvre des autorités pour augmenter l'investissement public est là aussi contrainte par le niveau d'endettement déjà important des collectivités locales et de leurs véhicules de financement (estimé à environ 50% du PIB).

Du côté de la fiscalité, les mesures de relance ont été multipliées depuis 2018. En particulier, les allègements accordés aux ménages visent à stimuler leurs dépenses en apportant un soutien direct au revenu disponible. Ils profitent davantage aux ménages ayant les revenus les plus modestes. Les changements introduits depuis 2018 comprennent, par exemple, une hausse des seuils des tranches d'impôt sur le revenu les plus basses. Les autorités estimaient initialement que les mesures d'allègement apporteront un gain allant jusqu'à RMB 660 mds au revenu disponible total. Ceci pourrait donc accroître la consommation privée de 1,2 point de pourcentage au total. Les effets positifs sur les dépenses des ménages n'étaient pas encore visibles dans les indicateurs d'activité du mois d'août, mais la hausse des sous-composantes « nouvelles commandes » des indices PMI du mois de septembre dans les secteurs manufacturier et des services semble annoncer une amélioration de la consommation privée.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Japon

Inquiétudes sur le secteur exportateur

La croissance du PIB japonais a été plus forte que prévu début 2019. Malgré les difficultés actuelles du secteur exportateur, la demande interne, privée comme publique, a pris pour l'heure le relais. A court terme, deux sources d'inquiétude pèsent sur le scénario macroéconomique japonais. D'abord, le Japon est particulièrement exposé au ralentissement de l'économie chinoise et du commerce international. Ensuite, la hausse de TVA en octobre freinerait la consommation à la fin de l'année et peut-être en 2020. Face à ces incertitudes internes et externes, les politiques monétaire et budgétaire resteront accommodantes mais leur efficacité pourrait être limitée.

Les derniers chiffres de croissance au Japon ont plutôt surpris à la hausse et l'activité se maintient à un rythme relativement robuste depuis fin 2018. Les inquiétudes liées à l'exposition de l'économie japonaise à l'Asie, ainsi qu'aux comportements de consommation face à la hausse de TVA en octobre, restent toutefois présentes.

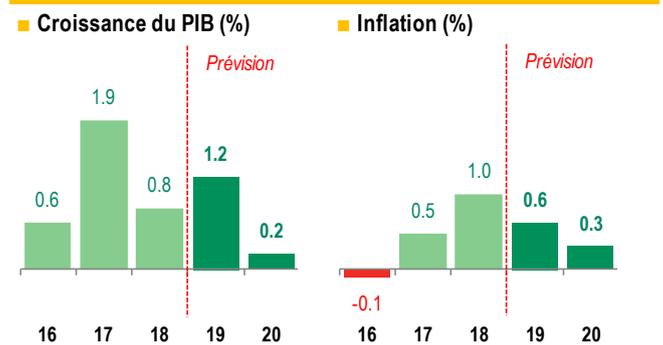
■ Les exportations piétinent

Depuis le 4^e trimestre 2018, le PIB japonais progresse à un rythme soutenu. Bien qu'en baisse, la croissance trimestrielle reste relativement robuste et atteint +0,3% au T2 2019 après +0,5% au T1 2019 et +0,4% au T4 2018. Tandis que la consommation totale a accéléré au 2^e trimestre 2019, les exportations japonaises souffrent depuis le début de l'année. Le ralentissement économique en Europe et dans les pays émergents, en Chine en particulier, celui du commerce mondial et le conflit commercial pèsent sur les secteurs exportateur et manufacturier japonais.

Les derniers indicateurs conjoncturels indiquent une dégradation sensible et prolongée dans le secteur manufacturier. Le PMI de ce secteur est installé en-dessous du seuil d'expansion de 50 depuis plusieurs mois (48,9 en septembre 2019) tandis que le PMI services se maintient à des niveaux confortables (52,8). Cette dynamique pourrait notamment refléter la bonne tenue de la consommation privée au T3 2019 par effets d'anticipation avant la hausse de TVA prévue pour octobre. La dernière enquête Tankan de la Banque du Japon, qui fournit une indication de la confiance des entreprises, renvoie un signal identique. L'activité manufacturière continue de se dégrader en 2019 tandis que les entreprises non manufacturières résistent. Compte tenu de son poids important dans l'économie japonaise, les difficultés du secteur manufacturier pourraient peser plus sensiblement sur la croissance du pays dans les mois à venir. En effet, la valeur ajoutée manufacturière au Japon équivaut à 20% du PIB (contre 14% en moyenne dans les l'OCDE).

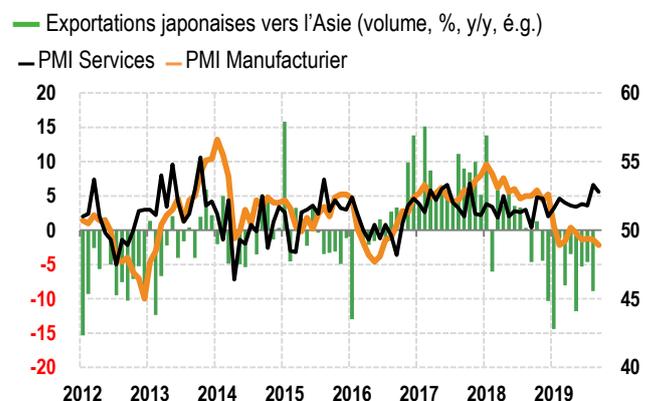
Les difficultés du secteur exportateur au Japon ont débuté avant les tensions commerciales. Très concentrées sur l'Asie et en particulier sur la Chine (près de 20% du total), les exportations japonaises font face déjà depuis 2011 et le début du ralentissement tendanciel chinois, à une dynamique globalement affaiblie. En particulier, les exportations japonaises vers la Chine ont connu un contrecoup important après une faste décennie 2000. Les difficultés de la Chine et des économies d'Asie de ces derniers mois continuent de grever les exportations des entreprises japonaises. Ces dernières sont en baisse continue depuis plusieurs mois consécutifs.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2-Exportations et PMI au Japon



Sources : Markit, ministère des Finances

En 2020, la croissance économique devrait décliner pour atteindre seulement +0,2% après +1,2% en 2019. Aux incertitudes relatives au commerce international s'ajoutent celles liées à la hausse de 2 points de TVA en octobre 2019, qui jouerait défavorablement sur la consommation des ménages. De son côté, l'investissement des entreprises, déjà fragilisé ces derniers mois, continuerait de souffrir des difficultés du secteur manufacturier. La politique publique resterait relativement accommodante, du côté monétaire (qui dispose de moyens limités) comme budgétaire (en partie il est vrai en vue de compenser la hausse de TVA).

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com



Zone euro

Nouveau soutien monétaire de la BCE : quelle efficacité ?

Lors de sa réunion de politique monétaire de septembre, la Banque centrale européenne a envoyé un signal fort. La large mobilisation de ses outils non conventionnels de politique monétaire vise à respecter son mandat, et à atteindre l'objectif d'inflation. La conférence de presse qui a suivi cette réunion a été l'occasion pour Mario Draghi de réitérer son appel en direction de certains gouvernements de la zone euro en faveur d'un soutien budgétaire accru. Pour longtemps désormais, la BCE devrait passer le relais aux Etats membres qui disposent de marges de manœuvre budgétaire confortables. Face aux difficultés économiques traversées par la zone euro, ce nouveau soutien monétaire pourrait être bienvenu, bien que son efficacité interroge.

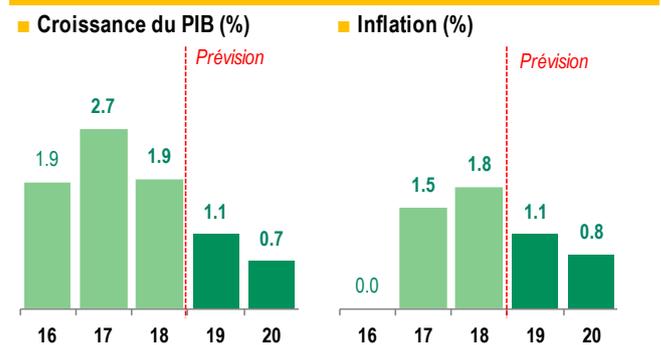
La Banque centrale européenne (BCE) a fait preuve une nouvelle fois d'une grande proactivité. Au-delà des discussions autour d'une redéfinition de la politique monétaire et de ses objectifs, Mario Draghi agit en cohérence avec son mandat. L'efficacité des mesures annoncées lors de la réunion de politique monétaire du 12 septembre dernier, et certains des effets pervers qu'elles engendreront sont désormais au centre des questionnements. M. Draghi a insisté une fois encore sur la nécessité d'un plus grand soutien budgétaire.

■ La BCE prépare le terrain à un soutien budgétaire accru

"In view of the weakening economic outlook and the continued prominence of downside risks, governments with fiscal space should act in an effective and timely manner". L'appel à une politique budgétaire plus expansionniste dans les pays disposant de marges de manœuvre est désormais unanime du côté du Conseil des gouverneurs de la BCE. L'outil budgétaire serait aujourd'hui le principal instrument pouvant augmenter la demande et permettre un début de normalisation des taux d'intérêt. A ce titre, la nouvelle phase d'assouplissement monétaire qui s'ouvre continue d'assurer à la politique budgétaire des conditions de financement particulièrement favorables. En effet, la BCE a fait des annonces fortes lors de la réunion du 12 septembre. Malgré les réticences affichées de certains membres du Conseil des gouverneurs, la BCE et son président Mario Draghi ont voulu agir vite. Afin de respecter son mandat et l'objectif d'inflation associé, un *package* de mesures a donc été annoncé :

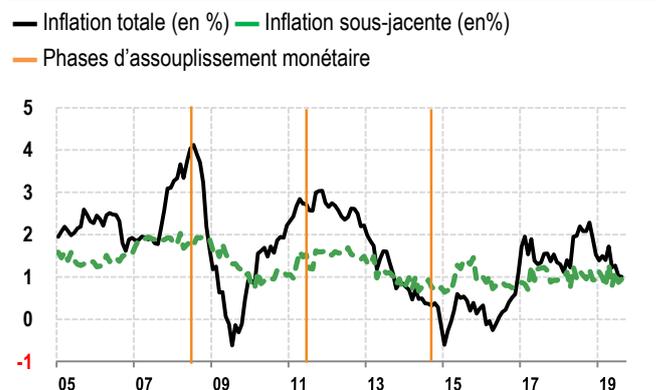
- Un renforcement de la « *forward guidance* » qui exclut toute hausse de taux avant que l'inflation ne converge de manière robuste vers 2%. La communication fait par ailleurs explicitement référence à la composante sous-jacente de l'inflation ;
- Un assouplissement des conditions assorties aux prêts à long terme accordés aux banques de la zone euro (TLTRO), en termes de taux et de durée ;
- Une réduction du taux de dépôt, appliqué notamment aux réserves excédentaires des banques, à -0,5% (après -0,4%), qui s'accompagne de la mise en place d'un système de « *tiering* ». Ce système permet d'exempter de taux négatifs une partie des réserves des banques afin de limiter les effets négatifs sur les marges d'intérêt ;

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Inflation et politique monétaire



Source : BCE

Note de lecture : les barres orange font référence à certaines phases d'assouplissement monétaire de la part de la Banque centrale européenne. Il s'agit à la fois des baisses de taux d'intérêt directeurs et de hausses du bilan de l'institution.

- La réactivation des achats nets d'actifs dans le cadre de son programme de rachat d'actifs (*quantitative easing*, QE) à hauteur de EUR 20 mds par mois à partir de novembre 2019, pour une durée pour le moment indéterminée. Ces opérations permettraient d'augmenter de nouveau le bilan de la BCE, aujourd'hui à environ 40% du PIB de la zone, et ainsi de maintenir une pression baissière sur les taux longs en zone euro.

Les mesures non conventionnelles prises par la BCE depuis 2014 ont eu un effet macroéconomique positif. En l'absence de telles mesures, la croissance du PIB et l'inflation auraient été inférieures¹. Les incertitudes actuelles qui pèsent sur la zone euro sont en grande partie d'origine externe (voir 2^e partie). Dans ce contexte, l'efficacité des nouvelles mesures annoncées pourrait être plus limitée que lors des phases précédentes d'assouplissement monétaire.

La future présidente de l'institution monétaire, Christine Lagarde, s'inscrit globalement dans la lignée de M. Draghi. Lors d'un discours récent face au Parlement européen, l'ancienne dirigeante du FMI a souligné l'importance d'un soutien budgétaire en ces temps de ralentissement. Mme Lagarde a par ailleurs rappelé la nécessité d'approfondir la coopération institutionnelle de la zone euro, à travers notamment la création d'un outil budgétaire commun.

