

LE CHOC DE LA COVID-19 ET LA CRAINTE D'UNE ZOMBIFICATION ACCÉLÉRÉE

Hélène Baudchon, Louis Boisset, Guillaume Derrien, avec la participation de Raymond Van Der Putten et de Kenza Charef

Au-delà du choc économique à court terme, la pandémie de Covid-19 et les mesures sanitaires exceptionnelles mises en place pour la contenir posent de nombreuses questions sur les conséquences durables de cette crise. Le débat autour des entreprises dites zombies, qui n'est pas nouveau, a pris de l'ampleur puisque leur part dans les économies développées a tendanciellement augmenté depuis les années 1980. Les interventions publiques massives de lutte contre les effets de la pandémie, du côté des gouvernements - moratoire sur la dette, annulation de cotisations sociales pour les employeurs, large recours aux dispositifs d'activité partielle, etc. - comme de celui des banques centrales - augmentation et prolongement des programmes de rachats d'actifs -, pourraient maintenir en vie des entreprises non viables, ce qui ravive les inquiétudes relatives à la « zombification » des économies.

2

QUELLE TRAJECTOIRE POUR LES FINANCES PUBLIQUES DU ROYAUME-UNI APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19 ?

Hubert de Barochez

Avant même que ne survienne la pandémie de Covid-19, le Royaume-Uni avait déjà amorcé sa sortie de « l'âge de l'austérité », d'après l'expression de l'ancien Premier ministre David Cameron. L'intervention massive des autorités britanniques pour soutenir l'économie suite à la crise sanitaire a sensiblement renforcé cette tendance. Le déficit du gouvernement s'est approché de 20% du PIB en 2020, et le ratio de dette publique sur PIB a augmenté de vingt points de pourcentage jusqu'à atteindre près de 100%. Une fois la crise passée, nul doute que des ajustements seront nécessaires. Cependant, l'empressement que montre le Trésor à ramener les finances publiques sous contrôle pourrait être contre-productif s'il provoquait un étouffement de la reprise économique. De surcroît, les perspectives de long terme, particulièrement du point de vue démographique, laissent penser que cet objectif sera difficile à atteindre.

13

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE CHOC DE LA COVID-19 ET LA CRAINTE D'UNE ZOMBIFICATION ACCÉLÉRÉE

Au-delà du choc économique à court terme, la pandémie de Covid-19 et les mesures sanitaires exceptionnelles mises en place pour la contenir posent de nombreuses questions sur les conséquences durables de cette crise. Le débat autour des entreprises dites zombies, qui n'est pas nouveau, a pris de l'ampleur puisque leur part dans les économies développées a tendancielle­ment augmenté depuis les années 1980. Les interventions publiques massives de lutte contre les effets de la pandémie, du côté des gouvernements - moratoire sur la dette, annulation de cotisations sociales pour les employeurs, large recours aux dispositifs d'activité partielle, etc. - comme de celui des banques centrales - augmentation et prolongement des programmes de rachats d'actifs -, pourraient maintenir en vie des entreprises non viables, ce qui ravive les inquiétudes relatives à la « zombification » des économies.

Définitions

Une firme « zombie » est généralement définie comme une firme active sur le marché mais peu productive, à la dette élevée et à faible rentabilité. La définition et la mesure du phénomène ne font pas l'objet d'un consensus général. Parmi les définitions, on retiendra notamment celle de l'OCDE (Adalet McGowan et al. (2017)) selon laquelle une entreprise zombie est une entreprise de plus de dix ans d'existence et dont les revenus opérationnels ne couvrent pas les charges d'intérêt pendant plus de trois années consécutives¹. La Banque de France s'appuie sur une autre définition, celle de Caballero et al. (2008) dans leur article pionnier sur les entreprises zombies au Japon² : une entreprise zombie désigne une entreprise fragile mais qui bénéficie de conditions de financement particulièrement favorables³. Banerjee et Hoffmann (2020), quant à eux, considèrent comme zombie une entreprise non rentable et avec une faible valorisation boursière pendant deux ans⁵. Quelle que soit la définition retenue, l'identification des firmes zombies nécessite de distinguer les épisodes de baisse temporaire de trésorerie des entreprises (problème de liquidité) de ceux marqués par une incapacité à faire face aux échéances de dette (problème de solvabilité).

La problématique de zombification a plus largement été discutée au lendemain de la crise japonaise des années 1990, suite au long dégonflement des bulles immobilière et boursière qui a fragilisé la situation économique du pays. Au-delà de l'exemple japonais, le choc actuel ravive cette problématique et de nombreuses questions se posent. Où en est-on aujourd'hui, en particulier en Europe ? Quelles sont les causes, réelles ou monétaires, de la zombification des économies ? Ces dernières pâtissent-elles de conséquences macroéconomiques durables, en termes de productivité notamment ? La crise actuelle et les politiques publiques de soutien à l'activité constituent-elles un accélérateur du phénomène de zombification ? Le cas échéant, quelles seraient les réponses adéquates ? Nous allons, dans cette note, tenter d'apporter des éclairages et des éléments de réponses à ces interrogations. Nous concentrerons notre analyse plus spécifiquement sur les pays européens. Notre éclairage se portant principalement au niveau macroéconomique, il ne couvre donc pas en détail l'ensemble des aspects du sujet. En ce sens, cet article devra être appréhendé avant tout comme un outil de réflexion.

État des lieux, causes et conséquences de la zombification

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Un bref état des lieux

Les entreprises zombies occupent aujourd'hui une place plus importante que par le passé dans les pays développés. Selon les estimations de Banerjee et Hofmann (2020), qui retiennent uniquement les entreprises cotées (nombre d'entreprises zombies cotées sur le total des entreprises cotées), leur part atteindrait 15% en 2017 contre environ 4% à la fin des années 1980⁶. Au cours des trois dernières décennies, cette proportion a eu tendance à progresser à la suite de crises avant de baisser les années suivantes. Le phénomène de zombification serait par ailleurs devenu plus persistant.

Si des écarts d'estimations existent, la dynamique de hausse de la part des firmes zombies dans les économies avancées fait globalement consensus. Les pays européens restent néanmoins très hétérogènes comme l'illustrent les travaux de Hallak et al. (2018)⁷. La Grèce serait par exemple l'économie européenne dont la part d'entreprises zombies est la plus élevée, proche de 25%. Cette estimation de 2013 est toutefois à regarder avec précaution compte tenu de l'environnement macroéconomique très dégradé en Grèce à cette période. La proportion en Espagne (autour de 20%) serait deux fois supérieure à celle en Italie et en France. La part du capital détenue dans des firmes zombies serait également nettement plus élevée en Grèce qu'en France ou en Allemagne. Cette hiérarchie est confirmée par des travaux de l'OCDE⁸.

Comment expliquer cette hausse de la zombification ?

Comme indiqué en introduction, le phénomène de *zombification* prend de l'ampleur à partir des années 2000, au regard du cas japonais. Pour rappel, l'économie nippone a fait face au début des années 1990 au long dégonflement des bulles immobilière et boursière, ce qui a nettement fragilisé la valeur des collatéraux. La *zombification* serait en partie liée aux difficultés du secteur bancaire. De nombreux travaux sur le Japon ont en effet mis en avant l'absence de reconstruction rapide des banques suite à l'explosion des bulles d'actifs et à la montée des créances douteuses. La réaction des autorités avait alors été tardive et timide. Afin d'éviter d'enregistrer des pertes, les banques japonaises ont continué de prêter à des firmes non rentables⁹.

¹ Adalet McGowan et al. (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD working papers

² R.J. Caballero et al., *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, American Economic Review, 2008

³ Les entreprises zombies bénéficient de prêts assortis d'un taux d'intérêt inférieur à celui correspondant à leur profil de risque. Plus précisément, « une entreprise est présumée avoir obtenu des conditions de financement particulièrement avantageuses (taux très bas) si le taux de son prêt est inférieur au décile des taux pour les entreprises les plus saines, c'est-à-dire le taux le plus élevé offert à 10 % des entreprises bénéficiant des taux les plus bas et de la meilleure cotation ou note de la Banque de France » (Avouyi-Dovi et al., 2017)

⁴ S. Avouyi-Dovi et al., *Y-a-t-il des entreprises zombies en France ?*, Bloc-notes Eco, Banque de France, mars 2017

⁵ R. Banerjee et B. Hofmann, 2020, *Corporate Zombies : Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers, septembre. Les critères précis sont les suivants : ratio de couverture des intérêts inférieur à 1 et Q de Tobin inférieur à la médiane du secteur.

⁶ R. Banerjee et B. Hofmann, *Corporate Zombies : Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers, septembre 2020

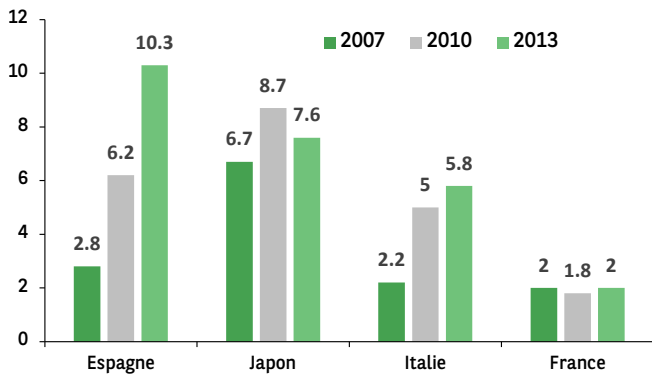
⁷ I. Hallak et al., *Fear the walking dead? Incidence and Effects of Zombie Firms in Europe*, Commission européenne, 2018

⁸ Adalet McGowan et al. (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD working papers

⁹ Voir note de bas de page n°2



PART DES ENTREPRISES ZOMBIES (% NOMBRE TOTAL D'ENTREPRISES)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ADALET MCGOWAN ET AL. (2017), OCDE

En réalité, pour une banque, évaluer justement des pertes en capital dans le cas du non remboursement d'un crédit entraîne une hausse du provisionnement et une détérioration de sa situation financière. De ce fait, la dynamique de *zombification* pourrait découler des difficultés des banques, notamment les plus fragiles pour qui octroyer des prêts non rentables reste la solution la plus viable (difficultés qui, dans certains pays, peuvent se combiner aux liens étroits entre banques et entreprises-clients via des participations croisées). Ce résultat est cohérent avec le fait que les firmes zombies sont davantage susceptibles d'être connectées à des banques fragiles, comme souligné par certaines études¹⁰.

D'autres travaux (Acharya *et al.* 2020)¹¹ indiquent que l'octroi de crédit à des firmes zombies, en créant des excès de capacités de production, a un effet désinflationniste. Cette dynamique pourrait compliquer la tâche des autorités monétaires et retarderait un relèvement des taux d'intérêt (voir paragraphe suivant). La baisse rapide et prolongée des taux d'intérêt depuis le début des années 1980, qui a réduit la pression financière sur l'ensemble des entreprises, est ainsi mise en avant pour expliquer cette « prolifération » des firmes zombies en Europe. Les interventions massives de la Banque centrale européenne (BCE), via la baisse des taux d'intérêt directeurs et les larges programmes de rachats d'actifs (*quantitative easing*), se sont répercutées sur les crédits accordés aux sociétés non financières de la zone euro dont les coûts d'emprunt ont baissé de façon quasi-continue (cf. graphique 3). Cette baisse des taux peut ainsi favoriser une prise de risque accrue et financer des firmes qui ne l'auraient pas été en présence de taux plus élevés.

L'offre de liquidité des banques centrales et l'assouplissement des conditions de financement peuvent certes contribuer à soutenir des entreprises viables faisant face uniquement à des besoins temporaires de trésorerie, mais peuvent également soutenir des firmes non viables. Sans interventions monétaires – ou budgétaires – massives, les entreprises les plus fragiles ne résisteraient pas aux chocs négatifs et seraient évincées du marché. Cependant, ces politiques, si elles perdurent, peuvent maintenir des entreprises non viables sur le marché et limiter la restructuration « ordonnée » des entreprises – via des procédures de faillites (voir plus bas). Ce lien entre taux bas et hausse des firmes zombies semble néanmoins quelque peu réducteur, en particulier en zone euro, et n'est pas pleinement établi par la littérature¹².

En outre, comme indiqué plus haut, le poids des entreprises zombies diffère sensiblement entre les États membres de la zone euro, qui partagent pourtant la même politique monétaire.

Il est donc difficile de pointer les taux bas comme seule cause de la *zombification*. Le meilleur frein à ce phénomène pourrait aussi être une croissance économique plus forte¹³ et un niveau d'investissement plus élevé. La question du déficit d'investissement par rapport au niveau d'épargne disponible est un sujet prégnant dans le monde économique actuel, et en particulier en zone euro. Au sein de cette dernière, ce déséquilibre entre épargne et investissement (publics et privés) est croissant depuis la crise 2008-2009. Une hausse de l'investissement, à niveau d'épargne inchangé, serait bénéfique à la croissance économique à moyen terme et permettrait une moindre pression baissière sur les taux d'intérêt.