■ Découplage industrie-services : une situation inédite ?

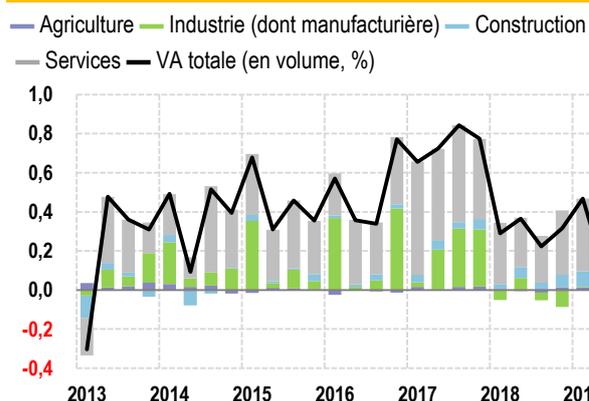
Le ralentissement économique actuel de la zone euro s'inscrit dans un ralentissement plus global, à la fois dans les économies avancées et sur les marchés émergents. Depuis une année 2017 dynamique, la croissance du PIB en zone euro apparaît affaiblie, atteignant seulement +0,3% en moyenne au 1^{er} semestre 2019 (+0,2% au T2 2019 après +0,4% au T1). Globalement, la consommation privée, principal soutien à la croissance début 2019, résiste dans le contexte actuel de baisse du taux de chômage et de dynamisme des salaires. L'investissement de son côté ralentit, compte tenu en partie du niveau élevé des incertitudes. Malgré l'environnement international peu porteur et après avoir été un frein important à l'activité en zone euro en 2018, le commerce extérieur a soutenu la croissance au 1^{er} semestre 2019.

Depuis plusieurs mois, la situation économique en zone euro est marquée par une forte dichotomie entre la dynamique du secteur industriel manufacturier et celle des services. Depuis début 2018, le secteur industriel a négativement contribué à la croissance globale en zone euro (cf. graphique 3). A l'inverse, le secteur des services résiste encore, face à une demande interne soutenue par l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Les publications économiques les plus récentes pour la zone euro confirment ce découplage. Très suivi par les observateurs, l'indice des directeurs d'achats (PMI), qui reflète par secteur l'état de santé de l'économie, affiche une baisse marquée depuis la fin de l'année 2017 dans le secteur manufacturier (cf. graphique 4), tandis qu'il résiste dans les services.

Structurellement, l'activité dans le secteur manufacturier est plus sensible aux chocs, notamment externes. Toutefois, la situation actuelle apparaît relativement inédite au regard de la courte histoire de la zone euro. Le PMI manufacturier est particulièrement faible compte tenu du niveau encore élevé de celui des services. Hormis en 2008-2009, un tel écart n'avait jamais eu lieu depuis la création de la monnaie unique (cf. graphique 4). Ce constat est d'autant plus

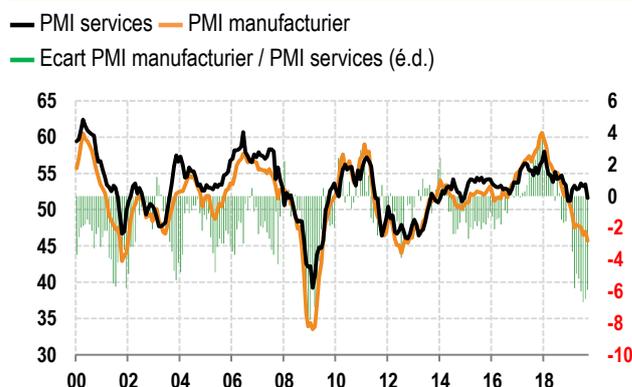
vrai pour l'économie allemande dont le secteur manufacturier et le taux d'ouverture sont plus importants que dans les pays voisins. L'absence de rebond sur le front du commerce mondial, la confirmation du ralentissement économique chinois, les incertitudes générées par les tensions commerciales et les négociations autour du *Brexit*, pèsent sur la demande externe et donc sur le secteur manufacturier en priorité. Bien qu'ils occupent une part croissante, les services ne représentent aujourd'hui qu'environ 20% des exportations mondiales².

3- Contributions à la croissance de la valeur ajoutée totale (pp)



Source : Eurostat

4- Différence entre le PMI manufacturier et le PMI services



Source : Markit

Combien de temps cette situation peut-elle durer ? Jusqu'à quand les activités de services résisteront-elles aux difficultés du secteur manufacturier ? La dynamique de la demande interne, en particulier la consommation privée, est déterminante. Ainsi, à court terme, la situation sur le marché du travail est à observer de près.

Louis Boisset
louis.boisset@bnpparibas.com

¹ Discours de Philip R. Lane, « *Monetary policy and below-target inflation* », Bank of Finland, juillet 2019

² Discours de Benoît Cœuré, « *The rise of services and the transmission of monetary policy* », 21st Geneva Conference on the world economy, mai 2019

Allemagne

Cap inchangé, malgré la stagnation de l'activité

Ainsi qu'il ressort du fléchissement des données et des indicateurs conjoncturels, l'économie serait en légère récession technique. Ce ralentissement de l'activité touche principalement le secteur manufacturier sans presque aucune incidence sur le reste de l'économie. Pressé de toutes parts d'adopter des mesures de soutien budgétaire, le gouvernement ne va probablement pas aller au-delà de ce que prévoient l'accord de coalition et le plan climat. Les simulations montrent, par ailleurs, que les effets d'entraînement d'une impulsion budgétaire sur les autres pays de la zone euro seraient limités. De plus, la mise en œuvre d'un plan de relance pourrait se heurter à la longueur des délais nécessaires à sa préparation ainsi qu'aux goulets d'étranglement sur le marché du travail. Les tensions politiques pourraient se renforcer après le congrès du Parti social-démocrate en décembre.

■ Une récession modérée

Comme le suggèrent la faiblesse des données relatives au secteur manufacturier et les indicateurs conjoncturels, l'économie s'est contractée au T3 pour le deuxième trimestre d'affilée, entrant ainsi en récession technique. Mais, comme l'économie tourne pratiquement à plein régime, on peut considérer que les turbulences actuelles ne sont, pour le moment, qu'une normalisation de la situation économique.

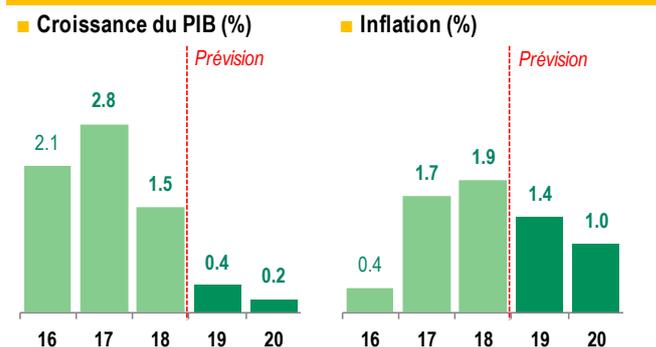
Le ralentissement concerne surtout le secteur manufacturier, sur fond de Brexit et de fortes tensions commerciales. Les grandes entreprises du secteur manufacturier allemand semblent plus affectées que celles des autres pays. Cette situation s'explique en partie par la spécialisation de l'Allemagne dans les équipements de transport et les biens d'investissement et par son exposition relativement importante au marché chinois. De plus, plusieurs grandes entreprises cotées au DAX ont connu de sérieuses difficultés. L'écart en de termes cours/valeurs comptable entre le S&P500 et le DAX n'a jamais été aussi important depuis 18 ans. Dans le secteur non manufacturier, en revanche, les indicateurs d'activité, quoique en repli par rapport à 2018, se maintiennent à des niveaux relativement élevés.

Malgré cette récession modérée, les conditions sur le marché du travail restent extrêmement tendues et le nombre de postes à pourvoir se maintient à des niveaux record. En août, le taux de chômage est ressorti à 3,1 % à peine, le niveau le plus bas de la zone euro. Compte tenu des récentes difficultés de recrutement et de la rigueur de la législation allemande sur la protection de l'emploi, les employeurs pourraient préférer conserver leur main-d'œuvre en recourant à des dispositifs de chômage partiel. Le nombre d'employés relevant de ces dispositifs est, en effet, en augmentation.

■ Le gouvernement conserve sa munition budgétaire

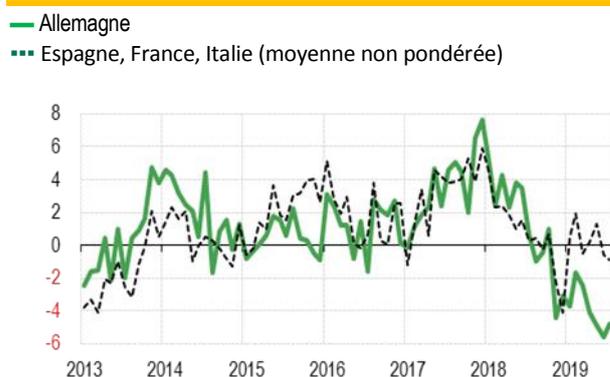
En septembre, Olaf Scholz, ministre des Finances, a rendu public le budget 2020. Celui-ci sera légèrement expansionniste, conformément à l'accord de coalition, mais il restera excédentaire selon le principe de l'équilibre budgétaire (*Schwarze Null*). La politique restera orientée vers l'augmentation du revenu disponible, en particulier pour les personnes et les foyers à faible et moyen revenu. Cette politique sera poursuivie en 2021 avec l'augmentation des allocations familiales et la suppression de la taxe de solidarité, une surcharge imposée pour aider à la reconstruction de

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Production manufacturière (% g.a.)



Source : Eurostat

l'Allemagne de l'Est, pour 90 % des contribuables. Les autorités entendent ramener la dette publique à près de 50 % du PIB d'ici à 2023.

En outre, toujours en septembre, le gouvernement a annoncé un ensemble complet de mesures visant à lutter contre le changement climatique et à réduire, à l'horizon 2030, les émissions de CO₂ de 55 % par rapport au niveau de 1990. A partir de 2050, l'économie devrait atteindre la neutralité carbone. Sur la période 2020-2023, EUR 54 mds seront affectés à des incitations en faveur de comportements et d'investissements respectueux de l'environnement.

Ces mesures de soutien devraient être largement financées par l'extension du système d'échange de droits d'émission au secteur des transports et au chauffage au niveau national. Le plan climat vient compléter la suppression progressive du charbon d'ici à 2038, qui avait été annoncée précédemment. Le gouvernement a débloqué EUR 40 mds pour la restructuration des régions charbonnières sur les vingt prochaines années.

Compte tenu d'une situation budgétaire favorable et de coûts d'emprunts négatifs, le gouvernement allemand a été pressé par des institutions internationales, comme le FMI et la BCE, d'utiliser sa marge de manœuvre budgétaire pour soutenir l'activité économique. Récemment, la Fédération des industries allemandes BDI, a également plaidé dans ce sens. Pour le moment, ces appels n'ont pas été entendus. Le gouvernement allemand soutient, pour sa part, que l'économie reste proche de son potentiel. De plus, compte tenu des délais de mise en œuvre et des incertitudes liées à son impact, la relance budgétaire, au-delà de l'effet du jeu des stabilisateurs automatiques, pourrait ne pas être l'instrument le plus approprié pour un réglage fin de la conjoncture. Par ailleurs, les effets d'entraînement sur le reste de la zone euro sont plutôt limités (cf. encadré). Le ministre des Finances, Olaf Scholz, s'est, toutefois, dit prêt à délier les cordons de la bourse en cas de crise économique.

■ Stagnation prolongée et tensions politiques

La croissance du PIB devrait ralentir à 0,4 % en 2019 et à 0,2 % en 2020. La demande intérieure, portée en particulier par la générosité des accords salariaux, reste son principal moteur. Au T2 2019, les salaires négociés ont progressé de 3,8 % par rapport à l'année précédente. L'inflation devrait reculer de 1,4 % en 2019 à 1 % en 2020. Cependant, l'inflation sous-jacente va probablement augmenter dans les années à venir, sous l'effet des pressions salariales intérieures. Selon des estimations de la Bundesbank, la hausse des coûts salariaux pourrait se traduire par une augmentation des prix à la consommation de 0,3 % à moyen terme.

Les partis au pouvoir, CDU/CSU (conservateurs, chrétiens-démocrates) et SPD (socio-démocrates) ont enregistré de lourdes pertes lors des élections européennes et régionales, qui ont provoqué des tensions au sein de la coalition. De plus en plus de membres du SPD souhaitent que leur parti quitte le gouvernement. Lors de son congrès en décembre, le SPD devrait se doter d'un nouveau président – le ministre des Finances, Olaf Scholz figure parmi les candidats – et pourrait choisir une nouvelle orientation, de quoi aggraver les tensions au sein de la coalition.

Raymond Van der Putten

raymond.vandepuuten@bnpparibas.com

Efficacité de la politique budgétaire

A l'aide du modèle NiGEM, nous avons simulé l'effet d'une hausse des investissements publics équivalant à 1 % du PIB maintenue sur deux ans. Dans l'hypothèse de taux d'intérêt inchangés, le PIB réel outre-Rhin augmenterait de 0,5 % par rapport au scénario de base après 2 ans.

Ce chiffre est nettement inférieur au choc initial, l'augmentation de la demande ayant pour effet de stimuler les importations. De plus, les tensions devraient se renforcer sur le marché du travail, tirant les salaires et les prix à la consommation vers le haut. Au cours de la deuxième année, les prix à la consommation auront augmenté de 0,3 % par rapport au scénario de base. La perte consécutive de compétitivité sera également favorable aux importations, tandis que les exportations pourraient se replier. Résultat, l'excédent des paiements courants enregistrera une contraction de 0,7 % du PIB.

La détérioration initiale du solde des opérations des administrations publiques sera atténuée par l'augmentation des recettes fiscales et la diminution des dépenses sociales. Dans l'ensemble, l'érosion du solde des opérations des administrations publiques devrait être égale à 0,9 % du PIB.

Les effets d'entraînement sur les autres pays de la zone euro sont limités. Les petits pays voisins de l'Allemagne sont les principaux bénéficiaires d'une impulsion budgétaire. La relance budgétaire outre-Rhin aura, en particulier, des effets favorables sur la production en Hongrie et en Slovaquie (en hausse dans les deux cas de 0,4 % par rapport au scénario de base au bout de deux ans) ainsi qu'aux Pays-Bas et en République tchèque (de 0,3 % dans les deux cas). L'effet sur la France, l'Italie et l'Espagne est de près de 0,1 % au bout de deux ans.

Ces résultats doivent être interprétés avec prudence. Suite au choc ainsi créé, les investissements publics augmenteraient de près de 50 %. Il est peu probable que l'on puisse trouver suffisamment de projets d'une telle ampleur dans un aussi court laps de temps. De plus, les pénuries de main-d'œuvre dans le secteur de la construction pourraient constituer un obstacle majeur à la mise en œuvre du programme.

Relance budgétaire en Allemagne de 1 % du PIB*

	1 an	2 ans
% par rapport du scénario de base		
PIB	0,45	0,46
Consommation privée	0,14	0,22
IPCH	0,10	0,30
% point de différence par rapport du scénario de base		
Compte courant**	-0,73	-0,66
Solde financier des adm. publiques**	-0,88	-0,89

*taux de change et taux d'intérêt exogènes

**en % du PIB

Calculs BNP Paribas avec NiGEM



France

Epreuve et preuves de résistance

L'économie française continue de faire preuve de résistance à en juger la stabilité de la croissance, sur un rythme annualisé d'un peu plus de 1%, et la bonne tenue des enquêtes de confiance et du marché du travail. Les perspectives restent favorables mais elles se sont assombries ces derniers mois avec les signes de récession outre-Rhin, l'accroissement des tensions commerciales et l'incertitude sur le Brexit. Nous prévoyons que l'investissement des entreprises et les exportations fléchissent nettement sous le poids de cet environnement extérieur plus incertain et moins porteur. Mais le tassement de la croissance serait amorti par le rebond attendu de la consommation des ménages, porté par les mesures importantes de soutien au pouvoir d'achat.

■ Clignotants conjoncturels toujours au vert

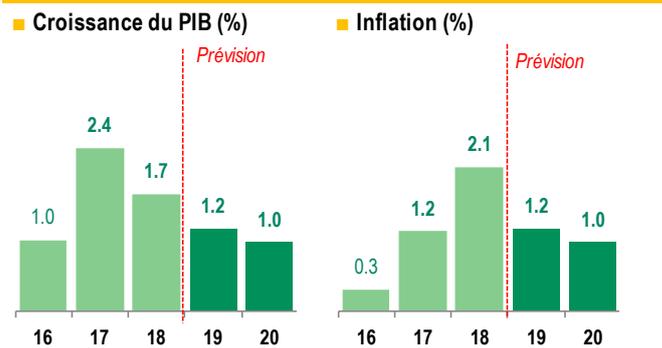
D'abord estimée à 0,2% t/t, la croissance du T2 2019 a été rehaussée à 0,3% t/t en deuxième estimation, en ligne avec les attentes. Depuis le T3 2018, le rythme est peu élevé mais remarquablement stable et plus solide qu'il n'y paraît : il s'appuie, en effet, sur une contribution moyenne de la demande intérieure finale de 0,4 point de pourcentage. Au T2 2019, la consommation des ménages a, une nouvelle fois, déçu les attentes d'un rebond, en ne progressant que de 0,2% t/t après 0,3% au T1. Mais cette mauvaise nouvelle a été contrebalancée par une bonne surprise côté investissement des entreprises, en accélération (0,9% t/t après 0,6% t/t) et, plus surprenant, côté investissement des ménages (0,8% t/t après 0,1% t/t). Les variations de stocks (contribution négative de 0,2 point après +0,3) et le commerce extérieur (+0,1 point après -0,3) ont encore évolué en miroir. La variation de la contribution du commerce extérieur est le fait des importations (-0,2% t/t après +1,1%) tandis que les exportations sont restées atones (0,0% t/t après 0,1%), pénalisées par un fort recul, assez inhabituel, des exportations de services.

Les perspectives de croissance pour le T3 semblent favorables au regard des enquêtes sur le climat des affaires, disponibles jusqu'en septembre. Elles plaident pour un maintien du rythme de croissance des deux trimestres précédents. En moyenne sur le T3, l'indicateur synthétique de l'INSEE se situe au même niveau (élevé) qu'au T2 (106) et le PMI composite de Markit est légèrement au-dessus (52 après 51,3). L'orientation haussière de ces enquêtes depuis le début de l'année, même si cette tendance reste timide, est un autre signal encourageant, de même que l'absence de contagion, à ce stade, des moins bons chiffres dans le secteur manufacturier aux services. Enfin, le moral des ménages envoie le signal le plus positif des enquêtes de confiance. En septembre, il enregistre son neuvième mois consécutif de hausse et s'établit à 104. Ce niveau est suffisamment au-dessus de la moyenne 100 de référence pour considérer désormais que les ménages français ne sont plus seulement moins pessimistes, mais qu'ils sont plus optimistes. On se félicitera plus particulièrement de la nette diminution de leurs craintes concernant l'évolution du chômage.

Notre modèle *nowcast* vient tempérer quelque peu cette lecture positive des données d'enquête puisque, sur la base de celles-ci, la croissance du T3 est estimée à 0,2% t/t¹. Cela correspond à notre prévision tandis que l'INSEE et la Banque de France tablent sur

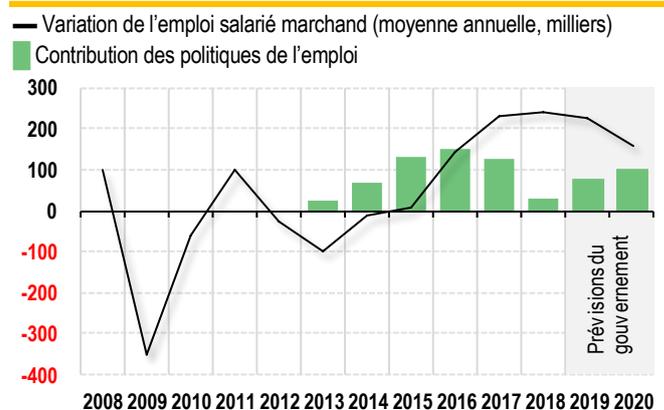
¹ L'estimation sur la base des indicateurs d'activité n'est que de 0,1% t/t mais elle est peu fiable, toutes les données pour le T3 n'étant pas disponibles.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Dynamisme de l'emploi salarié marchand



Sources : INSEE, gouvernement, BNP Paribas

0,3% t/t. Si nous nous montrons un peu moins positifs pour ce trimestre, mais aussi pour les suivants (nous avons abaissé à 1,2% (-0,1 point) et 1% (-0,2 point), respectivement, nos prévisions pour 2019 et 2020²), c'est, en premier lieu, du fait de notre diagnostic assez négatif de la situation économique allemande (cf. texte dans ce numéro) qui se répercute sur la croissance française via le canal des exportations.

Nous prévoyons également que l'investissement des entreprises fléchisse nettement sous le poids de l'incertitude, ce facteur défavorable l'emportant sur l'effet favorable des conditions

² Ces prévisions se situent en dessous de la moyenne du consensus. Ce scénario relativement bas est assorti de risques équilibrés.



monétaires et financières. Si, dans l'enquête sur le climat des affaires dans le commerce de gros, aucun signe avant-coureur d'un tel fléchissement n'apparaît, dans les services, les soldes d'opinion sur l'investissement sont plus mitigés. En outre, en juillet, les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière ont nettement revu à la baisse leurs projets d'investissement pour 2019. De plus, le taux d'utilisation des capacités de production a perdu un peu plus de deux points depuis son point haut de début 2018 et atteint 83,4%.

Le rebond de la consommation des ménages se faisant toujours attendre, nous avons également revu en baisse nos attentes. Il n'est, en effet, toujours guère visible dans les dernières statistiques mensuelles des dépenses de consommation des ménages en biens portant sur août. Et il ne l'est pas beaucoup plus lorsque l'on regarde la consommation sous-jacente de biens fabriqués (matériels de transport, équipement du logement, habillement, autres biens). Mais ce rebond reste l'hypothèse la plus probable, une hypothèse renforcée par la hausse récente de la confiance des ménages ainsi que par les nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat du budget 2020.

■ Le soutien du marché du travail

La bonne tenue du marché du travail est à la fois une cause et une conséquence de la résistance, observée et attendue, de la croissance. Cette bonne tenue prend la forme, tout d'abord, de créations d'emplois qui continuent de surprendre favorablement. L'emploi salarié privé progresse, en effet, à peine moins vite que la croissance (1,3% sur un an au T2 versus 1,4%). Ce dynamisme relatif s'accompagne de tensions (difficultés de recrutement, manque de main d'œuvre) qui, si elles n'augmentent plus, restent importantes. Les pressions haussières sur les salaires qui en découlent restent toutefois limitées, contraintes par la faiblesse des gains de productivité due à la « richesse en emplois » de la croissance. D'après la DARES, cela pourrait aussi être le reflet de la nature des tensions sur le marché du travail, dont « le renforcement semble en grande partie lié à un taux de rotation des emplois très important dans certains secteurs d'activité très intensifs en main d'œuvre peu qualifiée, comme le secteur du bâtiment, les services aux particuliers ou l'hôtellerie et la restauration »³.

La bonne tenue du marché du travail est également visible dans les chiffres du chômage. En baisse continue depuis la mi-2015, le taux de chômage a atteint au T2 2019 son plus bas niveau depuis dix ans (8,5%). Ce repli ne serait pas uniquement conjoncturel : d'après la DARES, sa composante structurelle serait aussi en baisse à la faveur des réformes entreprises ces dernières années, notamment en termes de réduction du coût du travail.

Les perspectives restent favorables, à court terme au regard des différentes enquêtes disponibles comme à l'horizon 2020, compte tenu des mesures d'enrichissement du contenu en emplois de la croissance⁴ (cf. graphique 2).

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

³ DARES, *Le marché du travail en France : bilan des deux dernières années et perspectives*, rendez-vous de Grenelle, 12 septembre 2019

⁴ CICE/basculé, loi Pacte, prime à l'embauche, PIC, loi Avenir professionnel, réforme de l'assurance-chômage, revalorisation prime d'activité.

La budgétisation verte

Lors du One Planet Summit en 2017, l'OCDE lançait le Paris Collaborative on Green Budgeting en vue d'inciter à un partage des meilleures pratiques en matière de budgétisation verte (méthodologie et outils utilisés). A cet égard, le budget national ressort comme un levier-clé pour les Etats dans l'accomplissement de leurs engagements environnementaux.