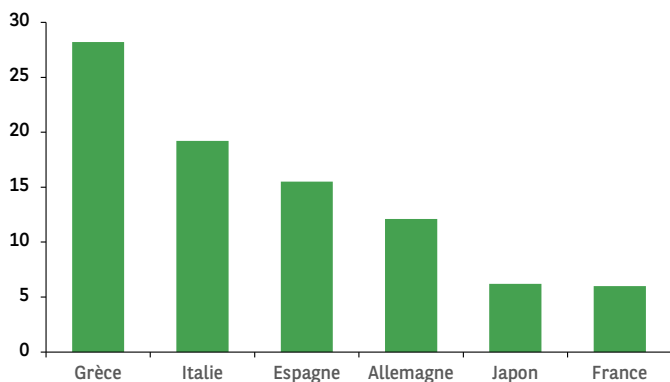
¹⁰ D. Andrews *et al.*, *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, BCE, Février 2019

¹¹ V.V. Acharya *et al.*, *Zombie credit and (dis-)inflation: Evidence from Europe*, Federal Reserve Bank of New-York, Staff Reports Décembre 2020

¹² L. Laeven *et al.*, *Zombification in times of pandemic*, VoxEU CEPR, Octobre 2020

¹³ U. Bindseil *et J. Schaaf*, *Zombification is a real, not a monetary phenomenon: Exorcising the bogeyman of low interest rates*, VoxEU CEPR, Janvier 2020

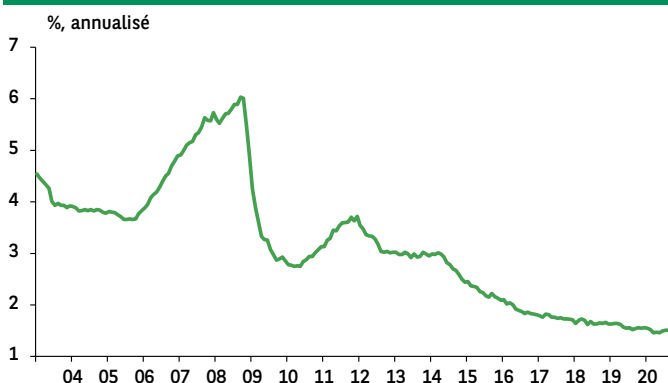
PART DU CAPITAL CAPTÉE PAR LES ENTREPRISES ZOMBIES EN 2013 (EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ADALET MCGOWAN ET AL. (2017), OCDE

COÛT MOYEN DES NOUVEAUX CRÉDITS ACCORDÉS AUX SNF EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

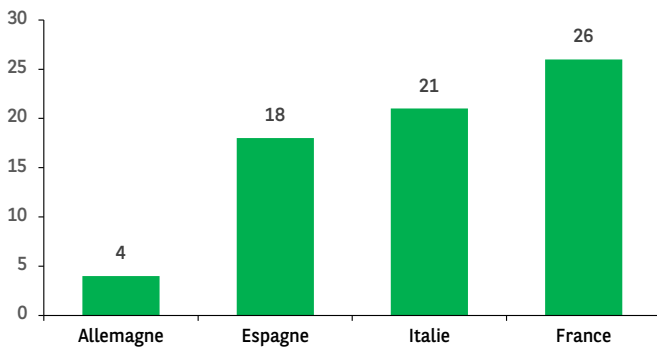


Nous soulignons ici une causalité réciproque : d'une part, la baisse des taux d'intérêt entraînerait une *zombification* qui pèserait sur l'investissement et, d'autre part, le faible dynamisme de l'investissement au regard de l'épargne pèserait à la fois sur l'activité et le niveau des taux d'intérêt. Les deux effets, monétaires et réels, pourraient influencer le maintien de firmes zombies sur le marché et apparaissent donc difficiles à isoler. Enfin, les effets d'une remontée des taux d'intérêt sur le processus de *zombification* sont incertains. Cette hausse devrait être, toutes choses égales par ailleurs, significative pour forcer des firmes à quitter le marché¹⁴. En outre, en l'absence d'un soutien monétaire important ces dernières années, les niveaux actuels du PIB et de l'inflation en zone euro auraient été plus dégradés¹⁵.

Si on élargit au reste du monde, l'Europe se positionne globalement favorablement avec 14 pays dans le top 20 du classement (cf. graphique 4).

À ces causes macroéconomiques de la *zombification*, ajoutons, pour terminer, quelques considérations du point de vue de l'entreprise. Existe-t-il un profil type de l'entreprise zombie ? Comment le devient-on ? Ce n'est pas seulement une question d'environnement macroéconomique : y a-t-il des conditions préalables, propices ? Dans les grandes lignes, ce sont des entreprises moins productives, plus endettées et moins rentables que les autres. Banerjee et Hofmann (2020) complètent ce profil par les caractéristiques suivantes : des entreprises bien plus petites, qui embauchent et investissent moins (capital physique comme intangible), ont une trésorerie négative, paient moins de dividendes, émettent plus d'actions et bénéficient de prêts « subventionnés » (ici définis comme assortis de taux d'intérêt qui ne sont pas significativement plus élevés que ceux des entreprises non zombies malgré la plus faible rentabilité et le profil plus risqué des entreprises zombies). Si elles sont nettement plus endettées, elles cherchent aussi à réduire cet endettement.

EFFICACITÉ DES PROCÉDURES DE FAILLITE : CLASSEMENT* DE LA BANQUE MONDIALE



* Classement sur 190 pays

Note : L'indice de la banque mondiale agrège plusieurs indicateurs dont le temps et le coût des procédures, ainsi que des informations qualitatives sur la gestion administrative de ces procédures. Plus la position dans le classement est élevée, plus la procédure de faillite est efficace. Pour la méthodologie détaillée, voir <https://www.doingbusiness.org/en/methodology/resolving-insolvency>.

GRAPHIQUE 4

SOURCES : REFINITIV, BANQUE MONDIALE

D'autres aspects structurels, et propres à chaque pays, semblent également expliquer en partie le phénomène de *zombification*, et les écarts d'évolution entre pays de la zone euro. Une bonne partie des études soulignent le rôle du traitement des difficultés des entreprises propres à chaque pays. Lorsque ce système est efficace, c'est-à-dire avec des délais de procédure assez courts et peu coûteux, la réallocation des prêts bancaires depuis les firmes en difficulté vers celles plus productives est plus rapide et les dépréciations d'actifs, plus limitées. À l'inverse, lorsque le système est moins efficace, le processus de « destruction créatrice » est freiné. Selon une partie de la littérature, si les « pertes » sont jugées importantes par les banques, ces dernières pourraient avoir intérêt à continuer de prêter à ces entreprises fragiles¹⁶. Cela perpétue le cycle de *zombification*. Sur cet aspect et selon les estimations de la Banque mondiale¹⁷, on observe des différences importantes entre pays européens, la France et l'Italie faisant notamment face à des procédures longues (en moyenne supérieures à un an et demi).

Pourquoi est-ce préoccupant ?

L'expansion des entreprises zombies aurait contribué à la baisse tendancielle de la croissance potentielle des pays de l'OCDE depuis la fin des années 1990 via deux canaux : le ralentissement de la productivité globale des facteurs (PGF) et le moindre investissement des entreprises.

Avant de devenir « zombies », les entreprises connaissent une détérioration de leur rentabilité, de leur productivité et de leur niveau d'investissement. Une fois qu'elles le sont devenues, ces mêmes firmes demeurent moins productives et tendent à investir moins que les autres entreprises¹⁸, ce qui ralentit les gains de productivité de l'économie.

Ainsi, selon des estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI)¹⁹, lorsque la part de firmes zombies dans une économie augmente de 1%, la croissance de la PGF diminue d'environ 0,3 point de pourcentage (pp). Lorsque de nombreuses entreprises non productives se maintiennent sur le marché, le processus de destruction créatrice est altéré. En théorie, les entreprises les plus performantes devraient pousser les plus faibles hors du marché, pour permettre – via des effets de composition – une hausse de la productivité moyenne et une réallocation des travailleurs vers les firmes les plus productives. La plupart des études empiriques affirment de fait que la survie de firmes insolubles freine l'emploi²⁰, la productivité et l'allocation du capital pour les firmes viables. Une allocation moins efficace du travail en découle aussi via le phénomène de trappe du travail hautement qualifié dans des entreprises de relativement faible productivité observé dans de nombreux pays de l'OCDE. Le tout affecte, à terme, la croissance potentielle.

Le maintien de firmes non viables sur le marché crée également des effets de congestion dans l'économie réelle : une accentuation de la concurrence qui, sans stimuler l'innovation, exerce une pression à la baisse sur les prix, et donc pèse sur leur rentabilité, à coûts inchangés.

14 M. Obstfeld et R. Duval, *Tight monetary policy is not the answer to weak productivity growth*, VoxEU CEPR, janvier 2018

15 Philip R. Lane, *The monetary policy toolbox: evidence from the euro area*, Banque centrale européenne, février 2020

16 D. Andrews et F. Petroulakis, *Breaking the shackles: zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, BIS background paper, novembre 2017

17 Les résultats peuvent varier d'une estimation à une autre. L'OCDE par exemple place la France à une meilleure position au sujet des procédures de faillites.

18 Voir note de bas de page n°4

19 R. Banerjee et B. Hofmann, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, BRI, Septembre 2018

20 R. Banerjee et B. Hofmann (2018) montrent qu'un point de pourcentage de hausse de la proportion de firmes zombies réduit la croissance de l'emploi au sein des firmes non zombies d'environ -0,3 pp et le taux d'investissement de 1 pp. McGowan et al. (2017) réalise une étude comparable et trouve également un effet significatif en terme d'investissement et d'emploi, en particulier dans les pays du sud de l'Europe (Espagne, Italie, Grèce).



Cela renforce également les barrières à l'entrée de nouvelles firmes sur le marché. De plus, une mauvaise allocation des ressources peut réduire par extension, les gains de productivité, comme observé en Europe du Sud²¹.

En parallèle, certaines études suggèrent un phénomène d'éviction lié au système bancaire²² : le maintien en vie de firmes zombies rendrait plus difficile l'accès au crédit des firmes viables, et ce de façon directe et indirecte. Selon ces auteurs, l'accès au crédit des firmes en bonne santé serait tout d'abord limité indirectement par la concurrence néfaste des entreprises zombies : leur maintien sur le marché provoquerait une baisse de prix qui serait à l'origine de moindres profits pour les firmes viables. Cette baisse des profits serait ensuite interprétée négativement par les banques prêteuses qui seraient alors moins enclines à leur octroyer des prêts pour des projets d'investissement. D'autre part, un effet direct lié au provisionnement des banques est évoqué par Acharya *et al.* (2019)²³. Selon ces derniers, les banques les moins capitalisées provisionneraient insuffisamment les pertes liées à des prêts non performants. Ces mêmes prêts seraient donc prolongés et représenteraient une part sensible des crédits octroyés par des banques peu capitalisées. La part de crédits disponibles restante ne suffirait pas à offrir assez de possibilités de crédits aux firmes les plus viables. Néanmoins, les nouvelles normes IFRS9, en vigueur depuis 2018, visent à atténuer ce phénomène. Ces possibilités de crédits réduites rendraient ainsi plus difficile l'investissement ; pour cette raison, là encore, la zombification conduirait à freiner la croissance potentielle de l'économie.

Le choc économique provoqué par la Covid-19 vient assombrir les perspectives de croissance et accentuer la menace de reproduction de firmes zombies. Si cette crainte est bien réelle, nous verrons toutefois qu'elle peut être relativisée.

Crise de la Covid-19 : un risque d'accentuation du phénomène ?

Quelle était la situation financière des entreprises privées européennes avant la pandémie ?

La situation financière des sociétés non financières (SNF) européennes s'est globalement améliorée depuis la crise de 2008, au regard de leur taux d'endettement. Celui-ci a baissé dans quasiment tous les pays européens, après une forte hausse avant la crise (*cf. graphique 5*). Le désendettement est plus particulièrement important en Espagne et au Portugal, où un rééquilibrage très significatif s'est opéré à la suite de l'éclatement des bulles immobilières dans ces pays. Ce constat d'amélioration vaut jusqu'en 2019. En 2020, la dette des SNF est repartie à la hausse, et ce sensiblement, dans le contexte de la crise, en lien notamment avec les larges garanties d'État mises en place par les gouvernements. Une partie de la hausse de la dette des SNF européennes en 2020 est à corréliser dans certains pays, notamment en France, avec la hausse concomitante des dépôts, certaines entreprises ayant thésaurisé ces financements pour faire face à des dépenses ultérieures. Bien que la situation diffère entre chaque pays, le taux de marge des entreprises s'est globalement stabilisé depuis la crise de 2008, tandis que le besoin de financement s'est réduit (ou la capacité accrue). Ce dernier a toutefois affiché une certaine détérioration en 2018 et 2019.

Des risques de liquidité (et de solvabilité ?) en hausse avec la crise

La crise de la Covid-19 est inédite et triple. Elle est à la fois un choc de demande, d'offre et d'incertitudes. À l'inverse de 2008-2009, elle n'est pas la conséquence d'une prise de risque excessive des agents économiques. L'ampleur de la chute d'activité en 2020 est sans précédent et

IMPACT MACROÉCONOMIQUE DE LA ZOMBIFICATION SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE

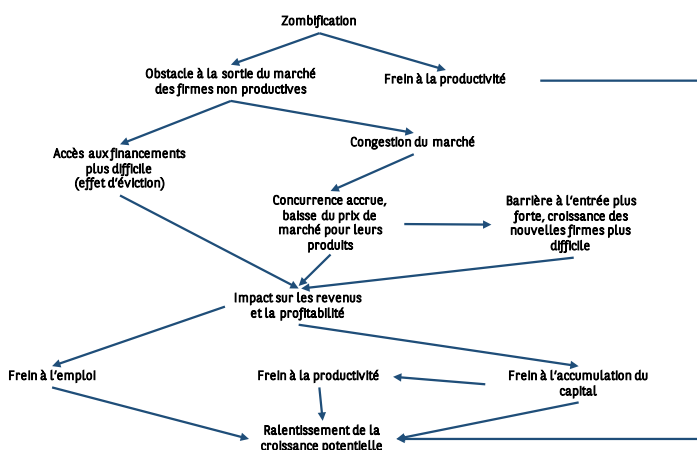
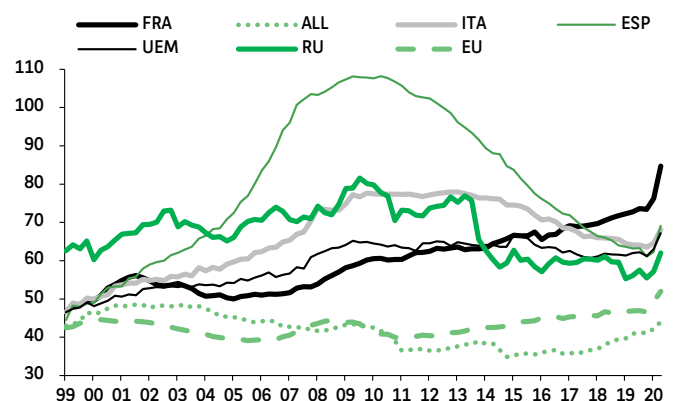


SCHÉMA 1

SOURCE : BNP PARIBAS

TAUX D'ENDETTEMENT DES SNF (% DU PIB)



GRAPHIQUE 5

SOURCE : BANQUE DE FRANCE

21 G. Gopinath *et al.* (2017), *Capital Allocation and Productivity in South Europe*, Federal Reserve Bank of Minneapolis working paper.

22 D. Andrews et F. Petroulakis, *Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe*, OECD, 2017

23 VV Acharya, T. Eisert, C. Eufinger et C. Hirsch, *Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, *The Review of Financial Studies*, septembre 2019



pourrait avoir des répercussions durables sur le tissu productif des États européens. Le processus de rattrapage économique dépendra de la résilience des entreprises en sortie de crise et du maintien ou non du soutien budgétaire ces prochains trimestres.