Un budget vert détaille les dépenses et les recettes de l'Etat à l'aune de leur impact environnemental. Une classification des recettes et des dépenses par code couleur, allant du marron au vert, met en exergue les effets sur l'environnement des dispositifs fiscaux et budgétaires. Une telle présentation offre une plus grande transparence qui permet d'évaluer la compatibilité du budget avec les engagements environnementaux du pays. De plus, un cercle vertueux est attendu d'une année à l'autre, les dépenses « marron » incitant davantage à agir.

Dans le cas français, l'inspection générale des finances (IGF) et le Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD) ont remis au gouvernement un premier rapport sur ce sujet en septembre 2019. La mission s'est centrée sur la classification des dépenses, étant donné l'existence d'un consensus sur la définition des taxes environnementales. Six axes environnementaux ont été définis :

- lutte contre le changement climatique ;
- adaptation au changement climatique ;
- gestion durable des ressources en eau ;
- transition vers une économie circulaire et prévention des risques ;
- prévention de la pollution ;
- préservation de la biodiversité et gestion durable des espaces naturels, agricoles et forestiers.

Chaque dépense est classée selon ces critères, sur une échelle allant de défavorable (catégorie -1) à très favorable (catégorie 3).

Dans le cadre de leur étude, l'IGF et le CGEDD ont appliqué cette méthode à quatre missions du projet de loi de finances (PLF) de 2019, sur lesquelles EUR 55 mds de dépenses ressortent comme ayant un impact. Entre EUR 33 et 36 mds de dépenses sont au moins une fois favorables à l'environnement au regard d'un des six axes environnementaux et EUR 25 mds au moins une fois défavorables. Près de la moitié des dépenses au moins une fois défavorables à l'environnement (EUR 12 mds) sont des dépenses fiscales, plus précisément des exonérations sur les taxes intérieures de consommation des produits énergétiques relatives aux carburants.

Cette pratique de budgétisation verte en est encore à ses débuts. Le premier réel budget vert est annoncé par le gouvernement pour 2021. Mais le budget 2020 s'inscrit d'ores-et-déjà dans cette perspective avec la publication d'un nouveau jaune budgétaire* prévu par la loi de finances du 28 décembre 2018 pour 2019. Intitulé « Financement de la Transition Ecologique : les instruments économiques, fiscaux et budgétaires au service de l'environnement et du climat », il vient remplacer trois jaunes budgétaires existants. Il s'agit d'une première simplification dans l'analyse de la compatibilité du budget français avec ses engagements environnementaux.

*Les jaunes budgétaires sont des documents annexés au PLF, consacrés à certains sujets en particulier.

Sources : gouvernement, IGF, presse.

Encadré rédigé par Zoé Klein, stagiaire à la Recherche Economique Groupe.



Italie

Une stagnation de longue durée

Le nouveau gouvernement a approuvé l'actualisation du document économique et financier prévoyant de porter le déficit à 2,2 % du PIB en 2020. Le projet de loi de finances 2020 est estimé à EUR 30 mds. Certaines mesures prévues par le projet de budget, comme la réduction du coin fiscal, devraient soutenir l'économie et avoir un effet positif sur la croissance, malgré une incertitude grandissante. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 0,1 % en glissement annuel, avec la contribution négative des stocks à la croissance globale, tandis que les exportations ont poursuivi leur progression. La demande intérieure a pâti de l'évolution contrastée du marché du travail et d'un marché du logement qui ne s'est toujours pas complètement redressé.

■ Un nouveau gouvernement confronté à de vieux problèmes

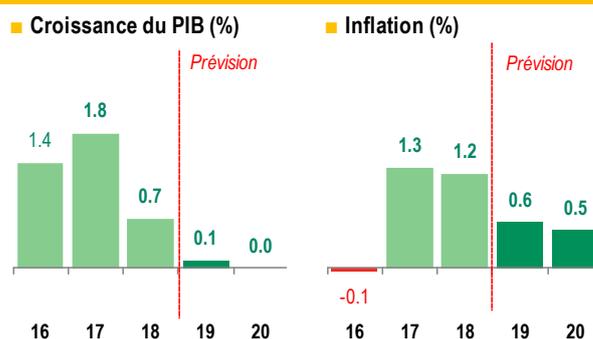
Après la crise politique du mois d'août dernier, le Mouvement Cinq Étoiles (M5S) et le Parti démocrate (PD) ont formé une nouvelle coalition. Le nouveau gouvernement, toujours dirigé par Giuseppe Conte, a approuvé l'actualisation du document économique et financier. En 2020, le gouvernement prévoit d'augmenter le déficit à 2,2 %, contre 1,4 % prévu dans la loi actuelle. Le projet de loi de finances 2020, qui sera approuvé vers la fin de l'année, devrait, selon les estimations, s'élever à EUR 30 mds. La désactivation des clauses de sauvegarde sur la fiscalité indirecte coûtera EUR 23 mds. D'autres mesures contenues dans le budget, comme la réduction du coin fiscal et la confirmation de dispositifs incitatifs en faveur de l'investissement *high-tech* des entreprises devraient soutenir l'économie. Selon les prévisions actuelles, le PIB devrait croître de 0,6 % en 2020, en dépit d'une incertitude grandissante.

■ La stagnation persiste

L'économie italienne manque de dynamisme depuis un an et demi. Au T2 2019, le PIB réel a légèrement augmenté (+0,1 % trimestriellement et en glissement annuel). La décomposition du PIB montre une situation contrastée. Pour le quatrième trimestre d'affilée, la contribution des stocks à l'augmentation totale du PIB a été négative (-0,2 %), compensant la contribution positive de la demande intérieure. La consommation a continué à progresser légèrement (+0,1 % en t/t), sous l'effet également de l'évolution toujours mitigée du marché du travail. Au T2, l'emploi a augmenté, passant au-dessus de la barre des 25,5 millions, tandis que le nombre d'heures ouvrées a, de nouveau, reculé (s'établissant à plus de 500 millions en dessous du chiffre enregistré au T1 2008). Les dépenses d'équipement ont crû de près de 0,4 %, sous l'effet d'une forte hausse des investissements dans les machines et les équipements, tandis que les investissements dans le secteur de la construction se sont repliés.

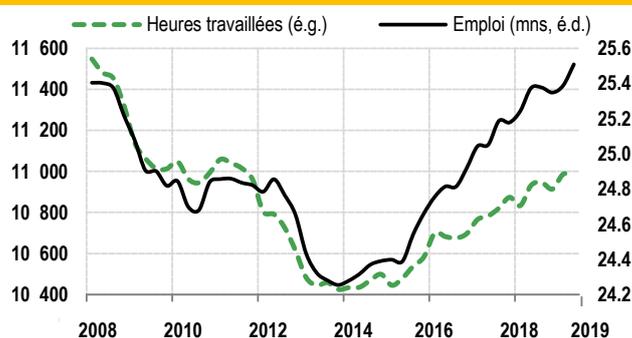
Au T2, la contribution des exportations nettes a été positive, les exportations ayant davantage augmenté que les importations. Malgré leur progression, les ventes italiennes à l'étranger pâtiennent des incertitudes entourant les perspectives mondiales. D'après les données sur la balance commerciale, la valeur des exportations a grimpé de 3,2 % au cours des sept premiers mois de 2019, grâce une forte augmentation dans le secteur des produits pharmaceutiques (+28 %), dans celui des produits alimentaires et celui du textile et de l'habillement, tandis que les exportations de

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Marché du travail



Source : Istat

moyens de transport ont reculé de près de 5 %. Les entreprises italiennes ont bénéficié de la robustesse de la demande en provenance des États-Unis (+9,2 %) et du Royaume-Uni (+8,9 %), tandis que les ventes à l'Allemagne s'inscrivent en net retrait (+1,1 %).

■ Ralentissement de l'industrie manufacturière

Le ralentissement de l'activité économique italienne reflète principalement la détérioration de la situation dans le secteur manufacturier. Au cours des dix-huit derniers mois, la valeur ajoutée a chuté de 1,2 %, soit plus de 9 points de pourcentage en dessous du niveau de 2008. Au cours des sept premiers mois de 2019, l'activité industrielle s'est contractée de près de 1 %. Compte tenu de la relation étroite existant avec les exportations, c'est dans les

secteurs des moyens de transport, du textile et de l'habillement, des produits métalliques et des machines et équipements que la baisse de la production a été la plus importante.

Au T2, la quasi-stagnation de la valeur ajoutée des services s'est poursuivie, avec un taux de croissance annuel légèrement positif (+0,2 %). La valeur ajoutée a reculé de 0,7 % (en g.a.) dans le secteur des activités financières et de l'assurance et de 1,1 % dans celui de l'information et de la communication, tandis que l'activité dans le secteur immobilier a augmenté de presque 1%. Entre avril et juin, le lent redressement de la valeur ajoutée a marqué une pause dans la construction, avec un repli de 1,1 %. Le secteur du bâtiment se ressent de la faiblesse persistante de l'investissement et de l'évolution atone du marché du logement.

■ Logement : le redressement se fait attendre

Au T1 2019, selon les estimations de l'Istat, les prix de l'immobilier résidentiel ont baissé de 0,8 % (en g.a.). La longue période de repli du secteur immobilier italien se caractérise essentiellement par la divergence des tendances entre le neuf et l'ancien. Au cours du premier trimestre 2019, les prix des logements dans l'ancien ont chuté de 1,3 % (en g.a.), soit le neuvième repli consécutif, tandis que dans le neuf ils ont augmenté pour le sixième trimestre d'affilée.

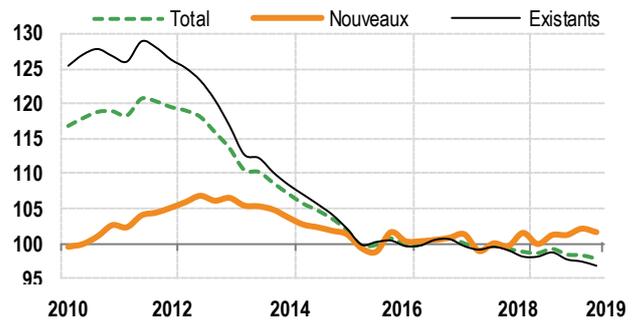
Dans l'ensemble, la baisse des prix des logements depuis 2010 (première année pour laquelle des données officielles sont disponibles) est de 17,2 % ; elle est entièrement due aux logements anciens, dont les prix au début de 2019 avaient perdu 23,7 % par rapport à leur niveau de 2010. Les prix des logements neufs ont augmenté d'à peine 0,8 % par rapport au niveau enregistré huit ans auparavant.

Au cours de la même période (2010-T1 2019), les prix des logements ont fait un bond de 48 % en Allemagne et de 8,6 % en France, tandis qu'en Espagne, ils ont chuté d'environ 9 %. Si les prix demeurent inchangés en Italie jusqu'à la fin de l'année, le repli enregistré en 2019 sera de -0,8 % par rapport à 2018.

Les transactions immobilières, en revanche, sont en progression depuis seize trimestres. Entre janvier et mars 2019, les ventes dans l'immobilier résidentiel (en données non corrigées des variations saisonnières) ont grimpé de 8,8 % (en g.a.), contre 9,3 % au trimestre précédent, à près de 139 000 transactions. La croissance a été positive dans toutes les régions, en particulier, celles du nord-est (+11,8 %, en g.a.) et du centre (+10,7 %, en g.a.). Elle a été particulièrement robuste (+8,2 % en g.a.) dans les huit principales villes italiennes (par le nombre d'habitants). Des hausses à deux chiffres ont notamment été enregistrées à Rome (+11,9 %), à Milan (+11,3 %), à Gênes et à Bologne (+15,2 et +12,9 %, respectivement). À Palerme, la croissance du volume des transactions, qui avait atteint +18,5 % à la fin de 2018, a ralenti à +2 %.

Selon les estimations de l'*Agenzia delle Entrate*, le Trésor italien, en 2018 (dernières données disponibles) la tendance à la baisse des prix, conjuguée à une augmentation des ventes, s'est soldée par une progression de +5,2 % du chiffre d'affaires du marché immobilier, à EUR 94,3 mds, dont EUR 53 mds pour les seules

3- Tendence des prix des logements



Source : calculs BNL sur la base des données de l'Istat

régions septentrionales. La plus forte hausse de toutes les zones géographiques a été enregistrée dans le nord-est (+9,4 %), alors que, dans le centre et le sud, le chiffre d'affaires a, à peine, progressé de +4 %. Le chiffre d'affaires unitaire a diminué de 2 100 euros, principalement en raison de la baisse enregistrée dans le centre (-5 200 euros par logement) et, en particulier, dans la région du Latium (-6 250 euros par logement).