À l'échelle macroéconomique, la croissance potentielle a été affectée pendant toute la durée de la crise, en particulier via la chute du nombre d'heures travaillées par salarié. Au total, selon des estimations de la BCE, à l'horizon 2022, le niveau de production potentielle²⁴ de la zone euro demeurerait environ 3% inférieur à la trajectoire qui ressortait des projections établies avant la crise.

Parmi les branches d'activité, celle des services marchands est davantage affectée par les restrictions sanitaires que l'industrie, en particulier dans les pays où ces mesures ont été les plus sévères (en France et en Espagne par exemple). Les entreprises de services spécialisées dans le transport, le commerce ou encore l'hôtellerie-restauration ont vu leur valeur ajoutée baisser de manière particulièrement marquée au premier semestre 2020 (cf. graphique 6).

Les entreprises de ces branches d'activité pourraient donc plus que les autres faire face à un manque de liquidité, en raison de la chute brutale de leurs recettes et d'une capacité souvent limitée à ajuster leurs coûts à court terme (bien que la mise en place des dispositifs d'activité partielle atténue ces coûts).

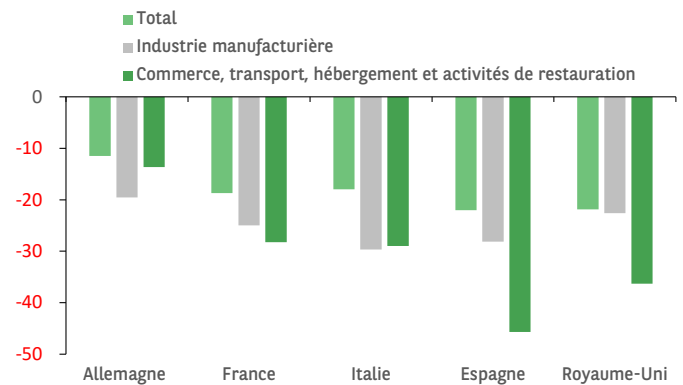
Si ces mêmes entreprises présentaient des vulnérabilités financières avant la crise, les problèmes de liquidité augmenteraient au final les risques de défauts.

Selon des estimations de la Commission européenne de mai 2020²⁵, entre 58% et 75% du manque total de liquidité en Europe se concentre sur des entreprises financièrement vulnérables (en termes de ratio dette/fonds propres ou EBIT/CA). Parmi les quatre grands pays de la zone euro, des travaux de la BCE²⁶ indiquent que l'Espagne concentre la plus grande part d'entreprises faisant face soit à des problèmes de liquidité, soit cumulant des fonds de roulement négatifs et un fort endettement. Des estimations confirmées par une étude de la Banque d'Espagne²⁷ selon laquelle près de 70% des firmes privées espagnoles auraient besoin de davantage de liquidité cette année (sur la période avril-décembre), avec une plus forte augmentation des difficultés financières dans les secteurs du tourisme et loisirs, de l'automobile, et du transport. L'Espagne n'est toutefois pas la seule dans ce cas, la France et l'Allemagne abritent également une proportion importante d'entreprises souffrant de problèmes de liquidité.

Les mesures mises en place par les gouvernements nationaux, comme le recours massif au dispositif d'activité partielle et les prêts garantis par l'État accordés par les banques, ont toutefois sensiblement diminué le risque de liquidité des entreprises européennes. La même étude de la Banque d'Espagne évalue que près de trois quarts des besoins de liquidité ont pu être couverts grâce à ces prêts garantis.

Les difficultés des firmes s'observent également sur le marché du travail. Selon l'OCDE, la part des emplois les plus menacés est particulièrement élevée en Espagne (cf. graphique 7), tandis qu'elle reste modérée en Allemagne et en France. La structure de l'emploi et la proportion des emplois publics influencent ce constat.

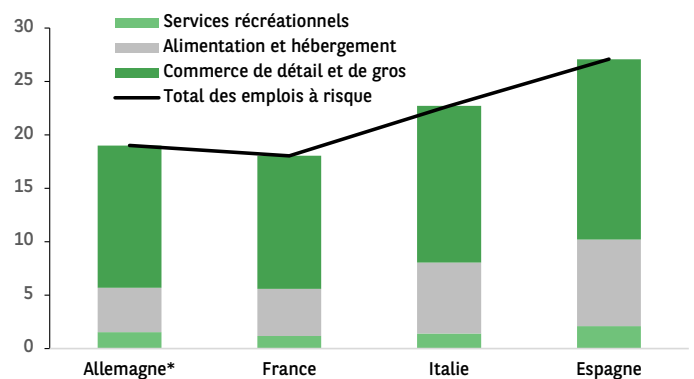
VARIATION DE LA V.A. EN VOLUME ENTRE LE T4 2019 ET LE T2 2020 (EN %)



GRAPHIQUE 6

SOURCE : EUROSTAT

PART DES EMPLOIS LES PLUS À RISQUE (EN % DE L'EMPLOI TOTAL, 2019)



GRAPHIQUE 7

* DONNÉES POUR 2018
SOURCE : SOURCES NATIONALES, OCDE, BIT

Le choc de la Covid-19 est-il un accélérateur de la zombification ? Il ne faut pas tirer de conclusion trop hâtive

Malgré les difficultés actuelles et les conséquences potentiellement durables du choc sanitaire sur l'économie, les craintes d'une zombification accélérée peuvent être tempérées. Il est difficile de trancher à ce stade. Les mesures de confinement exceptionnelles mises en place dans les États membres pour endiguer la pandémie rendent difficile de tirer, pour l'heure, des conclusions définitives et de distinguer les entreprises qui souffrent de problèmes de liquidité de celles qui sont insolvables. Plus précisément, tant que la situation économique n'est pas pleinement normalisée, l'heure n'est a priori pas à cette distinction et au tri entre les entreprises à soutenir et les autres.

²⁴ Comme le montre l'indice développé par l'Université d'Oxford (*stringency index*).

²⁵ *Identifying Europe's recovery needs*, Commission staff working document, mai 2020

²⁶ P. Lopez-Garcia, *L'impact de la Covid-19 sur la production potentielle dans la zone euro*, Bulletin économique, Encadré 2, Banque centrale européenne, novembre 2020

²⁷ R. Blanco et al., *Spanish non-financial corporations' liquidity needs and solvency after the Covid-19 shock*, Document occasionnel, Banque d'Espagne, novembre 2020



La crise de la Covid-19 suscite une double crainte : à la fois d'une vague de défaillances et d'une insuffisance de défaillances. Moins la vague serait importante, plus le risque de *zombification* s'amplifierait. Il n'y a pas lieu pourtant, à nos yeux, de s'inquiéter, à ce stade du moins, du dilemme de politique économique opposant, d'un côté, un soutien massif non discriminé au risque d'alimenter la *zombification* et, de l'autre, un soutien plus limité, laissant faire la destruction créatrice, mais au prix d'un chômage autrement plus élevé et au risque de laisser disparaître des entreprises viables. Entre le risque de *zombification* et le bénéfice à préserver le capital productif et humain, le second l'emporte sur le premier.

Il vaut mieux prendre le risque d'alimenter la *zombification* plutôt que celui de détruire du « bon » capital, d'autant que le premier peut être géré ultérieurement tandis que le second a des conséquences immédiates et à long terme plus lourdes et plus difficilement réversibles. Dit autrement, plus le *policy-mix* parvient à atténuer le choc économique, plus les séquelles de ce choc, qui portent en elles les germes d'une *zombification* plus importante, s'en trouveront contenues.

En l'absence du soutien budgétaire massif, l'effondrement des économies européennes aurait été plus marqué encore. Des entreprises saines financièrement et productives, faisant face temporairement à des problèmes de trésorerie, auraient pu disparaître. Les conséquences sociales de la crise, via une plus forte montée du chômage, auraient été plus durables encore (surtout dans l'hypothèse d'une mobilité du travail, entre secteurs et entre pays, imparfaite en Europe). De manière concomitante, la politique monétaire très flexible et accommodante menée par la BCE – et les autres grandes banques centrales – a permis un abaissement généralisé des taux d'intérêt sur un large spectre de maturités et pour tous les agents économiques. Cela a en particulier facilité le soutien budgétaire. Sans cela, les *spreads* souverains (les écarts de rendements de dettes publiques entre les États) se seraient écartés, un risque de fragmentation financière aurait refait surface et les entreprises des pays fragilisés en auraient longuement pâti.

Lorsque le choc se dissipera et que les aides publiques se réduiront, l'économie européenne restera affaiblie et le niveau d'endettement des entreprises sera plus élevé. Un chômage de longue durée pourrait s'installer et une forte tension sur les défaillances d'entreprises s'exercer. Si les défaillances ont pour le moment été limitées par les mesures publiques de soutien à la trésorerie ainsi que par des amendements temporaires du cadre légal régissant les procédures de ces défaillances – via notamment le report de l'obligation pour les dirigeants de déclarer la cessation des paiements – l'échéance ne serait que repoussée pour un certain nombre d'entreprises²⁸. En sortie de crise, l'attention devra être portée sur le niveau de dette des entreprises européennes. D'ores et déjà, une forte hausse du nombre de défaillances d'entreprises est attendue partout en Europe en 2021²⁹ : en Allemagne (+12% comparé au niveau de 2019), en France (+25%), en Italie (+27%) et en Espagne (+41%).

Comme indiqué ci-dessus dans la section « Crise de la Covid-19 : un risque d'accentuation du phénomène ? », la hausse du nombre de défaillances et celle de l'endettement des firmes peuvent être légèrement moins lourdes de conséquences macroéconomiques en présence d'un cadre efficace de restructuration de dette ou de liquidation³⁰. Sur ce terrain, l'Europe est relativement bien positionnée.

Le risque d'une accentuation de la *zombification* ne pouvant être écarté suite à la crise de la Covid-19, que peut-on faire pour y remédier ? Dans l'immédiat, un premier remède direct est le renforcement des bilans des entreprises. Cela doit passer par celui de leurs fonds propres via, par exemple, des prêts participatifs – comme envisagé dans le plan France Relance – ou la transformation des PGE en subventions, comme évoqué également en France. Cela peut aussi passer par la restructuration de la dette des entreprises jugées viables.

Plus globalement, en termes de politique macroéconomique, améliorer les procédures de redressement comme de liquidation judiciaire³¹ fait partie des mesures adéquates à prendre. Le renforcement à terme des politiques de concurrence, d'innovation, de formation et de reconversion professionnelle constituent également des leviers importants pour lutter contre la *zombification* dans la mesure où le processus de destruction créatrice et de bonne (ré)allocation des ressources s'en trouve amélioré. Il s'agit de faciliter les entrées et sorties d'entreprises du marché. Dans l'ensemble, ces politiques permettraient d'augmenter la croissance potentielle en Europe, ce qui constituerait le meilleur frein au phénomène de *zombification*.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Kenza Charef (alternante)

²⁸ B. De Moura Fernandes, *Défaillances d'entreprises en Europe : les amendements des procédures juridiques repoussent temporairement l'échéance*, Coface, juin 2020

²⁹ M. Lemerle, *Calm before the storm: Covid-19 and the business insolvency time bomb*, Allianz Research, juillet 2020

³⁰ O. Jordà, *Zombies at large? Corporate debt overhang and the macroeconomy*, Fed San Francisco, décembre 2020

³¹ A cet égard, les récentes directives de l'UE (raccourcissement des durées des procédures et, surtout, instauration d'une procédure préventive) vont dans le bon sens. A noter que le système judiciaire français dispose déjà d'outils préventifs efficaces pour accompagner les entreprises en difficulté, en amont de la défaillance.



ALLEMAGNE : L'EFFICACITÉ DU RÉGIME D'INSOLVABILITÉ DEVRAIT CONTENIR LE RISQUE DE ZOMBIFICATION

D'après une étude récente de la BRI (Banerjee et Hofman 2020), la part des entreprises zombies dans le total des sociétés non financières cotées est relativement faible en Allemagne par rapport aux autres pays. Elles représenteraient environ 10 % de l'ensemble des entreprises allemandes, un pourcentage qui est resté plus ou moins stable au cours de la dernière décennie.

Récemment, la Deutsche Bundesbank a actualisé une étude sur le poids des entreprises zombies dans l'économie allemande en s'appuyant sur les états financiers des entreprises¹. Les entreprises « zombies » sont définies comme celles qui ne peuvent pas couvrir leurs paiements d'intérêts avec leur résultat d'exploitation pendant trois années consécutives. Selon une autre définition, les chercheurs de la Bundesbank classent dans cette catégorie toutes les entreprises ayant un *cash-flow* négatif pendant trois années d'affilée. L'étude conclut que, quelle que soit la définition retenue, la part des entreprises zombies a reculé au cours des dernières années. D'après la première définition, elle est passée de 8 % en 2007 à légèrement au-dessus de 6% en 2018. Ces deux approches ne corroborent pas l'hypothèse selon laquelle la baisse des taux d'intérêt aurait été propice à la zombification de l'économie.

Avec la mise en place massive de dispositifs d'aides aux entreprises, il existe un risque que la crise de la Covid-19 accentue le nombre de ces sociétés. Selon la dernière analyse du panel d'économistes, réalisée par l'Institut Ifo et la Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), 86 % d'entre eux estiment que le nombre d'entreprises zombies a « augmenté » ou « fortement augmenté » en Allemagne depuis mars 2020, et ce, principalement pour les raisons suivantes : la suspension temporaire de l'obligation de déposer une demande d'insolvabilité, les dispositifs de chômage partiel ainsi que les prêts et garanties de prêt, octroyés par l'intermédiaire de la banque publique allemande de développement (KfW).

Grâce à ces mesures de soutien, le nombre de cas d'insolvabilité a baissé en 2020 aux environs de 17 000, contre 18 749 en 2019. L'institut économique allemand (IW) basé à Cologne estime qu'en raison d'une perte de PIB de 5 % en 2020, le nombre de cas d'insolvabilité aurait dû s'établir à 21 560². Sa conclusion est donc la suivante : les mesures d'aide auraient créé 4 500 entreprises zombies. Cependant, les cas d'insolvabilité ne sont que la partie émergée de l'iceberg. En 2018, le pays comptait 2,7 millions d'entreprises, dont 330 000 avaient plus de 10 salariés. Cette même année, 240 000 sociétés ont fermé leurs portes, mais seulement un dixième d'entre elles ont eu recours aux procédures d'insolvabilité.

En novembre dernier, la Chambre allemande de l'industrie et du commerce (DIHK) a estimé qu'environ 44% des entreprises allemandes bénéficiaient d'une ou plusieurs mesures de soutien³. Malgré ces mesures, de nombreuses entreprises pourraient devenir insolvables. Dans une précédente enquête de la DIHK de mai 2020, environ 10% des entreprises ont déclaré qu'elles pourraient faire faillite. En juin 2020, l'institut Ifo a signalé que l'existence d'un cinquième des entreprises était menacée⁴.

Il est probable que les entreprises, dans leur grande majorité, soient de nouveau viables après la levée des mesures liées à la Covid-19. Même si le risque d'une augmentation du nombre d'entreprises zombies ne peut être totalement écarté, il est peu probable qu'il soit significatif. L'Allemagne bénéficie notamment d'un dispositif législatif pour les entreprises en difficulté efficace (voir graphique 3). Dans ces conditions, les banques vont probablement essayer de recouvrer leurs prêts au lieu de reconduire les lignes de crédit accordées à ces entreprises en difficulté.

¹ Deutsche Bundesbank, 2020, *German enterprises' profitability and financing in 2019*, rapport mensuel, décembre 2020
² https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Kurzberichte/PDF/2020/IW-Kurzbericht_2020_Zombifizierung.pdf
³ <https://www.dihk.de/de/aktuelles-und-presse/coronavirus/umfragen>
⁴ <https://www.ifo.de/node/56536>

FRANCE : UN RISQUE DE ZOMBIFICATION CONTENU

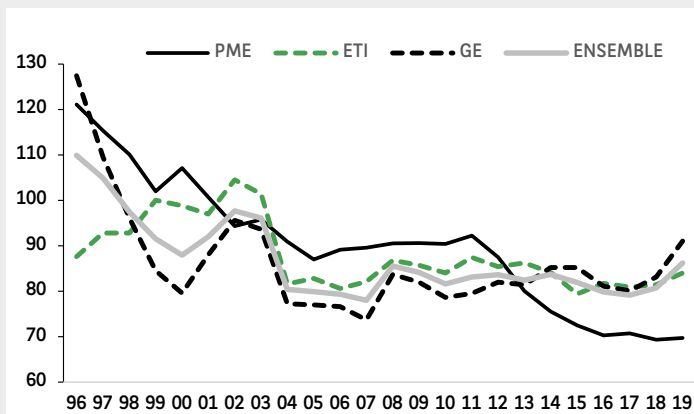
Les estimations varient selon la définition retenue mais la France compterait une proportion relativement faible d'entreprises zombies. D'après la Banque de France (2017)¹, toutes tailles d'entreprises confondues, le pourcentage de zombies atteignait 7,5% en 2014. Ces dernières étaient davantage représentées parmi les PME qu'au sein des grandes entreprises. D'après la Coface (2018)², ce pourcentage était de 4,6% en 2016. C'est plus qu'en Allemagne (3,7%) mais moins qu'en l'Italie (5,3%) et en Espagne (6,2%). France Stratégie (2019)³ estime qu'en 2015, les entreprises zombies représentaient 5,3% du total des entreprises « matures », accaparaient 4,6% du capital productif et occupaient 5,3% de l'effectif salarial. D'après l'OCDE (2017)⁴, la part des entreprises zombies en France était de seulement 2% en 2013 contre une moyenne d'environ 5% sur les neuf pays de l'échantillon (Belgique, Finlande, France, Italie, Corée du Sud, Slovaquie, Espagne, Suède et Royaume-Uni). Les résultats de la BRI (2020)⁵ se démarquent clairement à la hausse, avec un pourcentage d'entreprises zombies de l'ordre de 16% en 2017 (essentiellement en raison d'un échantillon différent).

Les évolutions dans le temps du pourcentage d'entreprises zombies diffèrent également d'une étude à l'autre. Ce pourcentage est relativement stable pour la Banque de France (période d'observation : 2006-2014), la Coface (2013-2016) et l'OCDE (2003-2013). France Stratégie (2000-2015) note une légère tendance haussière entre 2010 et 2015 tandis qu'elle est plus franche pour la BRI (1980-2017).

Ce caractère contenu de la zombification vient de ce que, par rapport aux causes du phénomène, la France ne coche que deux cases sur quatre : la faiblesse des taux et de la croissance. La France, en revanche, ne souffre pas des mêmes fragilités de son secteur bancaire que l'Italie, l'Espagne ou encore le Japon. L'analyse de France Stratégie conclut, par ailleurs, au bon fonctionnement du droit des entreprises en difficulté. Mais cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas matière à l'améliorer, notamment en réduisant la longueur des procédures collectives⁶.

La hausse et le niveau élevé d'endettement des ENF est une vulnérabilité de l'économie française. L'augmentation parallèle des liquidités et des fonds propres permet toutefois de relativiser le problème (cf. graphique A)⁷. De plus, les différents indicateurs de santé financière, par taille d'entreprises, issus de la base FIBEN de la Banque de France, présentent un tableau plutôt rassurant, celui d'une structure financière renforcée, notamment du côté des PME⁸.

FRANCE : TAUX BRUT D'ENDETTEMENT FINANCIER, % DES CAPITAUX PROPRES (LEVIER D'ENDETTEMENT)



GRAPHIQUE A

SOURCES : BANQUE DE FRANCE (BASE FIBEN), MACROBOND, BNP PARIBAS

¹ Voir note de bas de page n°2 de l'article

² K. Ait-Yahia et al., *Entreprises en France : moins de défaillances, mais toujours autant de zombies*, Les Publications Economiques de Coface, Panorama, mars 2018

³ Haithem Ben Hassine, Catherine Le Grance et Claude Mathieu, *Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies*, France Stratégie, Note d'analyse n°62, octobre 2019

⁴ Voir note de bas de page n°6 de l'article

⁵ Voir note de bas de page n°4 de l'article

⁶ Chloé Zapha, *Accélérer les procédures de restructuration en réponse au Covid-19 ?* Bloc-notes Éco Banque de France, billet n°192, 10 décembre 2020

⁷ Marie-Bàianne Khder et Clément Rousset, *Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ?*, INSEE, Note de conjoncture, décembre 2017

⁸ Maité Graignon, *Les PME ont abordé la crise de la Covid-19 avec une structure financière renforcée*, Bulletin de la Banque de France n°232/1, novembre-décembre 2020. Et pour un tableau global, cf. Benjamin BUREAU et Loriane PY, *La situation financière des entreprises : forces et faiblesses à la veille de la crise sanitaire*, Bulletin de la Banque de France n° 233/3, janvier-février 2021

ENCADRÉ 2



BNP PARIBAS

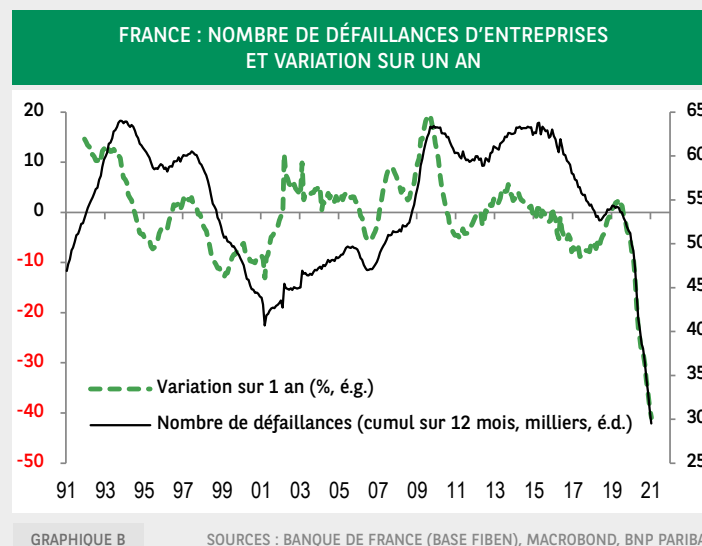
La banque
d'un monde
qui change

L'accroissement du poids de la dette, dû au recours important aux prêts garantis par l'État (PGE), suscite notamment l'inquiétude. Cette charge pourrait s'avérer trop lourde par rapport à des profits, eux-mêmes affaiblis par la crise, et générer de nombreuses entreprises zombies. Le risque de déclenchement du cercle vicieux banques zombies – entreprises zombies nous semble toutefois limité compte tenu de la solidité du système bancaire français. Une autre série de craintes porte sur le soutien indiscriminé aux entreprises, les viables comme les non viables. Comme les PGE, les mesures de soutien à la trésorerie (reports ou exonérations de charges, chômage partiel, fonds de solidarité) s'adressent à toutes les entreprises que la crise a mises en difficulté, selon des critères qui ont été sensiblement assouplis et élargis au fil des mois face à l'ampleur du choc et pour couvrir le plus grand nombre possible d'entreprises et de situations (notamment le fonds de solidarité).

D'après l'IPP (2020), ces mesures d'urgence apparaissent néanmoins bien ciblées sur les entreprises ayant subi un « choc Covid » plus marqué⁹. Une co-étude du CAE et de France Stratégie (2020)¹⁰ ainsi que les premières estimations du Trésor¹¹ ne mettent pas non plus en évidence, à ce stade, de zombification de l'économie française.

Les simulations de l'OFCE (2020)¹² montrent, par ailleurs, que dans un scénario contrefactuel hors Covid-19 4% des entreprises connaîtraient de toute manière des problèmes de liquidité à l'horizon de mars 2021¹³. Cette part dépasse légèrement 10% dans le scénario avec chômage partiel et 14% dans le scénario sans (démontrant l'efficacité du dispositif). S'agissant de la part cumulée des entreprises insolubles, les simulations aboutissent à une part de 2% (contrefactuel), 3,4% (Covid-19 avec chômage partiel) et 4,6% (Covid-19 sans chômage partiel). Outre la grande hétérogénéité sectorielle des résultats, ce sont les microentreprises (MICRO) et les grandes entreprises (GE), et non les PME et les ETI, qui apparaissent les plus susceptibles d'être confrontées à un problème de liquidité comme de solvabilité. Les MICRO sont plus vulnérables au manque de liquidité et les GE à un endettement trop élevé. Cette étude montre également, qu'en période de crise, les mécanismes de marché se grippent, conduisant à une augmentation assez importante de la part des entreprises productives dans la population des entreprises insolubles, tous secteurs et tailles d'entreprises confondus.

Pour le moment, la vague de défaillances post-Covid-19 n'a pas déferlé en France, au contraire (cf. graphique B). L'image du « calme avant la tempête » vient à l'esprit, même s'il n'est pas certain que la tempête se lèvera. Que le nombre de défaillances n'ait pas encore augmenté ne semble pas le signe d'une zombification en marche. Nous y voyons l'effet des mesures prises, notamment les évolutions législatives qui ont modifié temporairement les dates et modalités de déclaration de l'état de cessation de paiement. Ce dispositif étant échu depuis le 24 août 2020, et compte tenu du délai de déclaration de 45 jours, les déclarations de cessation de paiement pourraient se multiplier à compter d'octobre. Ce moratoire fait partie des mesures pointées du doigt comme vecteur de zombification. Durant le premier confinement, l'heure n'était toutefois pas à laisser faire la destruction créatrice mais à préserver autant que possible le tissu productif dans son ensemble. Cette remarque vaut pour toutes les mesures prises : à crise exceptionnelle, réponses exceptionnelles.



⁹ Conférence du 16 novembre 2020, « Impact de la crise et des mesures budgétaires 2020-21 sur les entreprises », Institut des politiques publiques

¹⁰ Mathieu Cros, Anne Epaulard et Philippe Martin (2020), *Les défaillances d'entreprises dans la crise Covid-19 : zombification ou mise en hibernation ?*, Focus CAE n° 051-2020 et Point de vue France Stratégie, 14 décembre

¹¹ Billet d'Agnès Bénassy-Ouéré, « 2021, l'année des zombies ? », 07 janvier 2021, blog de la DG Trésor

¹² Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot et Stefano Schiavo, *Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19*, OFCE policy brief n°73, 19 juin 2020

¹³ Ces entreprises en difficulté indépendamment de la crise sont généralement plus petites, moins productives, plus endettées et ont un niveau de liquidité inférieur aux autres.

ITALIE : FRAGILITÉ BANCAIRE ET DÉFICIENCE DES PROCÉDURES DE FAILLITE, DEUX CATALYSEURS DE ZOMBIFICATION?

L'Italie fait partie des pays les plus souvent montrés du doigt lorsqu'il s'agit de l'existence de firmes zombies dans l'économie. L'OCDE (2017) estimait qu'en 2013, près de 19% du capital des SNF italiennes était capté par ces entreprises, soit l'un des ratios les plus élevés au sein de l'OCDE. Cette part élevée de firmes zombies est à mettre en relation avec, à la fois, les difficultés économiques rencontrées par le pays à la suite des crises de 2008 et 2011 et l'affaiblissement de son système bancaire. Selon Schivardi, Sette et Tabellini (2017)¹, ce second facteur a conduit des banques à maintenir des lignes de crédit à des entreprises pourtant peu productives, confirmant ainsi les résultats d'autres études, et notamment celles de Andrews et Petroulakis².

Gopinath et al. (2017)³ montrent également que la baisse des taux d'intérêt réels dans le pays – favorisée par la convergence européenne – a contribué à stimuler l'investissement, mais cela s'est fait principalement en direction des entreprises solides financièrement mais relativement moins productives⁴.

Même si le système bancaire italien connaissait une phase de relative consolidation jusqu'à l'arrivée de la crise de la Covid-19 – les ratios de prêts non performants continuant notamment leur décrue⁵ – l'épidémie va de nouveau fragiliser le secteur, avec des craintes légitimes sur l'amplification du phénomène de zombification. Des risques quelque peu atténués par la baisse de l'endettement des SNF dans les années qui ont précédé la pandémie. Une dynamique de désendettement s'est néanmoins inversée avec la crise sanitaire, du fait de la nécessité pour les entreprises d'emprunter afin de faire face à leurs problèmes de trésorerie (cf. graphique 5).

Un autre facteur structurel, souvent considéré à l'origine de cette mauvaise allocation des ressources, est le manque d'efficacité des procédures de défaillances d'entreprises : à la fois trop coûteuses, et trop longues⁶, le système italien ne semble donc pas assez efficace pour soutenir les rotations d'actifs, financiers et non financiers nécessaires à la performance du secteur des SNF dans son ensemble.