Selon certaines analyses qualitatives, la phase de ralentissement actuelle devrait se prolonger dans les mois à venir : l'enquête mensuelle menée au mois d'août dernier par la Banque d'Italie sur la situation dans le secteur montre que la proportion d'experts faisant état de pressions à la baisse sur les prix de l'immobilier reste inchangée par rapport aux mois précédents, et il en est de même de la marge de négociation du prix de vente affiché. Selon la même enquête, la part des acquisitions financées par un prêt hypothécaire est en augmentation, s'établissant à plus de 80 %, tandis que le ratio prêt-valeur est stable à 74,2 %. L'enquête réalisée par Nomisma (un *think tank* italien) sur les intentions d'achat des ménages n'annonce pas de changement substantiel à court terme : en 2019, le nombre de ménages susceptibles d'acheter une maison est en légère baisse par rapport à 2018, tandis que le pourcentage de candidats primo-accédants augmente (à 74,8 % contre 65,9 % auparavant).

L'Italie continue de figurer parmi les pays européens dont le taux de propriétaires est le plus élevé : en 2017 (dernières données disponibles), 72,4 % des ménages étaient propriétaires de leur logement (un pourcentage à peine inférieur à celui de 2010). Ce taux était de 77,1 % en Espagne (contre 79,8 % en 2010), de 64 % en France et de 51,4 % en Allemagne. En Italie, le taux de propriétaires atteint 83 % chez les ménages les plus riches (ceux ayant un revenu supérieur à 60 % de la valeur médiane) contre 52 % chez les ménages aux revenus les plus faibles (moins de 60 % de la valeur médiane).

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli
simona.costagli@bnlmail.com



Espagne

Retour aux urnes

Les Espagnols sont à nouveau convoqués aux urnes le 10 novembre prochain, mais rien ne permet d'affirmer que ce scrutin permettra de sortir de l'impasse. Le paysage politique reste trop fragmenté pour produire des coalitions durables. La conduite à tenir face à l'indépendantisme catalan exacerbe les clivages et aide à justifier le manque de coopération. Pendant ce temps, la croissance a ralenti de façon un peu plus marquée qu'on ne le croyait jusqu'ici, tout en restant à un niveau, 2%, que beaucoup d'autres grands pays européens pourraient envier. La préparation et l'adoption d'un budget pour 2020 attendront la formation d'un nouveau gouvernement.

■ L'impasse politique

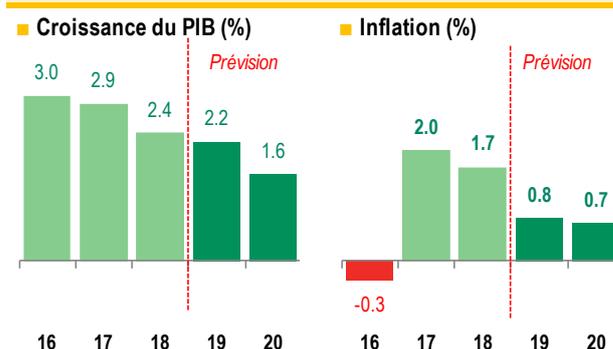
Nouvel échec collectif de la politique espagnole : bien qu'arrivé en tête des élections législatives anticipées du 28 avril, Pedro Sánchez n'est pas parvenu à former un gouvernement susceptible d'être investi par le Congrès des députés. Le leader socialiste a cherché à former un gouvernement minoritaire en s'appuyant sur son seul parti, mais son projet s'est heurté à la volonté de Podemos d'intégrer le gouvernement au sein d'une véritable coalition. Il a finalement renoncé fin septembre à rechercher une nouvelle investiture, et laissé le Roi convoquer de nouvelles élections. Les citoyens seront donc de retour aux urnes le 10 novembre prochain pour la quatrième fois en quatre ans, afin d'élire leurs députés. Même s'ils peuvent, bien sûr, évoluer dans les prochaines semaines, les premiers sondages laissent toutefois penser que les électeurs n'ont pas l'intention de modifier profondément les choix exprimés il y a moins de six mois. Si ces tendances se confirment, le scrutin laisserait presque inchangés les rapports de force au sein de l'hémicycle par rapport à la situation actuelle¹. Cela imposerait alors aux états-majors des partis politiques de se résoudre à ajuster leurs positions pour sortir de l'impasse actuelle.

■ Le ralentissement se précise

L'image de l'économie espagnole dans le panorama européen n'a pas changé : comparée aux autres grandes économies de la zone, l'Espagne se porte plutôt bien. Elle bénéficie d'une croissance plus dynamique, assise sur des bases relativement larges et solides. Résiliente jusqu'ici, l'activité a toutefois donné ces dernières semaines des signes clairs que le ralentissement économique, déjà très perceptible au niveau européen depuis plusieurs trimestres, prend forme et s'amplifie également dans la péninsule. Dans le secteur manufacturier en particulier, l'indice PMI des directeurs d'achats s'est ainsi clairement installé dans la zone de contraction cet été. En outre, les statistiques pour la croissance de 2018 et début 2019 ont été assez nettement révisées. Elles font désormais état d'une croissance moins vive même si elle est plus équilibrée, avec une consommation privée bien moins robuste qu'initialement annoncé et un ralentissement du commerce extérieur moins marqué. Au final, la croissance du PIB pour 2018 est revue à la baisse à 2,4% (-0,2 pp). Surtout, elle s'établit mi-2019 à peine au-dessus de

¹ Selon les estimations de *Politico Poll of Polls* au 29 septembre 2019, le Parti Populaire renforcerait son résultat (21% des suffrages estimés contre 17% en avril) au détriment de Ciudadanos (12% contre 16%). Les scores du PSOE (29%), de Podemos (13% contre 14%), de Vox (9% contre 10%), et des nationalistes catalans ERC (4% contre 3%) et Junts (2%) notamment resteraient quasiment inchangés.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2% (2,1% g.a.) ; la croissance de la consommation des ménages n'atteignant quant à elle plus que 0,8% g.a. Dans ce contexte, nous avons revu notre prévision pour 2020 autour de 1,5%. L'effet sur le marché du travail de ce ralentissement commence à se faire sentir, avec une hausse de l'emploi de seulement 0,3% t/t au T2, au plus bas depuis 2014. Le taux de chômage, qui vient de s'afficher en deçà des 14% pour la première fois depuis dix ans (13,9% au mois de juillet), reste à ce stade orienté à la baisse, mais de façon moins marquée.

■ Les finances publiques en pilote automatique

Dans ce contexte, la conduite des finances publiques reste sur pilote automatique. Pas plus que pour 2019, la situation politique ne devrait rendre possibles la préparation et l'adoption d'un projet de budget pour 2020, du moins d'ici la fin de l'année. Restent, dès lors, deux grands facteurs susceptibles de peser sur l'évolution du solde budgétaire : le ralentissement économique un peu plus marqué que prévu, qui pèse en particulier sur les recettes fiscales, et la chute des taux d'intérêt souverains dans la zone euro, qui amène régulièrement les États à revoir à la baisse le coût moyen de la dette à l'émission (0,37% en Espagne pour la dette émise au premier semestre 2019) et la charge annuelle de la dette pour les finances publiques (2,4 points de PIB attendus en avril dernier). Qu'il atteigne ou pas la cible d'un déficit de 2% du PIB en 2019, le futur gouvernement aura besoin de soutien parlementaire s'il conserve l'ambition d'équilibrer les finances publiques à l'horizon 2022.

Frédérique CERISIER

frederique.cerisier@bnpparibas.com



Belgique

La demande intérieure ne doit pas décevoir

La croissance du PIB devrait reculer de 1,4 % en 2018 à 1 % à peine en 2019 et à 0,7 % en 2020. Ce repli s'explique par un nouveau ralentissement du commerce international, que la bonne tenue de la demande intérieure ne compense que partiellement. Malgré le recul des créations d'emplois, le redressement du revenu disponible devrait stimuler la consommation privée jusqu'à fin 2019 et une partie de 2020. Les finances publiques demeurent un facteur de risque majeur, la dette publique étant supérieure à 100 % du PIB. Un nouveau dérapage budgétaire semble inévitable, les négociations en vue de former un gouvernement n'étant pas près d'aboutir.

En septembre, la confiance des chefs d'entreprise s'est stabilisée en dessous de sa moyenne de long terme, confirmant la tendance à la baisse observée depuis le début du 2^e trimestre 2019. L'indice de la production industrielle est néanmoins ressorti en très forte hausse en Belgique, juste avant l'été, alors qu'il s'inscrivait, en moyenne, en repli dans la zone euro à la même période. Les résultats apparemment encourageants de ces enquêtes doivent être interprétés avec prudence compte tenu de la diminution de la valeur ajoutée industrielle, estimée sur la base des données relatives au chiffre d'affaires effectif.

Malgré une solide progression au 2^e trimestre, la croissance de l'investissement est en retrait par rapport aux attentes compte tenu de sa relation avec les taux d'utilisation des capacités. Ces derniers étant toujours supérieurs à leur moyenne de long terme, l'incertitude liée aux événements géopolitiques (Brexit, guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine) freine l'appétit d'investissement.

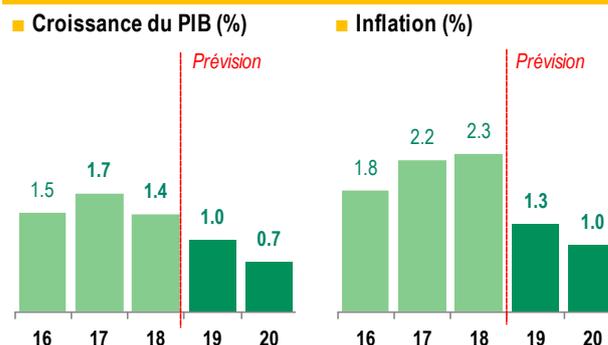
■ Marché du travail et prix

Depuis 2014, l'emploi a progressé de 6 %, soit près de 300 000 nouveaux postes. Le taux de chômage est bien inférieur à 6 % et le chômage des jeunes s'approche d'un plus bas de 13 %. Le taux d'emploi des 20-64 ans demeure dangereusement faible : à 69,7 % à la fin de 2018, il devrait être inférieur à l'objectif fixé (73,2 %) à l'horizon 2020. La croissance du taux d'emploi reste un défi majeur pour assurer la viabilité future du système de sécurité sociale.

Le taux de vacances d'emploi (le nombre de postes vacants rapporté au nombre total d'emplois dans le secteur des services) dépasse 4 % depuis le début de 2017. Ce taux dépasse largement la moyenne de la zone euro, qui s'est établie à 2,4 %. Les difficultés des entreprises à pourvoir les postes vacants sont symptomatiques de l'inadéquation des qualifications entre l'offre et la demande de main-d'œuvre. De plus, les disparités régionales sont nombreuses avec un taux de chômage plus élevé en Wallonie (partie sud du pays).

Depuis quelques mois, les créations d'emplois semblent marquer le pas. L'indice Federgon de l'emploi temporaire s'est inscrit en retrait pour le quatrième trimestre consécutif, alors que depuis le 3^e trimestre 2013, sa trajectoire est restée cinq années durant orientée à la hausse. Quelles que soient ces données préliminaires, la consommation privée devrait continuer à augmenter au cours des prochains trimestres d'autant que les salaires négociés et l'indexation des salaires poussent le revenu disponible à la hausse. Ces facteurs vont également contribuer à une nouvelle hausse du coût salarial horaire. Selon la Banque nationale de Belgique (BNB), cette augmentation ne devrait être compensée qu'en partie par les gains de productivité.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

Le solde de cette augmentation devrait se répercuter sur les entreprises dont les bénéfices seront amputés d'autant plutôt que sur les prix. L'inflation totale reculerait ainsi de 2,3 % en 2018 à 1,3 % en 2019.

■ Politiques publiques

Le déficit public s'est nettement amélioré, passant de -3,1 %, en 2014, à -0,7 % en 2018, en raison de deux facteurs : la baisse des charges d'intérêt et le repli plus rapide des dépenses primaires que celui des recettes. Concernant le premier facteur, l'Agence fédérale de la dette a su profiter de taux d'intérêt actuellement bas pour rallonger les échéances de l'encours de la dette publique. La maturité de la dette publique a ainsi été rallongée de quatre ans entre 2007 et 2018, soit bien plus que la moyenne des pays de l'OCDE, qui est de 2 ans. En conséquence, les charges d'intérêt vont probablement se maintenir au niveau actuel de 2 % du PIB, voire en dessous à l'horizon des prévisions.

Cependant, le budget primaire devrait se détériorer dès cette année. Le gouvernement minoritaire actuel est, en effet, dans l'incapacité de faire adopter des mesures impopulaires pour éviter un nouveau dérapage budgétaire. Comme les négociations en vue de la formation d'un gouvernement viennent à peine de redémarrer, après la fin, la semaine dernière, des dernières discussions au plan régional, il est hautement improbable que cette situation s'améliore d'ici à la fin de l'année. Selon nos prévisions, le déficit global devrait s'élever de nouveau à 2 % cette année.

Des soldes budgétaires aussi déficitaires vont de nouveau ralentir le rythme de réduction de la dette. La dette publique, qui ressortait à 102 % du PIB, en 2018, est bien supérieure à celle de la moyenne des pays de la zone euro (86 %). Cela reste un important point faible de l'économie belge.

Arne MAES

arne.maes@bnpparibasfortis.com



Autriche

Vote de confiance en faveur d'une politique conservatrice

Après son succès aux élections de fin septembre, le parti conservateur (ÖVP) va devoir former un nouveau gouvernement. Pour obtenir une majorité, il pourrait de nouveau faire appel au FPÖ (extrême droite). Dans ce cas, la politique qui sera mise en œuvre devrait rester largement inchangée et centrée sur l'assainissement budgétaire et la réduction de la charge fiscale. Toutefois, le prochain gouvernement devra faire face à un environnement économique moins favorable. La croissance du PIB pourrait fléchir pour atteindre autour de 1,2 % en 2020. Néanmoins, la santé des finances publiques s'est considérablement améliorée, offrant au gouvernement une importante marge de manœuvre pour lutter contre la récession, si nécessaire.

■ Les conservateurs gagnent les élections

Le parti conservateur ÖVP, dirigé par l'ancien chancelier Sebastian Kurz, a nettement remporté les élections du 29 septembre avec 37,5 % des voix. Pour obtenir une majorité, M. Kurz devra néanmoins chercher un partenaire. Un rapprochement avec les Verts, qui ont obtenu le meilleur score de leur histoire (13,8 %), ressemble au mariage de la carpe et du lapin. Les compromis nécessaires pourraient être difficiles à trouver. En outre, M. Kurz ne sera pas particulièrement enthousiaste de renouveler l'expérience de la « grande coalition » avec le SPÖ (social-démocrate). De son côté, le SPÖ a connu une forte érosion de son électorat, avec un score de 21,2 % contre 26,9 %, lors des élections de 2017. Ne reste plus qu'une alliance avec un FPÖ (extrême droite) affaibli par les scandales, qui n'a recueilli que 16,2 % des voix contre 26 % lors des législatives de 2017. La reconduction d'une coalition avec un FPÖ beaucoup moins puissant donnerait à Sebastian Kurz plus de poids pour poursuivre son programme, centré sur l'assainissement budgétaire et la réduction de la charge fiscale. De plus, cela lui permettrait de faire entrer plus de ministres de son propre camp au gouvernement. Néanmoins, après sa défaite cinglante, le FPÖ ne semble pas pressé d'entrer de nouveau au gouvernement.

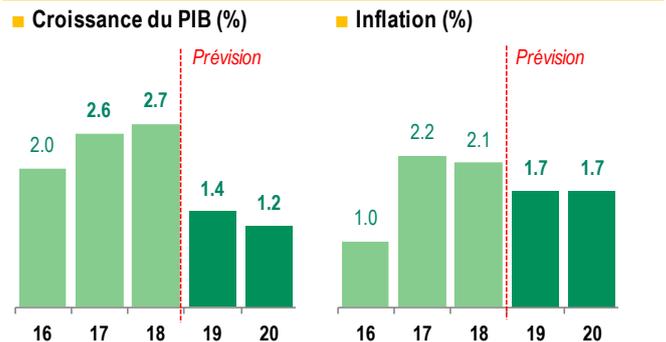
■ Une bonne santé financière pour relever les défis

Le nouveau gouvernement sera confronté à des conditions moins favorables que la précédente coalition formée par Kurz. La croissance annuelle, qui a atteint un pic de 2,7 % en 2018, devrait reculer à 1,4 % en 2019 et à 1,2 % en 2020, principalement en raison du ralentissement du commerce mondial. La demande des pays de la zone euro, en particulier l'Allemagne et l'Italie, qui représentent près de 40 % des exportations autrichiennes, a marqué le pas. Selon les entreprises du secteur manufacturier, les perspectives ne devraient pas s'améliorer de sitôt. Dans notre scénario, la production ne devrait se redresser que progressivement en 2020.

De plus, l'investissement, en nette hausse depuis trois ans, s'essouffle. En 2018, le taux d'investissement atteignait 23,9 % du PIB, niveau inédit depuis 2003, un des plus élevés de la zone euro. Avec la détérioration de la conjoncture et la montée des incertitudes, l'investissement des entreprises est aujourd'hui en perte de vitesse. Dans le secteur de la construction, les permis de construire ont accusé un repli fort, ce qui constitue un indicateur avancé de l'activité du secteur sur les deux ans à venir.

La consommation privée, en revanche, devrait rester très vigoureuse, sous l'effet conjugué de la solide progression du revenu disponible, portée par des hausses collectives de salaires (2,9 %

1- Croissance et inflation



Source : comptes nationaux, BNP Paribas

contre 2,6 % en 2018) et quelques mesures fiscales comme l'introduction du programme de primes aux familles. La croissance de la consommation devrait se maintenir globalement au même niveau qu'en 2018. Dans les années à venir, même si le rythme de croissance du revenu disponible est appelé à ralentir, la consommation devrait rester assez soutenue car les ménages pourraient puiser dans leurs économies.

Dans un tel contexte, la situation devrait rester très tendue sur le marché du travail et les tensions pourraient même se renforcer avec le départ à la retraite de la génération du *baby-boom*. L'immigration restera probablement un facteur important pour remédier à la pénurie de main-d'œuvre. Les négociations salariales, qui devraient rester généreuses, se répercuteront en partie sur les prix intérieurs, en particulier ceux des services. L'inflation devrait se maintenir autour de 1,7 %, et l'inflation sous-jacente pourrait s'élever à 2 % en 2020, contre 1,8 % en 2018.

La situation des finances publiques s'est considérablement améliorée. La dette publique est passée de 83 % en 2010 à 71 % du PIB en 2019 et le budget est légèrement excédentaire, offrant au gouvernement une importante marge de manœuvre pour lutter contre la récession, si nécessaire.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



Portugal

Confiance renouvelée

Très progressif jusqu'ici, le ralentissement économique devrait peu à peu s'étendre au cours de la seconde moitié de 2019 et en 2020. Alors que le chômage est au plus bas depuis 2002, le moral des ménages est bon. Ils viennent d'ailleurs de renouveler leur confiance à l'équipe sortante du premier ministre Costa. Le Parti socialiste est ainsi arrivé largement en tête des élections législatives du 6 octobre dernier avec plus de 36% des votes. Comme lors de la précédente législature, il va chercher à s'assurer du soutien des autres partis de gauche pour former un nouveau gouvernement.

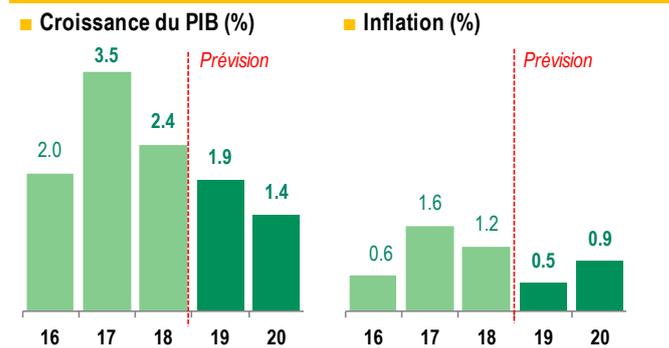
■ Ralentissement en cours

Le redressement de l'économie au sein de la zone euro continue d'être un succès. Bien entendu, la croissance portugaise ne pourra échapper au ralentissement général de la zone, et est soumise aux mêmes incertitudes (évolution des tensions commerciales mondiales, mise en œuvre du Brexit, évolution des prix du pétrole, etc.) qui constituent actuellement autant de risques baissiers pour l'activité économique des prochains trimestres. Dans cet environnement difficile, la croissance portugaise a malgré tout fait preuve jusqu'ici de beaucoup de résistance, si bien que nous n'avons que peu révisé nos perspectives la concernant. En effet, après deux années dynamiques, la croissance annuelle du PIB n'est repassée sous la barre des 2% que fin 2018. Elle s'y est maintenue (à 1,8% g.a.) tout au long du premier semestre 2019, la bonne tenue de la demande intérieure, et notamment des dépenses d'investissements, ayant permis de compenser une bonne partie des effets du ralentissement du commerce extérieur. Très progressif donc, le ralentissement devrait toutefois s'étendre dans la seconde moitié de 2019 et en 2020, alimenté, notamment, par le tassement des créations d'emplois et de la consommation privée. A ce stade, il nous semble que la croissance du PIB pourrait, au final, s'établir autour de 1,8% cette année puis de 1,3% en 2020. À ce niveau, elle se situerait, l'an prochain, environ au niveau des estimations actuelles de croissance potentielle, et toujours, pour la quatrième année consécutive, au-dessus de la moyenne pour la zone euro (0,7% attendu en 2020). Particulièrement riche en emplois en 2017 et 2018, la croissance a permis de ramener le taux de chômage à 6,5% début 2019, au plus bas depuis 2002. Il s'est globalement stabilisé au 1^{er} semestre, en raison du ralentissement des créations d'emplois entamé en 2019 (+0,7% g.a. au T2, contre +2,7% g.a. un an auparavant), avant de repartir à la baisse en juillet et en août. Jusqu'ici, ce tassement n'a pas réellement pesé sur la confiance des ménages dont les dépenses continuent de croître plus vite que le PIB, leur taux d'épargne (4,5% du revenu disponible brut au T2) s'affichant parmi les plus faibles de la zone euro.

■ Continuité politique

Dans ce contexte, les élections législatives du 6 octobre dernier ont, sans grande surprise, tourné à l'avantage de l'équipe sortante qui, aux yeux de beaucoup d'électeurs, a su mener ces dernières années une politique sociale sans nuire au redressement du pays. Le parti socialiste a emporté plus de 36% des suffrages, son leader Antonio Costa devrait logiquement être reconduit à la tête du gouvernement pour un second mandat. Comme lors de la

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

précédente législature, son ambition est de renouveler l'accord passé avec les partis de la gauche plus radicale qui, sans participer au gouvernement minoritaire, ont soutenu sa politique à l'Assemblée.

Si ce scénario se confirme, on peut supposer que la politique budgétaire restera prudente dans les années à venir, même si le ralentissement de la croissance devrait accentuer un peu la pression subie par le gouvernement. Jusqu'ici en tout cas, la consolidation se poursuit. Le solde budgétaire a ainsi été ramené à -0,5% du PIB en 2018 et devrait se contracter davantage en 2019 (-0,2% du PIB). Outre l'effet de soutien de la croissance économique, les finances publiques bénéficient de la discipline budgétaire en cours et des effets durables de la très forte baisse des spreads souverains enregistrée en 2017. Dans l'environnement actuel (nouveau repli des taux et des *spreads* au premier semestre, reprise des achats d'actifs nets de la BCE à partir de novembre 2019), la réduction supplémentaire attendue d'un ½ point de PIB de la charge d'intérêts au cours des deux prochaines années pourrait être dépassée. Notons enfin que le redressement progressif du système bancaire¹, réduit les risques que pèsent sur les finances publiques. Dans ce contexte, le FMI a récemment estimé que, selon les tendances actuelles, le pays pourrait atteindre l'équilibre budgétaire en 2020 et voir son ratio de dette publique passer sous le seuil de 100% du PIB d'ici 2024.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com

¹ Le ratio de prêts non-performants dans le secteur bancaire est revenu en deçà de 9% au T1 2019, un niveau médiocre, mais beaucoup plus proche que par le passé de celui des autres « mauvais élèves » de la zone euro (Grèce et Chypre exceptées).



Finlande

Ralentissement de la croissance

La Finlande, qui n'avait retrouvé un certain dynamisme qu'en 2015, a vu sa croissance ralentir dès 2018. Celle-ci devrait à nouveau faiblir au cours des prochains trimestres. L'ouverture de son économie l'expose en effet à la détérioration de l'environnement économique mondial. L'investissement pâtira de la moindre progression des exportations et de l'incertitude liée aux politiques protectionnistes. En revanche, les ménages devraient bénéficier d'une plus forte progression des salaires. En effet, le taux de chômage, au plus bas depuis fin 2008, devrait continuer à reculer malgré la décélération du rythme des créations d'emplois.