À quelle perspective s'attendre à l'issue de la crise de la Covid-19 ? Les aides directes d'État, ainsi que les PGE auraient permis de combler près des deux tiers des besoins de liquidité nécessaires entre juillet et décembre 2020⁷. Sur le plan des faillites d'entreprises, la BRI⁸ estime que ces dernières augmenteront de 13,5% en moyenne au cours de la période 2020-2021. Une hausse importante qui serait néanmoins inférieure à celle enregistrée en Espagne (+28,2%) ou en France (18,6%). Les risques d'insolvabilité affecteraient, par ailleurs, de façon disproportionnée les petites et moyennes entreprises italiennes⁹. Selon ces travaux, les risques de prolifération des entreprises zombies dans les mois à venir devraient se concentrer sur les PME.

¹ Fabiano Schivardi, Enrico Sette and Guido Tabellini, *Credit misallocation during the European financial crisis*, BIS working papers, novembre 2017

² Voir note de bas de page n°16

³ Gopinath et al. (2017), *Capital allocation and productivity in South Europe*, Quarterly Journal of Economics

⁴ Un phénomène reporté également en Espagne.

⁵ <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=39537>

⁶ Données de la Banque mondiale

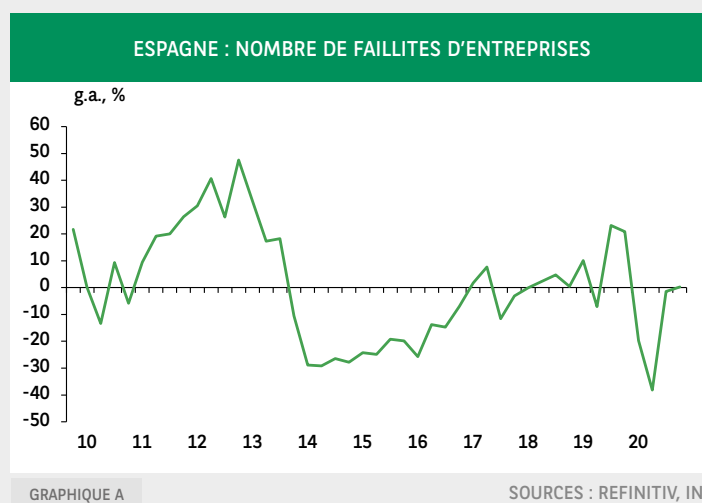
⁷ Banque d'Italie, *Financial stability report*, encadré *The impact of the pandemic on the riskiness of firms*, novembre 2020

⁸ Banerjee, Cornelli & Zakrajšek *The outlook for business bankruptcies*, BRI bulletin, octobre 2020

⁹ E. Carletti et al., *The COVID-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, Center for Economic Policy Research, juin 2020

ESPAGNE : AIDES D'ÉTAT ET HAUSSE DE LA ZOMBIFICATION, UN LIEN PAS SI ÉVIDENT ?

En raison du choc économique très important qu'a subi le pays en 2020, l'Espagne est contrainte, peut-être plus que d'autres pays, à un difficile équilibre entre préservation de l'emploi et risque d'une accentuation du phénomène de zombification. Les diverses estimations antérieures à la crise de la Covid-19 montraient déjà un taux relativement élevé de firmes zombies, si l'on compare notamment avec la France et l'Allemagne. L'OCDE (2017) estime que 10% des sociétés non financières (SNF) espagnoles pouvaient être classées comme « zombies » en 2013¹. La BRI fournit des chiffres plus élevés pour 2017, autour de 14%². Néanmoins, cette part était en léger repli, après avoir dépassé le seuil des 15% les années précédentes. La mise en place du dispositif ERTE de chômage partiel, ainsi que le durcissement drastique des conditions de liquidations d'entreprises dès le début de l'épidémie³ ont permis à l'emploi de résister en 2020 au choc économique, mais cela a accentué les craintes de voir le nombre de firmes zombies augmenter sensiblement. Le nombre de sociétés en faillite a en effet chuté sensiblement au deuxième trimestre 2020 avant, il est vrai, de remonter au cours du second semestre (cf. graphique A).



Néanmoins, il serait erroné de faire un raccourci entre baisse des faillites et hausse du nombre de firmes zombies. En effet, des entreprises dans une situation financière difficile durant la pandémie pourraient ne pas le rester une fois la crise sanitaire passée et le choc sur l'offre et la demande atténué. La Banque d'Espagne (BdE) estime qu'entre 2019 et 2020, la part des entreprises insolvables s'est accrue, suivant les hypothèses retenues, entre 4 et 8 points de pourcentage (pp) par rapport au niveau de 2019⁴. Parmi ces firmes insolvables, la BdE estime, dans son scénario central, que plus de la moitié d'entre elles seraient viables, c'est-à-dire que malgré leurs difficultés actuelles, ces entreprises possèderaient des perspectives de résultats positifs à long terme⁵. Ce ratio de « viabilité » s'élève davantage lorsque l'indicateur de référence est l'emploi, et surtout l'endettement. Ces résultats sous-entendraient donc que la hausse du nombre de firmes zombies, en raison de la crise de la Covid-19, serait plutôt limitée. Dans ce cas, une éventuelle disparition de ces entreprises serait comparativement plus néfaste pour l'économie dans son ensemble que le risque d'une zombification engendrée par les mesures d'aide aux entreprises. Les prêts garantis par l'État (PGE) ont en effet joué un rôle clé pour amortir les baisses de trésorerie de nombreuses entreprises. Ils auraient permis de couvrir près des trois quarts des besoins de liquidité des SNF espagnoles entre avril et décembre 2020⁶.

Autre indicateur observé par la BdE : le taux de rentabilité net des SNF. Ici encore, les résultats sont nuancés. Le taux de rentabilité médian chuterait de 4 pp par rapport à 2019. Néanmoins, la moitié des SNF maintiendrait une rentabilité positive sur leurs actifs nets. Au-delà du choc en lui-même, ce qui ressort de cette étude, c'est principalement la dispersion de rentabilité entre les secteurs, qui est elle-même étroitement liée au niveau d'activité dans chacun d'entre eux. Sans surprise, le taux de rentabilité médian est entré en territoire négatif dans l'hôtellerie et la restauration, mais également dans l'automobile et, dans une moindre mesure, les transports. Pour les autres secteurs (manufacturier, construction, commerces, et « autres » services), le taux de rentabilité serait resté positif. Cette étude suggère donc le besoin de cibler davantage les aides aux entreprises à un nombre plus restreint de secteurs *a contrario* d'un soutien indifférencié entre les secteurs.

¹ McGowan et al., *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD working papers, 2017

² R. Banerjee et al., *Corporate Zombies: Anatomy and life cycle*, BIS Working Papers, septembre 2020

³ Le gouvernement a en effet mis en place le 28 avril 2020 un décret qui suspend les procédures de faillite durant la période d'urgence sanitaire, qui restera en place pour l'heure jusqu'au 9 mai 2021.

⁴ Banque d'Espagne, *El Impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la central de balances*, Bulletin économique, décembre 2020

⁵ Le scénario central de la BdE se base sur des perspectives de résultats à long terme en 2020 identiques à celles de 2019.

⁶ R. Blanco et al., *Spanish non-financial corporations' liquidity needs and solvency after the Covid-19 shock*, Document occasionnel, Banque d'Espagne, novembre 2020

QUELLE TRAJECTOIRE POUR LES FINANCES PUBLIQUES DU ROYAUME-UNI APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19 ?

Avant même que ne survienne la pandémie de Covid-19, le Royaume-Uni avait déjà amorcé sa sortie de « l'âge de l'austérité », d'après l'expression de l'ancien Premier ministre David Cameron. L'intervention massive des autorités britanniques pour soutenir l'économie suite à la crise sanitaire a sensiblement renforcé cette tendance. Le déficit du gouvernement s'est approché de 20% du PIB en 2020, et le ratio de dette publique sur PIB a augmenté de vingt points de pourcentage jusqu'à atteindre près de 100%. Une fois la crise passée, nul doute que des ajustements seront nécessaires. Cependant, l'empressement que montre le Trésor à ramener les finances publiques sous contrôle pourrait être contre-productif s'il provoquait un étouffement de la reprise économique. De surcroît, les perspectives de long terme, particulièrement du point de vue démographique, laissent penser que cet objectif sera difficile à atteindre.

La crise de la Covid-19 est survenue à un moment où la politique fiscale britannique était en train d'être relâchée après des années d'austérité. Du fait de la hausse massive de la dépense publique, de la chute des recettes de l'État, et des mesures prises par la Banque d'Angleterre, la dette publique du Royaume-Uni a fortement augmenté depuis un an. Ce texte cherche à analyser la trajectoire et les tendances des finances publiques. La première partie dresse un état des lieux des finances publiques du Royaume-Uni avant la crise de la Covid-19. La deuxième partie analyse la crise sanitaire et son impact sur l'économie. La troisième partie détaille les mesures prises par les autorités britanniques et l'impact de la crise sur les dépenses, les recettes, le déficit et l'endettement de l'État. Enfin, la dernière partie étudie les perspectives de plus long terme pour les finances publiques et la stratégie du gouvernement britannique pour assurer la soutenabilité de la dette publique.

de la hausse des dépenses. Cette tendance a certainement reflété les coupes budgétaires mises en place dans le cadre du programme d'austérité lancé après la crise financière mondiale (cf. section suivante). Néanmoins, elle est aussi expliquée par la chute du chômage depuis 2012, qui a eu pour effet de réduire le montant des indemnités versées par le gouvernement. De 8,5% à la fin de l'année 2011, le taux de chômage au Royaume-Uni était tombé à 3,9% juste avant la crise de la Covid-19. La santé est le deuxième poste de dépense, suivi par l'éducation, les services publics, les affaires économiques, et la défense (cf. graphique 2).

L'état des finances publiques

L'organisation de la dépense publique¹

L'ensemble des dépenses du gouvernement, ou *Total Managed Expenditure* (TME), se divise en *resource budget* pour les dépenses courantes et en *capital budget* pour les dépenses d'investissement. Chacune de ces catégories peut ensuite être divisées en deux. Les *Departmental Expenditure Limits* (DEL), décidées lors des examens des dépenses (*Spending Reviews* ou, occasionnellement, *Comprehensive Spending Reviews*, CSR), fixent un montant maximum sur trois ans pour les dépenses courantes et les investissements les plus prévisibles. C'est le cas des coûts administratifs, comme les coûts de fonctionnement ou les salaires. De l'autre côté, les dépenses plus difficiles à contrôler, et donc à estimer à l'avance, sont revues annuellement. Connues comme *Annually Managed Expenditure* (AME), elles comprennent par exemple les dépenses de sécurité sociale, celles pour les crédits d'impôt, ou encore celles pour les retraites.

Le graphique 1 montre comment se sont réparties les dépenses du gouvernement britannique pour l'année fiscale 2019-20². Les dépenses courantes (*public sector current expenditure*) représentent environ neuf dixièmes des dépenses totales du gouvernement. Le dixième restant est partagé presque équitablement entre investissements et dépréciations, réunis en investissement brut (*public sector gross investment*).

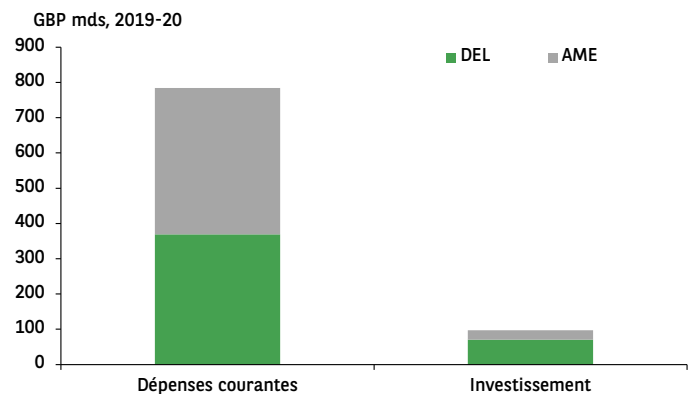
Où va la dépense publique ?

La protection sociale est, de loin, la première cible de la dépense publique. Sa légère baisse en valeur réelle depuis le début de la décennie précédente a été le principal facteur expliquant le ralentissement

¹ [How to understand public sector spending](#), Gouvernement du Royaume-Uni, 29 mai 2013.

² Au Royaume-Uni, les années fiscales commencent en avril pour se terminer en mars de l'année civile suivante.

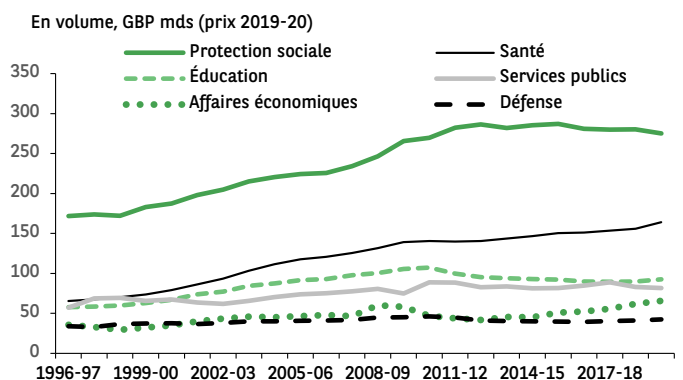
COMPOSITION DES DÉPENSES DU GOUVERNEMENT (TME)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : TRÉSOR

ÉVOLUTION DES POSTES MAJEURS DE LA DÉPENSE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : TRÉSOR

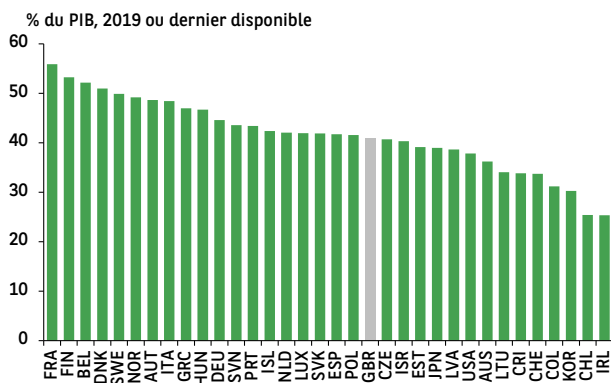


Tendances antérieures à la Covid-19

En 2018, la dépense publique au Royaume-Uni représentait environ 40% du PIB. Si le Royaume-Uni est l'un des pays européens les moins dépensiers, c'est néanmoins le pays anglo-saxon qui présente le plus haut ratio de dépense des administrations publiques (cf. graphique 3).