La croissance du PIB finlandais, en forte baisse en 2018 (de +1,7% contre +3% en 2017), devrait à nouveau ralentir cette année. Le PIB, en progression de 0,5% t/t aux premier et deuxième trimestres, devrait croître de près de 1,4% cette année et de 1,3 % en 2020.

■ Un environnement international moins favorable

La Finlande continuera à récolter les fruits des réformes mises en œuvre au cours de ces dernières années pour améliorer sa compétitivité¹. Toutefois, son ouverture au commerce mondial l'expose aux politiques commerciales protectionnistes et au ralentissement de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux, l'Allemagne² particulièrement. La détérioration de la conjoncture internationale et la faiblesse de l'investissement à l'étranger qui en découle pèseront d'autant sur la dynamique des exportations de biens au cours des prochains mois, que près d'un tiers d'entre elles sont composées de biens d'équipement. En outre, l'incertitude quant aux effets du Brexit, dont les modalités doivent encore être définies, demeure.

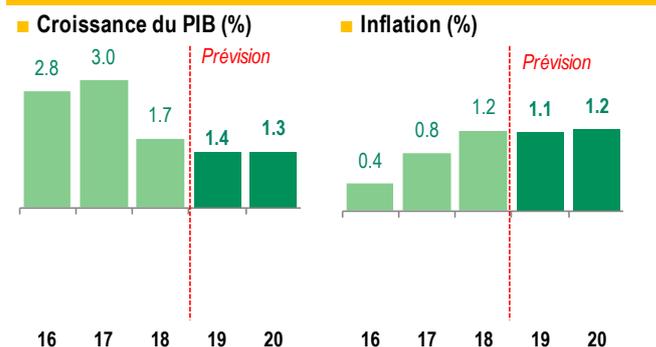
L'investissement non-résidentiel pâtira, au cours des prochains mois, de cette moindre progression des exportations. L'investissement résidentiel, qui a fortement soutenu l'activité entre 2016 et le début 2018, devrait également croître plus modérément en raison du ralentissement de la hausse des prix immobiliers. La consommation privée des ménages devrait légèrement décélérer. Le rythme des créations d'emplois, soutenu en 2018 (de +2,7% g.a.), devrait en effet ralentir compte tenu du ralentissement de la croissance de l'activité. Les dépenses de consommation demeureront cependant un des principaux moteurs de la croissance. Le recul, même modeste, du taux de chômage devrait assurer une légère progression des salaires, longtemps contenue par l'accord « *Competitiveness Pact* ». Les tensions sur le marché du travail se sont en effet accrues et le taux de chômage, de 6,6% en juillet, a rejoint un niveau proche de celui du NAWRU³, soit 6,5% en 2019 selon la Commission européenne. La progression du revenu disponible des ménages compensera vraisemblablement la très légère accélération du taux d'inflation. La hausse des taxes sur le tabac et les boissons devrait soutenir la hausse des prix cette

¹ L'accord « *Competitiveness Pact* », conclu en 2016, entre le gouvernement et les partenaires sociaux a permis un allongement de 24 heures de la durée annuelle du temps de travail sans hausse de salaire, un gel des salaires en 2017 et une diminution des cotisations sociales des employeurs.

² En 2018, 15,1% des exportations de biens étaient destinées à l'Allemagne.

³ Le NAWRU (*Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment*) est le taux de chômage qui ne provoque pas d'accélération des salaires.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

année, et les hausses de salaires devraient soutenir l'inflation jusqu'en 2020. Toutefois, ces pressions à la hausse demeureront contenues. Le taux de croissance des prix à la consommation, de 1% g.a. en août, devrait par conséquent demeurer nettement en deçà du seuil de 2% g.a. en 2019 et en 2020.

La Finlande est parvenue, au cours des dernières années, à assainir ses finances publiques grâce à des mesures de consolidation budgétaire et au redressement de la croissance de l'activité. Elle devrait réduire légèrement son déficit budgétaire cette année encore (après -0,7% du PIB en 2018). La poursuite de la croissance et l'augmentation des taxes indirectes devraient en effet compenser la diminution de l'imposition des revenus et des cotisations de sécurité sociale. L'arrivée au pouvoir, en juin 2019, d'un gouvernement de coalition dirigé par le parti social-démocrate pourrait toutefois changer la donne à partir de 2020. Celui-ci, désireux de mettre fin à l'austérité, envisage, en effet, d'augmenter sensiblement les dépenses. Or, de nouvelles augmentations de taxes et des privatisations ne suffiront probablement pas à compenser totalement la hausse des dépenses au moment où la croissance ralentit. La dette publique, qui est repassée au-dessous du seuil de 60% du PIB en 2018 (à 58,9% du PIB), devrait à nouveau diminuer en 2019, grâce à un excédent primaire, de bas taux d'intérêt et à une hausse du PIB nominal. Elle pourrait ensuite diminuer plus lentement qu'escompté.

Catherine Stephan

catherine.stephan@bnpparibasfortis.com



Royaume-Uni

Actualité du Brexit

A l'approche du 31 octobre 2019, nouvelle date limite avant une sortie britannique de l'Union européenne (Brexit), qui peut dire où le Royaume-Uni se dirige ? Sans doute pas le premier ministre lui-même, Boris Johnson, qui, après s'être aliéné une partie de son Parlement en tentant d'y interdire les débats, a nourri le scepticisme de ses partenaires européens en leur présentant comme à prendre ou à laisser un « compromis » sur l'Irlande du Nord aussi peu réaliste qu'acceptable. Resteraient, en bout de course, l'option d'un Brexit sans accord, qu'une loi britannique interdit toutefois, ou celle, plus vraisemblable mais non totalement acquise, d'un nouveau report, assorti d'élections générales anticipées.

Plus de trois ans se sont écoulés depuis que les Britanniques ont choisi par référendum de sortir de l'Union européenne (UE), et nul ne sait aujourd'hui où le Royaume-Uni se dirige. Un accord de retrait est bien sur la table mais, déjà rejeté par trois fois à la Chambre des communes, sa ratification d'ici au 31 octobre 2019 (prochaine date butoir) tiendrait de l'exploit. Le premier ministre, Boris Johnson, a récemment tenté d'en modifier les contours et proposé d'élargir les mailles du « filet de sécurité » (*backstop*) prévu pour l'Irlande du Nord afin de garantir l'intégrité du marché unique. Mais l'offre faite aux Vingt-Sept autres Etats membres de l'UE (ci-après, les Vingt-Sept) n'a aucune chance d'être acceptée, tant sur la forme (elle est présentée comme à prendre ou à laisser) que sur le fond. Non détaillée, peu réaliste, celle-ci prétend résoudre la quadrature du cercle en maintenant les deux Irlandes dans une zone réglementaire commune, tout en les faisant appartenir à deux unions douanières différentes (l'une britannique, l'autre européenne), le tout sans rétablissement des contrôles à la frontière. Au moment d'écrire ces lignes, le Parlement européen, tout comme le président du Conseil, Donald Tusk, lui réservaient un accueil plus que mitigé.

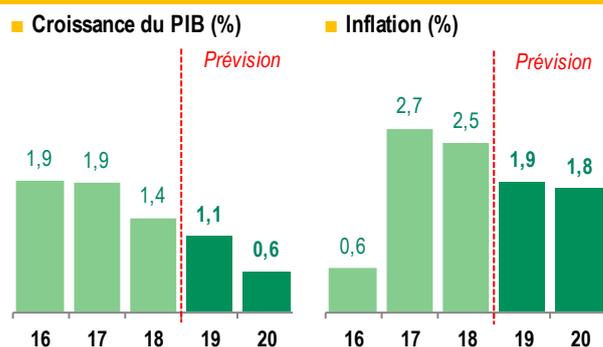
Boris Johnson obtiendrait-il par extraordinaire un nouvel accord avec les Vingt-Sept qu'il aurait les plus grandes difficultés à le faire ratifier, ayant perdu sa majorité à la Chambre des communes après avoir tenté d'y suspendre les débats¹. Resteraient donc, en bout de course, l'option du « *no deal* », qu'une loi britannique récemment votée interdit cependant, ou celle, plus vraisemblable mais non totalement acquise, d'un nouveau report, assorti d'élections générales anticipées.

■ Accord ou pas...

Tout en négociant l'Accord de retrait (AR), les Vingt-Sept se sont activement préparés à l'éventualité d'un « *no deal* ». Pour tenter d'y faire face, le Conseil et le Parlement européens ont adopté une série de mesures d'urgence couvrant des domaines aussi variés que la pêche, les échanges de données, les droits des citoyens, les transports, la chimie ou les médicaments. Les dispositifs sont pour la plupart temporaires et soumis à réciprocité britannique (cf. encadré 3) ; la Commission européenne indique par ailleurs qu'ils ne se substituent en aucune manière aux règles et préférences communautaires, qui cesseront de s'appliquer au Royaume-Uni dès la date du retrait. Leur but est d'atténuer, autant que possible, les conséquences d'un « *no deal* » que la quasi-totalité des acteurs économiques, à commencer par le patronat britannique, jugent à la fois néfastes et inévitables.

¹ Décision finalement invalidée par la Cour suprême le 24 septembre 2019.

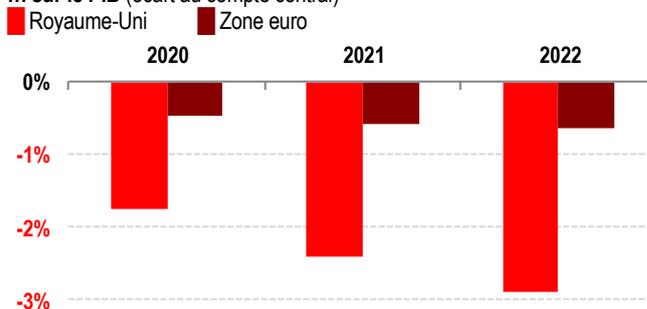
1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

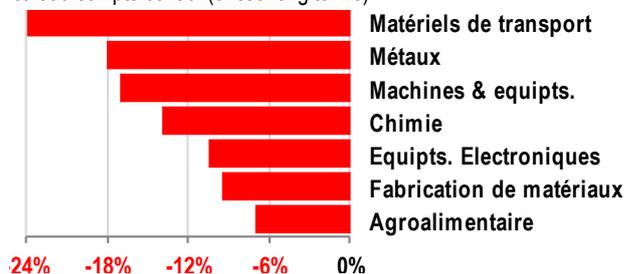
2- Coût économique d'un Brexit sans accord...

... sur le PIB (écart au compte central)



...sur la production de quelques secteurs au Royaume-Uni

Ecart au compte central (effet à long terme)



Source : OCDE

Dans un calcul rendu public récemment², l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE) évalue à trois points de PIB le déficit de production que les Britanniques

² OCDE (2019), Perspectives économiques intermédiaires, septembre.



auraient à subir d'ici à 2022 en quittant l'UE sans accord. Le *National Institute of Economic and Social Research* estime quant à lui l'impact à cinq points. Il ne s'agit que d'une moyenne. Eu égard à l'insertion du Royaume-Uni dans les chaînes de valeur européennes, les pertes seraient particulièrement lourdes dans les secteurs très intégrés de l'automobile ou de l'aéronautique (graphique 2).

Non négligeable, le choc serait tout de même plus acceptable pour la zone euro, puisque divisé par cinq. Bien entendu, il serait très inégal d'un pays à l'autre, l'Irlande subissant, par exemple, une amputation estimée de sa croissance huit fois supérieure à celle de l'Espagne³. Aussi les dispositifs d'accompagnement prévoient-ils de fléchir les ressources communautaires disponibles (comme par exemple le Fonds européen pour les affaires maritimes et la pêche) vers les secteurs ou régions les plus touchés.

Un Brexit sans accord revenant à un saut dans l'inconnu, nul ne peut prétendre en mesurer les conséquences avec exactitude. Le travail économétrique sert donc à titre indicatif. Son mérite est cependant de montrer que l'aventure se terminerait mal pour à peu près tout le monde, ne faisant aucun gagnant, seulement différentes catégories de perdants. A l'approche du 31 octobre, la raison plutôt que l'envie devrait pousser les dirigeants du Royaume-Uni et l'UE à convenir d'un nouveau délai (le troisième) avant de divorcer... ou pas. Des élections générales anticipées pourraient être annoncées outre-Manche, les sondages plaçant pour l'heure Boris Johnson et le parti conservateur en tête des intentions de vote.

■ ... le mal est fait

Quelle qu'en soit l'issue, l'affaire du Brexit aura déjà causé de nombreux torts à l'économie britannique, difficilement réparables. Les transferts vers le Continent de l'Autorité bancaire européenne, de l'Agence européenne des médicaments, du centre de sécurité du système de positionnement par satellites Galileo, ou simplement des filiales et sièges sociaux de groupes voulant sécuriser leur accès au marché unique, sont autant d'allers vraisemblablement sans retour. Pour la première fois depuis la grande crise financière de 2008, la balance des paiements du Royaume-Uni enregistre de façon chronique des sorties nettes d'investissements directs étrangers.

Sur l'île, la conjoncture se dégrade. Les enquêtes auprès des entreprises sont restées mauvaises tout l'été, alors que le PIB s'était déjà contracté au deuxième trimestre. A 49,3 en septembre, l'indice des directeurs d'achats est au plus bas depuis dix ans, abstraction faite de son passage à vide de juillet 2016, après la victoire du « leave ».

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

3- Quelques exemples de mesures d'urgence adoptées par l'UE en cas de Brexit sans accord

Citoyens

A la date du retrait, les ressortissants britanniques sont considérés comme citoyens d'un pays tiers non membre de l'UE, sans traitement préférentiel, impliquant des contrôles renforcés aux frontières, l'exigence d'un visa/passeport et titre de séjour pour respectivement voyager et travailler dans l'UE, la perte de la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles (MRPQ), du portage automatique des droits à sécurité sociale, etc.

Sous condition de réciprocité, les dispositifs d'urgence visent à garantir aux ressortissants britanniques ainsi qu'à leur famille installés dans l'UE avant la date du retrait la possibilité d'y séjourner légalement durant une période transitoire (12 mois en France) dès lors qu'une demande de titre de séjour est déposée ; ils visent aussi à garantir les droits sociaux ayant pu être acquis au Royaume-Uni avant la date du retrait, tels l'égalité de traitement dans l'accès aux soins, ou l'assimilation et la totalisation des droits à retraite.

Douanes

A la date du retrait, des droits et formalités de douane s'appliquent immédiatement (déclarations, versements de TVA, dépôts éventuels de garanties, etc.). Des interdictions ou restrictions pourront s'appliquer. Les licences d'importation et d'exportation ainsi que les autorisations de statut d'opérateur économique agréé (OEA) délivrées par le Royaume-Uni ne seront plus valables dans l'UE.

Les dispositifs d'urgence visent à prévenir autant que possible les blocages aux frontières et/ou ruptures d'approvisionnement : renforcement des moyens (humains, en infrastructures...) aux postes frontières, extension temporaire et conditionnelle de la validité des contrôles et autorisations de mise sur le marché effectués au Royaume-Uni pour certains produits (médicaments, produits vétérinaires...). Par ailleurs, près d'une centaine de « notices préparatoires » ont été rédigées à l'intention des entreprises de manière à les orienter dans leurs démarches administratives et réglementaires, pour l'adaptation des contrats, les relocalisations ou restructurations de sites, etc.

Transports aériens

A la date du retrait, les règles communautaires qui régissent les services de transport aérien dans l'UE ne s'appliquent plus au Royaume-Uni, entraînant pour celui-ci la perte des droits d'accès pour les vols à destination l'UE, ainsi que pour tous les vols (intérieurs ou internationaux) opérés dans l'UE, de même que entre l'UE et les pays tiers.

Sous condition de réciprocité, les dispositifs d'urgence visent à garantir une période de connectivité minimum (maintien des services entre le Royaume-Uni et les Vingt-Sept Etats membres) jusqu'au 30 mars 2020. Au-delà, les compagnies aériennes implantées au Royaume-Uni devront se conformer aux exigences européennes, notamment en matière de propriété et de contrôle, afin de pouvoir opérer dans l'UE.

Source : Commission européenne

³ Insee (2019), *Évaluer l'impact du Brexit sur l'activité des partenaires du Royaume-Uni : le canal des échanges commerciaux*, Note de Conjoncture, mars.



Norvège

Une croissance résistante

L'économie norvégienne devrait afficher une croissance soutenue du PIB jusque fin 2019 grâce à la bonne tenue de l'investissement dans le secteur pétrolier en Norvège et à l'étranger. La croissance devrait ensuite ralentir sous l'effet d'une conjoncture internationale moins favorable. L'investissement dans le secteur pétrolier norvégien pourrait, par ailleurs, marquer le pas en 2020. La consommation des ménages devrait néanmoins continuer à croître à un rythme relativement soutenu grâce à l'accélération des salaires. La Banque centrale de Norvège ne devrait pas relever son taux directeur au cours des prochains trimestres. Le taux d'inflation resterait en effet proche de sa cible de 2% alors que les risques à l'étranger se sont accrus.

L'économie norvégienne, qui a connu un bon début d'année, devrait afficher une croissance soutenue du PIB hors activités pétrolières et transport maritime¹ jusque fin 2019. Celui-ci devrait ensuite croître un peu plus modérément sous l'effet d'une conjoncture internationale moins favorable et du ralentissement de l'investissement. La croissance du PIB hors activités pétrolières et transport maritime devrait ainsi atteindre 2,3% cette année et 1,7% en 2020 (après +2,2% en 2018). Le PIB total devrait, quant à lui, progresser de, respectivement, 1,4% et 1,8% en 2019 et 2020 (après +1,4% en 2018).

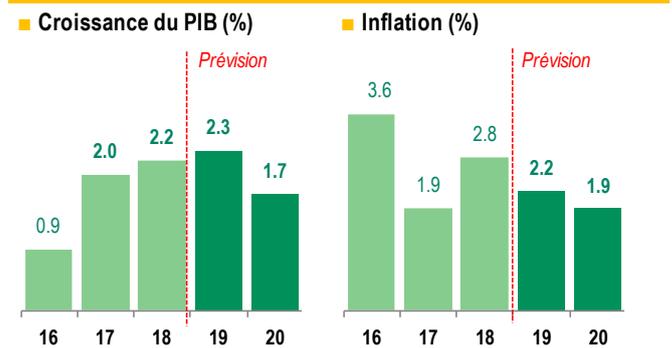
■ Dynamisme de la consommation des ménages

La Norvège, une petite économie ouverte, devrait profiter de la récente dépréciation de la couronne norvégienne et, jusque l'hiver prochain, de la forte demande mondiale de services pétroliers. Celle-ci devrait ensuite fortement faiblir. Les exportations devraient également pâtir en 2020 des tensions commerciales liées aux politiques protectionnistes et de la détérioration de la conjoncture chez ses principaux partenaires commerciaux. L'investissement dans le secteur pétrolier norvégien, qui progresse fortement depuis début 2018 grâce à la remontée du prix du pétrole, continuera à soutenir la croissance au second semestre 2019. Il devrait toutefois marquer le pas en 2020. Les nouveaux projets de développement devraient être en effet de plus faible envergure que ceux qui auront alors été achevés, en raison notamment du manque de découvertes pétrolières majeures. L'investissement résidentiel devrait, comme les prix immobiliers, afficher une croissance modérée au cours des prochains trimestres. L'investissement des entreprises œuvrant dans le secteur non pétrolier, en nette progression entre 2015 et 2018, devrait croître plus modérément au cours des prochains trimestres en raison de l'achèvement de projets d'envergure dans le secteur de l'énergie. Les incertitudes autour des perspectives mondiales de croissance devraient, par ailleurs, décourager l'investissement, en particulier en 2020.

Les dépenses de consommation devraient continuer de croître à un rythme relativement soutenu au cours des prochains trimestres malgré la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement des créations d'emplois. En effet, le maintien d'un taux de chômage à un niveau particulièrement bas (3,8% en juillet) devrait conforter le moral des ménages et s'accompagner d'une hausse plus marquée des salaires en 2019 et en 2020. La progression des salaires réels devraient, par ailleurs, s'accélérer.

¹ Le PIB hors activités pétrolières et transport maritime équivalait à près de 84% du PIB total en 2018.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

Le taux de croissance des prix à la consommation, en forte baisse au premier semestre 2019 (à 1,6% g.a. en août), devrait peu varier jusque fin 2019 et accélérer légèrement en 2020. La progression du coût unitaire du travail ainsi que la récente dépréciation de la couronne norvégienne, consécutive à l'incertitude qui règne actuellement à l'échelle mondiale, devrait alors se répercuter sur l'ensemble des prix. La Banque centrale de Norvège a annoncé en septembre dernier une quatrième hausse de son taux directeur en un an (à 1,5%). Elle n'en annoncera vraisemblablement pas de nouvelle au cours des prochains trimestres. Le taux d'inflation devrait en effet rester proche de sa cible de 2% et les risques à l'étranger se sont accrus. Les taux d'intérêt y sont d'ailleurs à des niveaux particulièrement bas. La Banque centrale souhaitera vraisemblablement éviter, dans ce contexte, une appréciation excessive de la couronne due à une trop grande distorsion de taux avec les autres banques centrales.

La Norvège devrait bénéficier d'une impulsion budgétaire proche de 0,5% du PIB hors activités pétrolières et transport maritime en 2019. Le gouvernement devrait ensuite mener une politique budgétaire globalement neutre en 2020. Le déficit structurel non pétrolier demeurera ainsi, en 2019, juste en deçà du nouveau seuil de 3% de l'actif du fonds de pension global norvégien fixé par le gouvernement². Le poids de ce déficit devrait reculer en 2020 en raison d'une valorisation plus élevée de ce fonds (282,9% du PIB hors activités pétrolières et transport maritime fin 2018).

Catherine Stephan

catherine.stephan@bnpparibas.com

² La règle fiscale prévoit que les sommes prélevées sur le fonds de pension global norvégien pour financer le déficit ne dépassent pas les revenus que celui-ci génère.



Synthèse des prévisions économiques

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.6	1.0	2.1	1.4	1.3
États-Unis	2.9	2.2	1.5	2.4	1.8	1.8
Japon	0.8	1.2	0.2	1.0	0.6	0.3
Royaume-Uni	1.4	1.1	0.6	2.5	1.9	1.8
Zone euro	1.9	1.1	0.7	1.8	1.1	0.8
Allemagne	1.5	0.4	0.2	1.9	1.4	1.0
France	1.7	1.2	1.0	2.1	1.2	1.0
Italie	0.7	0.1	0.0	1.2	0.6	0.5
Espagne	2.4	2.2	1.6	1.7	0.8	0.7
Emergents	4.4	3.8	4.2	4.7	4.8	4.5
Chine	6.6	5.9	5.6	2.1	2.4	2.8
Inde*	6.8	6.5	6.3	2.9	3.0	3.3
Brésil	1.1	0.5	2.0	3.7	3.7	3.5
Russie	2.3	1.2	2.0	2.9	4.8	3.8

Source : BNPP Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

* Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

Synthèse des prévisions financières

Taux d'intérêt, %		2019				2018	2019e	2020e
Fin de période		T1	T2	T3	T4e			
E-Unis	Fed Funds	2.50	2.50	2.00	1.75	2.50	1.75	1.25
	Libor 3m \$	2.60	2.32	2.09	1.70	2.81	1.70	1.25
	Treas. 10a	2.42	2.00	1.67	1.00	2.69	1.00	1.50
Z. euro	Taux de dépôt	-0.40	-0.40	-0.50	-0.60	-0.40	-0.60	-0.60
	Euribor 3M	-0.31	-0.35	-0.42	-0.60	-0.31	-0.60	-0.60
	Bund 10a	-0.07	-0.32	-0.57	-0.80	0.25	-0.80	-0.50
	OAT 10a	0.26	-0.01	-0.28	-0.55	0.71	-0.55	-0.30
R-Uni	Taux BoE	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	Gilt 10a	1.00	0.84	0.40	0.55	1.27	0.55	0.75
Japon	Taux BoJ	-0.06	-0.08	-0.06	-0.10	-0.07	-0.10	-0.10
	JGB 10a	-0.09	-0.16	-0.22	-0.40	0.00	-0.40	-0.25

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change		2019				2018	2019e	2020e
Fin de période		T1	T2	T3	T4e			
USD	EUR / USD	1.12	1.14	1.09	1.11	1.14	1.11	1.14
	USD / JPY	111	108	108	102	110	102	96
	GBP / USD	1.30	1.27	1.23	1.23	1.27	1.23	1.36
	USD / CHF	1.00	0.98	1.00	0.99	0.99	0.99	1.00
EUR	EUR / GBP	0.85	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90	0.84
	EUR / CHF	1.12	1.11	1.09	1.10	1.13	1.10	1.14
	EUR / JPY	124	123	118	113	125	113	109

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Catherine Stephan

Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie

+33 1 55 77 71 89 catherine.stephan@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni de la recherche ni analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre de la Securities and Futures Commission que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN

<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER

https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change