Les gouvernements qui se sont succédés depuis plus de vingt ans au Royaume-Uni ont cherché à se tenir à des règles fiscales (*fiscal rules*) dans l'élaboration de leurs plans de dépenses. De telles règles furent édictées pour la première fois en 1997 par Gordon Brown, alors chancelier de l'Échiquier. Elles étaient au nombre de deux. La première, la règle d'or (*golden rule*), stipulait que sur la durée d'un cycle économique le gouvernement ne pourrait emprunter que pour investir et que les dépenses courantes seraient financées par les impôts.

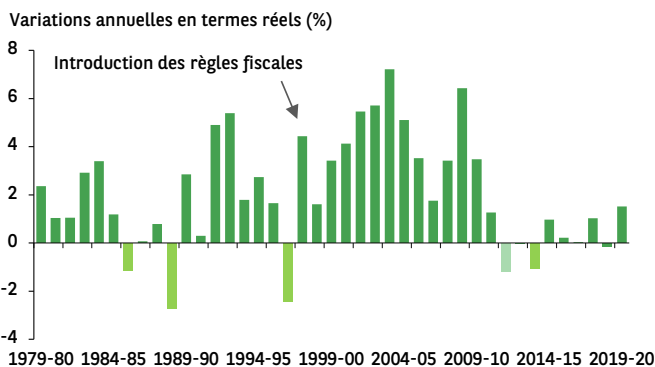
DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 3

SOURCE : OCDE

DÉPENSES DU GOUVERNEMENT (TME)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : TRÉSOR

La seconde visait à maintenir la dette au-dessous de 40% du PIB sur la durée du cycle économique. Ces règles ont par la suite été plusieurs fois abandonnées et remplacées.

Les trois règles fiscales actuellement en vigueur ont été définies dans le programme du Parti conservateur pour les élections de 2019¹ – qui ont mené Boris Johnson au poste de Premier ministre. La première stipule que le budget courant doit être à l'équilibre au plus tard dans la troisième année de la période de prévision. La deuxième limite l'investissement net du secteur public – c'est-à-dire sans compter les dépréciations – à 3% du PIB. La dernière prévoit une réévaluation des plans de dépenses dans le cas où le coût de la dette dépasserait 6% des revenus du gouvernement.

Cependant, si le but affiché des règles fiscales est de contenir la dépense publique, l'augmentation en termes réels des dépenses s'est en fait accélérée après leur introduction il y a près de vingt-cinq ans (cf. graphique 4.)

Ce n'est qu'après la crise financière mondiale que la hausse des dépenses a été enrayerée. Un programme d'austérité fut mis en place en 2010 par le Chancelier George Osborne, avec pour objectifs d'équilibrer la balance courante des dépenses à la fin de chaque période de prévision de cinq années glissantes et de faire baisser le ratio de dette sur PIB. L'augmentation des dépenses a ainsi été sensiblement freinée durant la dernière décennie. Les dépenses totales du gouvernement (TME) ont même baissé de plus de 1% en valeur réelle pendant les années fiscales 2011-12 et 2013-14.

Cependant, les gouvernements qui se sont succédés ces trois dernières années ont à plusieurs reprises promis de sortir de ce que le futur Premier ministre David Cameron avait appelé « l'âge de l'austérité » en 2009. Durant son discours à la conférence du Parti conservateur en octobre 2018, la Première ministre Theresa May a annoncé que l'austérité allait bientôt prendre fin, des propos confirmés par le Chancelier Philip Hammond lors de la présentation du budget de 2018². Un peu plus tard, lors de la présentation de la revue des dépenses de 2019, Sajid Javid, alors chancelier du gouvernement de Boris Johnson, a déclaré « être en train de tourner la page de l'austérité »³. Enfin, le chancelier actuel, Rishi Sunak, a dévoilé dans son budget du printemps 2020⁴ un plan de dépenses conséquent qui dès lors aurait eu pour effet de stabiliser, au lieu de faire baisser, le ratio de dette sur PIB. Il convient de noter que ce budget, dévoilé le 11 mars, ne contenait que les prémisses du plan de relance mis en place par le gouvernement pour lutter contre les effets néfastes des mesures de restriction prises pour faire face à la pandémie de Covid-19. Ce plan de relance a bel et bien mis un terme à « l'âge de l'austérité ».

La crise de la Covid-19

Crise sanitaire

Parce que le gouvernement a tardé à mettre en place des mesures de restriction, la pandémie de Covid-19 s'est propagée rapidement au Royaume-Uni. Le premier confinement en Angleterre, finalement imposé le 23 mars 2020, a donc été particulièrement long. Les commerces non essentiels n'ont rouvert leurs portes qu'au milieu du mois de juin et le secteur du tourisme et de l'hébergement a dû attendre jusqu'au début du mois de juillet. Face à la résurgence de l'épidémie, un deuxième confinement a été mis en place au début du mois de novembre.

1 Our Plan, Conservative Manifesto 2019, Parti conservateur.

2 Budget 2018: Philip Hammond's speech, gouvernement du Royaume-Uni, 29 octobre 2018.

3 Spending Round 2019: Chancellor Sajid Javid's speech, gouvernement du Royaume-Uni, 4 septembre 2019.

4 Budget 2020: What you need to know, gouvernement du Royaume-Uni, 11 mars 2020.



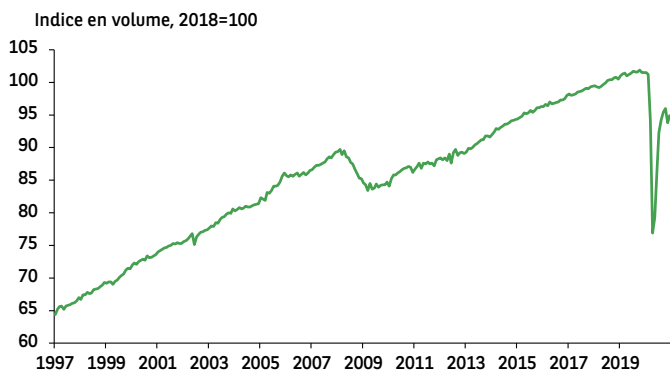
Si celui-ci a été levé après un mois, une mutation du virus le rendant particulièrement contagieux a mené à l'imposition d'un troisième confinement au début du mois de janvier. Celui-ci ne commencera à être levé qu'en mars, et certaines mesures resteront en place au moins jusqu'à la mi-juin. Au total, avec plus de 100 000 décès le Royaume-Uni est le cinquième pays au monde le plus affecté après les États-Unis, le Brésil, le Mexique et l'Inde, et donc le premier en Europe. De plus, d'après le *Government Stringency Index de l'Oxford COVID-19 Government Response Tracker (OxCGRT)*⁵ le Royaume-Uni maintient des mesures de restriction parmi les plus strictes d'Europe.

L'impact sur l'économie

Étant donné la durée et la sévérité des mesures de restriction imposées, il n'est pas surprenant que l'économie du Royaume-Uni ait particulièrement souffert de la crise de la Covid-19. Les chutes de la consommation et de la production, provoquées notamment par les mesures de restriction et par le fort ralentissement des échanges mondiaux, ont entraîné une baisse massive du PIB au deuxième trimestre 2020 (cf. graphique 5). Sur l'ensemble de l'année 2020, il a reculé de près de 10%, soit la plus grosse contraction en termes réels parmi les pays du G7. Cela reflète en partie des différences méthodologiques de calcul des données en volume de la production non marchande, notamment dans les secteurs de la santé et de l'éducation. Néanmoins, même en tenant compte de ces biais, l'ONS estime que le Royaume-Uni est le pays du G7 ayant enregistré la plus forte chute de PIB durant les trois premiers trimestres de 2020. D'après la Banque d'Angleterre, la capacité d'offre de l'économie britannique sera 1,75% inférieure en 2023 à ce qu'elle aurait été sans la pandémie.

Outre l'activité économique, la réponse des autorités – détaillée dans la partie suivante – a été conditionnée par l'impact de la crise sur deux autres variables économiques majeures : le taux de chômage et l'inflation. Celles-ci continueront à guider la réponse des autorités dans les mois à venir et pourraient donc avoir un impact, certes indirect mais prolongé, sur les finances publiques.

PIB DU ROYAUME-UNI



GRAPHIQUE 5

SOURCE : ONS

La première de ces variables est le taux de chômage. En fait, celui-ci n'a pas connu l'envolée qui semblait inévitable au vu de la chute brutale et prolongée de l'activité économique. Cela s'explique par la proactivité des autorités, qui ont rapidement mis en place un programme de chômage partiel afin de limiter les licenciements et un programme de soutien aux autoentrepreneurs (cf. partie suivante). En conséquence, alors que le taux de chômage avait augmenté de plus de trois points de pourcentage pendant la crise financière mondiale, atteignant 8,5% fin 2011, sa hausse s'est jusqu'ici limitée à un peu plus d'un point de pourcentage depuis le début de la crise sanitaire. Entre octobre et décembre 2020, le taux de chômage s'est établi à 5,1%. Néanmoins, cette hausse limitée s'explique aussi par une augmentation du nombre d'inactifs – les personnes sans emploi n'en cherchant pas un, qui ne sont pas comptabilisées comme étant au chômage. D'après le Bureau de la statistique nationale (*Office for National Statistics, ONS*), plus de 700 000 emplois ont été détruits depuis février 2020⁷.

La seconde variable importante lorsque l'on considère la réponse des autorités à la crise actuelle est l'inflation. Au début de l'année 2020, le taux de croissance annuel de l'indice des prix à la consommation (*Consumer Price Index, CPI*) était proche de la cible de 2% de la Banque d'Angleterre. Du fait de l'impact de la crise liée à la pandémie sur la demande, de la chute des prix du pétrole au premier trimestre 2020, et de certaines mesures des autorités telles que des baisses temporaires du taux de TVA pour certains secteurs, ce taux est descendu à 0,5% en mai et n'a pas dépassé 1% depuis⁸. C'est dans cet environnement – et avec en tête son objectif secondaire de supporter la politique économique du gouvernement – que le comité de politique monétaire (*Monetary Policy Committee, MPC*) de la Banque d'Angleterre a sensiblement relâché sa politique monétaire en 2020 (cf. partie suivante).

La réponse forte des autorités

Le gouvernement a dépensé sans compter..

Pour faire face aux crises sanitaire et économique liées au coronavirus, le gouvernement britannique a mobilisé des moyens considérables pour apporter son soutien aux services publics, aux entreprises, et aux particuliers.

Tout d'abord, près de GBP 130 mds ont été déboursés en 2020-21 pour soutenir les services publics et environ GBP 60 mds ont déjà été promis pour l'année 2021-22. Ces fonds ont notamment pour objectif de venir en aide au secteur de la santé, en première ligne contre la pandémie depuis un an.

Du côté des entreprises, le gouvernement a décidé de subventions, d'annulations de taxes et de reports de charges. D'après les dernières estimations du bureau pour la responsabilité du budget (*Office for Budget Responsibility, OBR*), l'organe chargé de produire des prévisions indépendantes pour le Trésor, ces mesures auront un coût total de près de GBP 35 mds pour l'année fiscale 2020-21. De plus, le Chancelier Rishi Sunak a promis plus de GBP 300 mds de garanties de prêts pour les entreprises. Jusqu'ici, les différents programmes créés par le gouvernement (*Bounce Back Loan Scheme, BBLs* ; *Coronavirus Business Interruption Loan Scheme, CBILS* ; et *Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme, CLBILS*) ont fourni plus de GBP 70 mds de financements. De son côté, des déboursements à hauteur de près de GBP 85 mds ont été autorisés dans le cadre du programme de la Banque d'Angleterre (*Covid Corporate Financing Facility, CCF*).

⁵ *Coronavirus Government Response Tracker*, Blavatnik School of Government, University of Oxford.
⁶ *International comparisons of GDP during the coronavirus (COVID-19) pandemic*, ONS, 1^{er} février 2021.
⁷ *Labour market overview, UK: February 2021*, ONS, 23 février 2021.
⁸ *Consumer price inflation, UK: January 2021*, ONS, 17 février 2021.



Néanmoins, l'impact sur le budget du gouvernement devrait être inférieur à ces montants, proche de GBP 30 mds en 2020-21 d'après l'OBR, car la plupart des prêts seront remboursés et l'État n'aura donc pas à intervenir.

Du côté des ménages, le gouvernement a mis en place des programmes de chômage partiel (*Coronavirus Job Retention Scheme*, CJRS) et de soutien aux autoentrepreneurs (*Self-Employment Income Support Scheme*, SEISS) afin d'éviter les licenciements et de préserver les revenus des travailleurs. À eux deux, ces programmes ont bénéficié à plus de dix millions de personnes et devraient coûter plus de GBP 70 mds à l'État britannique en 2020-21. Enfin, les ménages ont aussi bénéficié d'une augmentation d'environ GBP 8 mds des allocations (*welfare*).

Au total, l'OBR estime que ces mesures auront un impact de GBP 280 mds (14% du PIB) sur le déficit de l'année fiscale 2020-21 et de plus de GBP 50 mds sur celui de l'année suivante (cf. *tableau 1*).

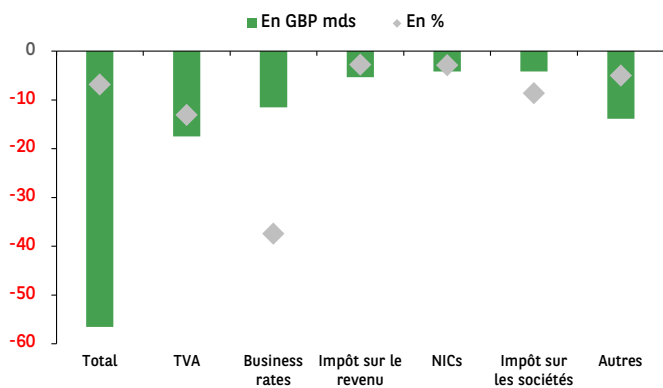
IMPACT DES MESURES DE SOUTIEN LIÉES AU VIRUS SUR LE DÉFICIT PUBLIC (GBP MDS)

En GBP mds	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26
Services publics	0.0	-127.1	-58.8	0.1	0.3	0.0	0.0
Soutien à l'emploi	-1.8	-73.3	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Prêts et garanties	0.0	-31.4	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Soutien aux entreprises	-0.2	-34.1	6.5	-0.6	0.0	-0.1	-0.1
Dépenses sociales	0.0	-8.3	-1.7	-1.3	-0.8	-0.5	-0.3
Autres mesures fiscales	0.1	-5.7	-0.8	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
Total	-1.8	-280.0	-52.7	-1.9	-0.7	-0.7	-0.5

TABEAU 1

SOURCE : OBR

PRÉVISIONS DES VARIATIONS DES RECETTES DE L'ÉTAT ENTRE 2019-2020 ET 2020-2021



GRAPHIQUE 6

SOURCE : OBR

... pendant que ses revenus fondaient

Si les recettes de l'État ont diminué du fait des mesures d'allègement fiscal, elles ont aussi pâti de la baisse de l'activité et donc des taxes et impôts qui lui sont liés. L'OBR estime que le manque à gagner pour 2020-21 s'élèvera à plus de GBP 55 mds par rapport aux recettes de l'année 2019-20, ce qui représente une baisse de près de 7%. Les trois quarts de ce manque à gagner s'expliquent par la diminution des revenus provenant de la TVA, de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les sociétés, des contributions des entreprises et des employés aux programmes d'avantages sociaux de l'État (*National Insurance Contributions*, NICs), et des taxes sur les propriétés non-domestiques (*business rates*) (cf. *graphique 6*).

La Banque d'Angleterre en soutien

De son côté, la Banque d'Angleterre a aussi agi pour limiter les effets de la crise sur l'environnement économique et financier. Si certaines des mesures qu'elle a prises n'affectent pas directement les finances publiques⁹, d'autres auront un impact sur l'endettement net¹⁰ (*public sector net debt*, PSND) et le déficit (*public sector net borrowing*, PSNB) du secteur public¹¹.

C'est le cas, tout d'abord, de l'extension de son programme d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE), que la banque centrale gère à travers l'*Asset Purchase Facility* (APF). Alors qu'avant la crise elle visait un stock de GBP 435 mds d'obligations souveraines (*Gilts*), sa cible a été relevée à GBP 875 mds. De plus, elle a doublé jusqu'à GBP 20 mds sa cible d'achats d'obligations d'entreprises. Tous ces achats ont un effet instantané sur l'endettement net et un effet continu sur le déficit¹².

L'effet instantané sur la dette publique des achats d'obligations souveraines provient d'effets de valorisations. Si l'APF les achète au secteur privé au prix de marché, ces obligations sont, en tant qu'actifs liquides, valorisées à leur valeur nominale dans le calcul de l'endettement net, c'est-à-dire au montant du principal qui sera remboursé à échéance. Puisque la baisse des taux a renchéri les obligations souveraines britanniques ces dernières années, le prix de marché de celles-ci est aujourd'hui supérieur à leur valeur nominale. La valeur des réserves émises pour financer ces achats d'obligations est donc supérieure à la valeur comptable de ces actifs liquides. L'endettement net du secteur public augmente donc avec les achats de l'APF. En ce qui concerne les achats d'obligations d'entreprises, celles-ci ne sont même pas comptabilisées comme actifs liquides. L'augmentation de l'endettement net équivaut alors au montant total des réserves émises, et donc au prix de marché de ces obligations.

L'effet continu sur le déficit des achats d'obligations souveraines provient du fait que le gouvernement central ne paye plus les intérêts sur ces obligations au secteur privé mais à la Banque d'Angleterre, qui appartient au secteur public. Cette dernière rémunère les banques qui lui ont vendu leurs obligations souveraines au taux de base. Ce taux, le « *Bank Rate* », est celui que la banque centrale britannique paye sur les réserves qu'elle a créées sur le compte des banques britanniques pour financer ces achats. Ainsi, en quelque sorte, le gouvernement refinance ses dettes au taux de base. Depuis la crise financière mondiale, ce taux

⁹ Parmi celles-ci, la Banque d'Angleterre a baissé son taux directeur (*Bank Rate*) de 65 points de base, le portant à 0,10%, son plus bas niveau historique. Elle a aussi lancé un programme d'apport de liquidités aux acteurs du marché (*Contingent Term Repo Facility*, CTRF) et, en collaboration avec le Trésor, un programme de financement pour les entreprises (*Covid Corporate Financing Facility*, CCF). Enfin, la banque centrale a étendu l'utilisation de la « *Ways and Means facility* », qui permet au gouvernement de se financer à court terme directement auprès d'elle, et passé des accords de swaps avec la Réserve fédérale américaine.

¹⁰ Endettement net = Dette - Actifs liquides

¹¹ Le secteur public inclut la Banque d'Angleterre (PSND ex BoE et PSNB ex BoE sont les mesures de l'endettement et du déficit l'excluant).

¹² *The direct fiscal consequences of unconventional monetary policies*, OBR, 13 mars 2019.



est inférieur au taux d'intérêt moyen que le gouvernement paye sur son stock de dette. Le coût du service de la dette du service public diminue donc avec les achats de l'APF, réduisant ainsi le déficit. Les achats d'obligations d'entreprises de l'APF font également diminuer le déficit, car le taux d'intérêt de ces obligations est lui aussi généralement supérieur au taux de base qui rémunère les réserves créées pour les acheter.

Le programme de financement pour les banques (*Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs*, TFSME) de la Banque d'Angleterre a lui aussi un effet instantané sur la dette du secteur public. À travers ce programme, la banque centrale fournit aux banques commerciales des prêts financés par l'émission de réserves. De même que pour les achats d'obligations d'entreprises, les prêts qui vont s'ajouter à l'actif de la banque centrale ne sont pas comptabilisés comme actifs liquides et, dans le calcul de l'endettement net, l'augmentation des réserves au passif de la banque centrale n'est donc nullement compensée par une augmentation simultanée de ses actifs liquides. De plus, l'effet du programme sur le déficit est quasiment nul, car le taux d'intérêt moyen de ces prêts est très proche du *Bank Rate*.

Les estimations de l'OBR de l'impact des mesures de la Banque d'Angleterre sur l'endettement net public sont résumées dans le tableau 2.

ORIGINE DES VARIATIONS ANNUELLES D'ENDETTÉMENT NET PUBLIC

GBP mds, prévisions de l'OBR	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26
Variation d'endettement net	473.4	204.6	123.8	118.7	-6.8	102.6
Emprunt net du secteur public	393.5	164.2	104.6	100.4	99.6	101.8
Transactions financières	66.8	43.3	29.1	16.3	-97.2	-1.1
Programmes de la Banque d'Angleterre	54.7	30.2	0.1	1.7	-117.1	-16.8
Term funding scheme	42.9	20.0	0.0	0.0	-125.0	-20.0
Autres effets	11.7	10.2	0.1	1.7	7.9	3.2
Autres transactions financières	12.1	13.1	29.1	14.6	19.8	15.7
Effets de valorisations	13.0	-3.0	-10.0	2.1	-9.2	1.8

TABLEAU 2

SOURCE : OBR

L'impact sur le déficit et la dette

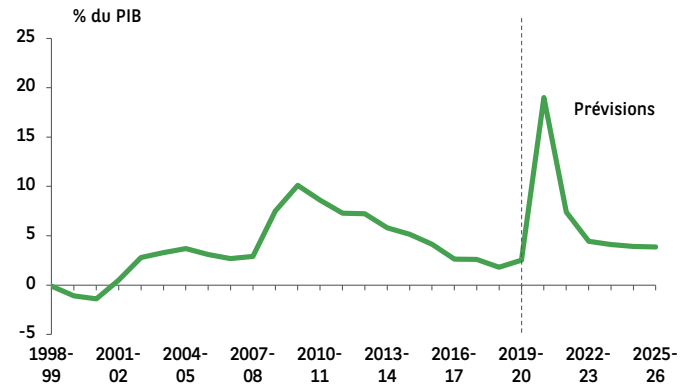
Dans l'ensemble, l'impact de la crise sur le déficit et l'endettement publics sera important. En 2020-21, le déficit a augmenté du fait de la hausse des dépenses et de la baisse des recettes. Ces dernières l'ont largement emporté sur le soulagement apporté par la diminution des coûts de service de la dette due à la fois à la baisse des taux d'intérêt et à l'effet continu du programme de QE de la Banque d'Angleterre. Dans le scénario central de son dernier rapport sur les perspectives économiques et fiscales¹³ (*Economic and Fiscal Outlook*, EFO), publié en novembre dernier, l'OBR prévoit un déficit de près de GBP 400 mds en 2020-21, soit 19% du PIB (les prévisions dans le reste de cette section sont aussi basées sur ce scénario).

Cette augmentation du déficit ainsi que l'effet instantané du programme de QE de la banque centrale ont pour conséquence directe une hausse de la dette publique nette du secteur public. Pour la première fois de son histoire, cette dette a dépassé GBP 2 000 mds. De surcroît, la forte baisse du PIB a poussé à la hausse les ratios de déficit et d'endettement publics rapportés à celui-ci (cf. graphiques 7 et 8). En décembre, le

¹³ *Economic and fiscal outlook – November 2020*, OBR, 25 novembre 2020.
¹⁴ *Public sector finances, UK: January 2021*, ONS, 19 février 2021.

ratio de dette publique sur PIB a atteint près de 100%¹⁴ et l'OBR prévoit qu'il dépassera ce seuil dans les mois à venir pour y rester supérieur au moins pendant les cinq prochaines années.

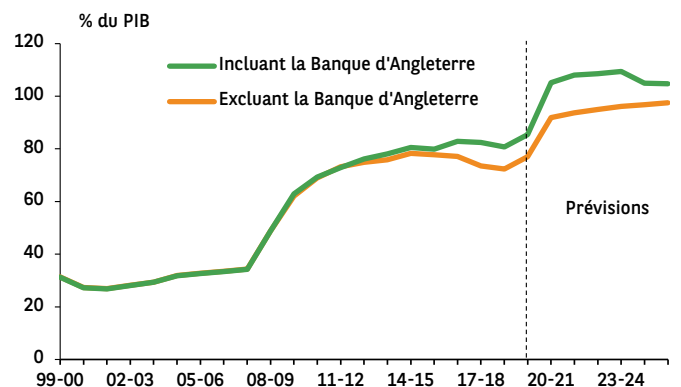
EMPRUNT DU SECTEUR PUBLIC (PSNB)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : ONS, OBR

ENDETTÉMENT NET DU SECTEUR PUBLIC (PSND)



GRAPHIQUE 8

SOURCES : ONS, OBR

L'avenir des finances publiques

Des ajustements seront nécessaires...

Au vu de l'importante détérioration des finances publiques, un resserrement de la politique fiscale risque de devenir indispensable dans les années à venir. Un redressement se fera d'abord mécaniquement. En effet, à mesure que la situation sanitaire s'améliorera, les autorités pourront, d'un côté, laisser repartir l'économie en levant les mesures de restriction et, de l'autre, progressivement retirer leurs mesures de soutien. Le déficit public se résorbera donc mécaniquement du fait à la fois d'une baisse des dépenses et d'une hausse des recettes.

Cependant, cela ne suffira certainement pas. Premièrement, la crise liée à la pandémie a réduit la taille de l'économie britannique et mènera donc à de moindres revenus fiscaux pour le gouvernement. L'ins-



titute for Fiscal Studies (IFS) estime que des hausses de taxes de plus de GBP 40 mds par an seront nécessaires à l'horizon 2025 afin de stabiliser le ratio de dette sur PIB¹⁵.

Deuxièmement, les projections de l'OBR réalisées avant la crise de la Covid-19 tablaient déjà sur des hausses non soutenables du déficit et de l'endettement publics dans les prochaines décennies. En effet, comme la plupart des pays développés, le Royaume-Uni va faire face au vieillissement de sa population. L'explosion des naissances après la Seconde Guerre mondiale a participé à la vigueur économique de la fin du vingtième siècle. Cependant, les baby-boomers atteignent désormais la retraite, alors que le taux de fécondité stagne depuis les années 1980 en dessous du seuil de renouvellement des générations¹⁶. D'après les projections de l'ONS¹⁷, l'écart entre les naissances et les décès va se refermer dans les vingt prochaines années. À partir de la fin des années 2030, l'immigration deviendra alors l'unique moteur de l'augmentation de la population britannique.

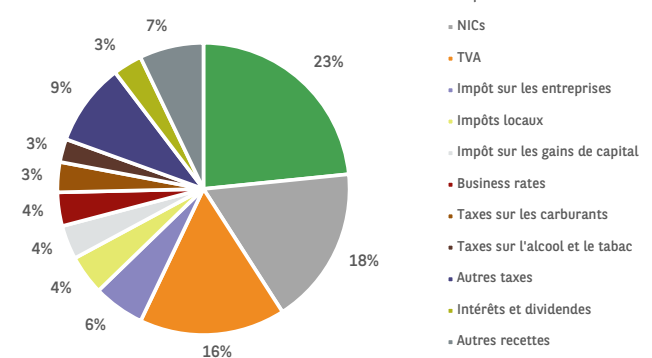
Ce défi démographique majeur pourrait peser lourdement sur ses finances publiques et la trajectoire de sa dette dès la fin de la décennie. D'ici à 2028, il est prévu que la population en âge de travailler croisse à un rythme un peu supérieur à celui de la population en âge d'être à la retraite¹⁸. Cependant, entre 2028 et 2043, les prévisionnistes anticipent une stagnation de la première catégorie en même temps qu'une augmentation de près de 25% de la seconde (cf. graphique 9).

Ainsi, le redressement des finances publiques devra certainement passer par une hausse des recettes de l'État. Une augmentation des impôts, la principale source de recettes du gouvernement central (cf. graphique 10), semble alors inévitable.

Dans cette optique, le taux moyen de l'impôt sur les sociétés apparaît assez bas comparé au reste de l'OCDE, et surtout aux autres pays du G7 (cf. graphique 11).

RECETTES DU GOUVERNEMENT

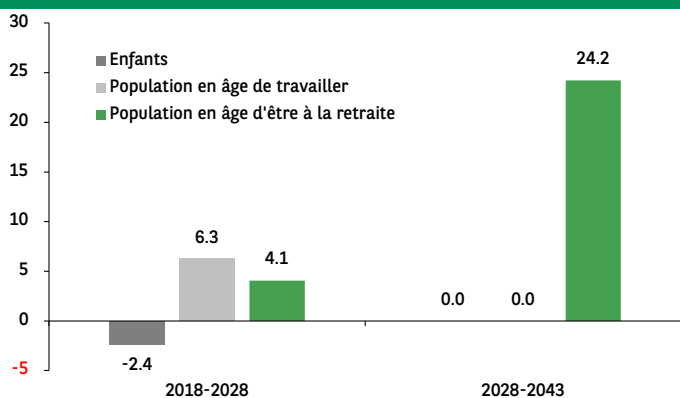
Année fiscale 2019-20, % du total



GRAPHIQUE 10

SOURCE : OBR

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DE LA POPULATION PAR CLASSE D'ÂGE (%)

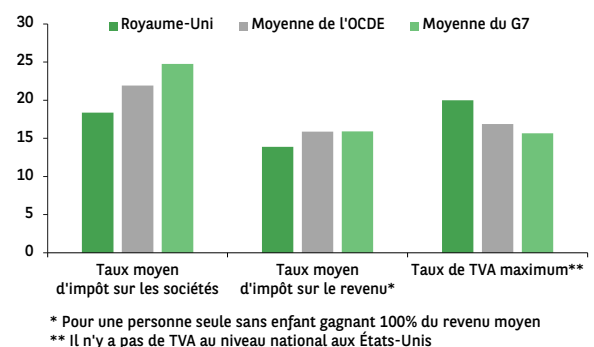


GRAPHIQUE 9

SOURCES : ONS

Au regard de ces tendances démographiques, les dépenses de santé et pour l'aide sociale aux adultes seront alors les deux principaux moteurs de la hausse de la dépense publique selon l'OBR, le troisième étant le financement des retraites¹⁹. De plus, la crise de la Covid-19 pourrait encourager l'augmentation des financements au service de santé publique, ce qui pèserait un peu plus sur les dépenses du gouvernement dans ce domaine. Sachant que la protection sociale et la santé sont les deux plus gros postes de dépense du gouvernement (plus de la moitié des dépenses totales) une diminution globale de la dépense publique sera difficile.

TAUX D'IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS, D'IMPÔT SUR LE REVENU ET DE TVA (%)



GRAPHIQUE 11

SOURCES : OCDE, USCIB

De même, le taux moyen de l'impôt sur le revenu est un peu inférieur à la moyenne des autres pays développés. Un sondage suggère d'ailleurs que les ménages britanniques seraient prêts à accepter une hausse de cet impôt pour financer la réponse à la crise de la Covid-19²⁰.

¹⁵ Current, necessary, fiscal largesse will need to be followed by tough decisions as we deal with a smaller economy, rising demands on government and elevated debt, IFS, 13 octobre 2020.

¹⁶ Remplacement des générations, INED.

¹⁷ National population projections: 2018-based, ONS, 21 octobre 2019.

¹⁸ Les populations en âge de travailler et en âge d'être à la retraite sont basées sur le l'âge légal de départ à la retraite (State Pension age, SPA). Selon la législation en vigueur, cet âge sera de 67 ans pour les deux sexes entre 2028 et 2043.

¹⁹ Fiscal sustainability report - July 2020, OBR, 14 juillet 2020.

²⁰ UK workers prepared to pay extra 4% income tax to fund £300bn pandemic bill, AIBell, 3 juin 2020.



Une autre possibilité serait d'augmenter le taux de TVA. L'assiette de cet impôt étant très large (le prix hors taxe de tous les biens et services échangés), une faible hausse aurait un impact positif important pour les recettes de l'État. Néanmoins, les ménages les plus défavorisés – qui consacrent un part plus importante de leur revenu à la consommation – seraient les plus affectés par cette mesure, après avoir été parmi les plus touchés par la crise du Covid-19. De surcroît, le taux de TVA au Royaume-Uni est déjà supérieur à celui en vigueur dans la plupart des autres économies avancées. Une hausse des contributions des entreprises et des employés (NIC) pourrait aussi être envisagée, celles-ci représentant près d'un cinquième des recettes du gouvernement (cf. graphique 5). Cela serait la contrepartie logique d'une augmentation des dépenses liées au financement des retraites.

Cependant, en première page de son programme pour les législatives de 2019, Boris Johnson s'était engagé à n'augmenter ni l'impôt sur le revenu, ni la TVA, ni les NIC. Si la crise de la Covid-19 lui permettra certainement de se libérer de certaines promesses, le Premier ministre apparaît déterminé à ne pas revenir sur celle-ci. Parmi les possibilités discutées ci-dessus, seule une hausse de la taxe sur les sociétés pourrait alors convenir. Cela s'inscrirait d'ailleurs dans la continuité du changement de cap amorcé avant la crise de la Covid-19. À la fin de l'année 2019, le Premier ministre Boris Johnson avait annoncé l'annulation de la baisse de l'impôt sur les sociétés, de 19% à 17%, qui devait prendre effet en avril 2020. De plus, le Chancelier Rishi Sunak réfléchirait à augmenter cet impôt dès le budget de 2021, qui sera présenté le 3 mars prochain. D'autres pistes pourraient aussi être évaluées, comme augmenter la taxation des géants du numérique, instaurer une taxe carbone, voire même établir un impôt sur la richesse²¹.

... mais il y a peu de dangers immédiats

Dans ce contexte, le chancelier semble déterminé à redresser au plus vite les finances publiques du Royaume-Uni. Dans un discours à la conférence annuelle du Parti conservateur en octobre 2020, il a pris l'engagement de « toujours équilibrer les comptes » du gouvernement. Cependant, resserrer la politique fiscale dès 2021 semble prématuré. Après tout, l'Angleterre sera toujours confinée lors de l'annonce du budget de 2021, et le PIB du Royaume-Uni devrait se contracter au premier trimestre 2021. De fait, un redressement trop rapide pourrait être contreproductif. En effet, toute réduction des dépenses ou augmentation de taxes pourrait retarder la reprise économique, qui devrait déjà pâtir de la sortie du Royaume-Uni du marché unique de l'UE²². Dans son rapport d'octobre 2020 discuté ci-dessus, l'IFS a prévenu qu'il n'était pas encore temps d'augmenter les impôts et que pendant les dix-huit prochains mois le gouvernement devait se concentrer sur le soutien à son économie quel que soit l'impact sur l'emprunt public.

De surcroît, le gouvernement britannique n'est en aucun cas sous pression des marchés financiers. Il y a plusieurs raisons à cela.

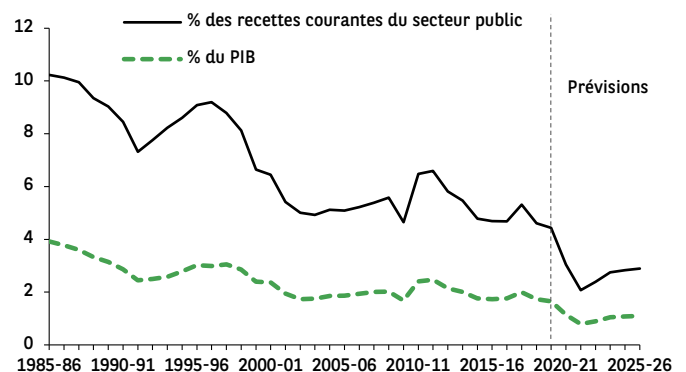
Tout d'abord, l'emprunt massif du gouvernement suite à la crise a été largement absorbé par les achats supplémentaires de la Banque d'Angleterre. Ensuite, si le Royaume-Uni est entré dans la crise avec un ratio d'endettement sur PIB assez élevé – autour de 85% en mars 2020 – sa position n'est pas particulièrement inquiétante si on la compare à celle des autres pays les plus développés.

D'après l'OCDE, seuls l'Allemagne et le Canada présentaient un ratio d'endettement des administrations publiques plus faible parmi les pays du G7²³.

De plus, le stock de dette n'est pas un indicateur complet de solvabilité. Les coûts de service de la dette doivent aussi être pris en compte, car ils renseignent sur le poids que fait peser le remboursement de la dette et ses intérêts sur les finances de l'État. De plus, alors que le ratio de dette sur PIB compare un stock à un flux, le ratio de service de la dette sur PIB compare deux flux.

Il est vrai que le stock de la dette publique a fortement augmenté depuis la fin des années 1980, aussi bien en valeur nominale que rapportée au PIB. Néanmoins, dans le même temps, la charge de la dette, qui représente le poids des intérêts²⁴, a fortement diminué du fait de la baisse des taux d'intérêt réels et de l'inflation. La charge des intérêts est ainsi passée de près de 4% à environ 1,5% du PIB (cf. graphique 12). D'après l'OBR, cette tendance s'est accélérée avec la crise car, une fois de plus, la hausse de l'endettement a été éclipsée par les baisses des taux d'intérêt réels et de l'inflation provoquées par la crise de la Covid-19. Une des raisons principales est l'assouplissement de la politique accommodante de la part des principales banques centrales mondiales. La Banque d'Angleterre a notamment baissé son taux de base de 65 points de base jusqu'à 0,10% et étendu son programme de QE (cf. partie précédente). D'après les minutes de la dernière réunion du comité de politique monétaire, elle n'a aucune intention de la resserrer avant qu'il n'y ait de « preuves manifestes de progrès significatifs » en ce qui concerne l'élimination des capacités inutilisées de l'économie et de la convergence durable de l'inflation vers sa cible des 2%²⁵. Il est vrai que, dans son Rapport de politique monétaire de février²⁶, la Banque d'Angleterre prévoit que le taux d'inflation remontera rapidement en 2021. Cependant, celui-ci devrait se stabiliser autour de sa cible de 2% au moins jusqu'en 2023, ce qui permettrait au comité de politique monétaire de maintenir une politique monétaire souple durant cette période.

INTÉRÊTS DE LA DETTE DU GOUVERNEMENT CENTRAL (NETS DE L'APF)



GRAPHIQUE 12

SOURCE : OBR

²¹ Report of the UK Wealth Tax Commission, LSE, 9 décembre 2020.

²² Royaume-Uni : Quelles seront les conséquences économiques d'un Brexit dur, BNP Paribas, 30 novembre 2020.

²³ General government debt, OCDE.

²⁴ Service de la dette = Intérêts (charge de la dette) + Principal.

²⁵ Bank Rate maintained at 0.1% - February 2021, Banque d'Angleterre, 4 février 2021.

²⁶ Monetary Policy Report - February 2021, Banque d'Angleterre, 4 février 2021.



Il n'y a pas beaucoup d'inquiétudes à avoir non plus en ce qui concerne le remboursement du principal sur le court et moyen terme. Les échéances de la dette publique britannique sont en effet largement étalées dans les prochaines décennies (cf. graphique 13).

De fait, la dette publique du Royaume-Uni a une maturité moyenne très élevée par rapport à celles des autres pays du G7, d'après le rapport de gestion de la dette²⁷ (*Debt management report*) du Trésor, du bureau de gestion de la dette (*Debt Management Office, DMO*) et de la caisse d'épargne publique britannique (*National Savings and Investments, NS&I*) (cf. graphique 14). Cela signifie que la dette publique arrivera à échéance en moyenne beaucoup plus tard au Royaume-Uni, et donc que ses besoins de refinancement dans les prochaines années seront moindres.

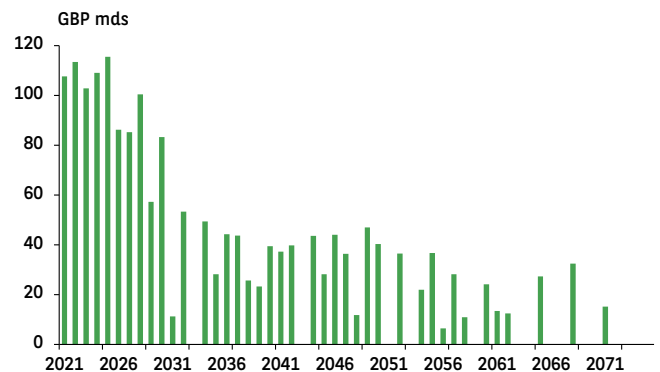
Dans l'ensemble, il y a peu d'inquiétudes à avoir sur la soutenabilité dette publique du Royaume-Uni.

Comme de nombreux pays développés, le Royaume-Uni va être confronté au vieillissement de sa population dans les décennies à venir, ce qui pourrait sensiblement alourdir ses finances publiques. De surcroît, la position du gouvernement pour faire face à ce défi a été rendue plus difficile par la crise liée à la pandémie de Covid-19. De fait, celui-ci fait désormais face à un dilemme. D'un côté, un échec à garder le contrôle des comptes publics pourrait avoir de sérieuses conséquences. En effet, une dette plus élevée est plus sensible aux variations de taux d'intérêts, dont une hausse n'est jamais à écarter complètement. De plus, si les investisseurs venaient à s'inquiéter de l'état des finances publiques lors d'une nouvelle crise, le gouvernement pourrait ne pas retrouver la même capacité à soutenir son économie dont il a bénéficié après la pandémie de Covid-19. De l'autre côté, resserrer la politique budgétaire trop rapidement pourrait retarder la sortie de la crise actuelle, qui sera certainement ralentie par les effets du Brexit. L'Union européenne avait fait cette erreur après la crise financière mondiale, et l'a payée par des années de croissance molle. Finalement, le gouvernement britannique est contraint à un exercice d'équilibriste complexe afin de maintenir ses finances sur une trajectoire durable. La présentation du budget de 2021 le 3 mars pourrait ainsi fournir des indices quant à sa stratégie pour résoudre ce casse-tête...

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com

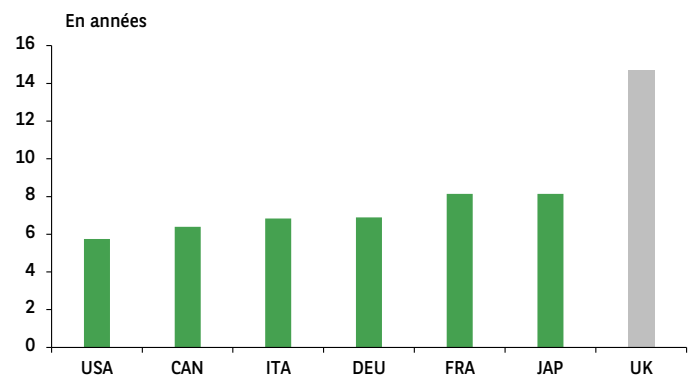
DETTE DU GOUVERNEMENT PAR ÉCHÉANCE



GRAPHIQUE 13

SOURCE : REFINITIV

MATURITÉ MOYENNE DU STOCK DE DETTE PUBLIQUE À FIN 2019



GRAPHIQUE 14

SOURCES : BLOOMBERG, DMO

²⁷ *Debt management report 2020 to 2021*, gouvernement du Royaume-Uni, 11 mars 2020.



RECHERCHE ÉCONOMIQUE 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

+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)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+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, Argentine

+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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@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, 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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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 du conseil en investissement, ni de la recherche ou 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 desquels 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, 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 du groupe BNP Paribas 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.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



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 :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change