

# ECO PERSPECTIVES

Eco  
PERSPECTIVES

by BNP PARIBAS

3<sup>e</sup> trimestre 2020

## EDITORIAL

2

### Un rebond mécanique, et après ?

Assouplissement du confinement oblige, la confiance des entreprises s'est notablement améliorée, tandis que l'activité et la demande ont mécaniquement rebondi. À court terme, le resserrement de l'écart entre les niveaux d'activité normaux et ceux observés devrait progressivement induire une certaine normalisation des taux de croissance...



ÉTATS-UNIS

3

L'économie rebondit, l'épidémie aussi



CHINE

5

Un rebond progressif mais inégal



JAPON

7

Un nouveau risque de déflation ?



ZONE EURO

8

Une perte d'activité qui sera longue à effacer



ALLEMAGNE

10

Une reprise mouvementée malgré une vigoureuse relance budgétaire



FRANCE

12

V ou U ? U ou V ? Entre les deux, la reprise balance



ITALIE

14

L'épidémie se propage à l'économie



ESPAGNE

16

Relance économique et réalité budgétaire



BELGIQUE

18

Une baisse importante, comme partout, mais une reprise plus lente qu'ailleurs



GRÈCE

20

Une saison touristique à haut risque



ROYAUME-UNI

21

Un rebond économique tardif et incertain



SUISSE

23

Des politiques expansionnistes pour éviter le désastre



SUÈDE

24

Un confinement moins sévère, mais une économie vulnérable



DANEMARK

25

Une économie relativement moins affectée

26

PRÉVISIONS

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## UN REBOND MÉCANIQUE, ET APRÈS ?

Assouplissement du confinement oblige, la confiance des entreprises s'est notablement améliorée, tandis que l'activité et la demande ont mécaniquement rebondi. À court terme, le resserrement de l'écart entre les niveaux d'activité normaux et ceux observés devrait progressivement induire une certaine normalisation des taux de croissance. La croissance devrait être soutenue par un effet de rattrapage de la consommation, les coups de pouce monétaire et budgétaire, et la possibilité pour les ménages de puiser dans l'épargne forcée accumulée pendant le confinement. L'évolution des incertitudes sera déterminante. La situation sanitaire n'est pas maîtrisée dans certains pays et l'on craint potentiellement un emballement. Les sombres perspectives du marché de l'emploi sont sources d'incertitudes pour les revenus des ménages. Dans ce contexte, les entreprises pourraient revoir à la baisse leurs projets d'investissement.

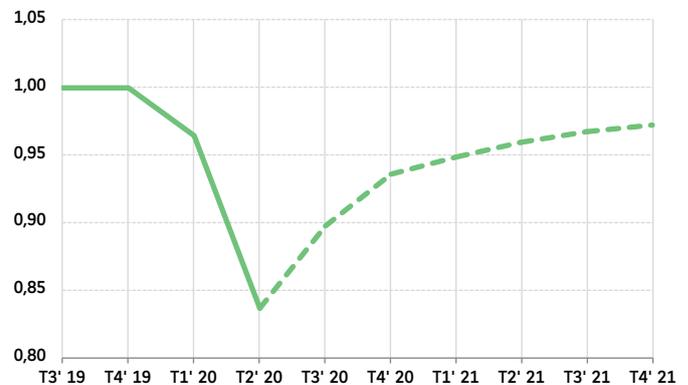
### L'ASSOULISSEMENT DU CONFINEMENT INDUIT UN REBOND MÉCANIQUE

Les récessions cèdent généralement le pas à des reprises progressives. Initialement, les inquiétudes suscitées par le niveau élevé du chômage pèsent sur la consommation des ménages, tandis que les entreprises attendent une meilleure visibilité avant d'augmenter sensiblement leurs investissements. La reprise actuelle est différente, en tout cas dans sa phase initiale, faisant suite à une récession particulièrement atypique. Le confinement imposé pour endiguer la pandémie a physiquement contraint l'activité et la demande, les abaissant considérablement par rapport à leurs niveaux de départ. Son assouplissement a levé cette contrainte, induisant une progression spectaculaire de la croissance en rythme mensuel. Ce n'est pas tant que les ménages ont soudainement été plus enclins à dépenser, mais plutôt qu'ils étaient à nouveau en mesure de le faire. Le rebond est par nature mécanique. Dans la foulée, la confiance des entreprises s'est significativement améliorée, comme le montrent les enquêtes auprès des directeurs d'achats, proches dans de nombreux pays de la barre des 50 qui marque la frontière entre contraction et expansion. En Chine, en France et aux États-Unis, les indices ont franchi le niveau pivot. Attention toutefois, le sentiment d'amélioration par rapport au mois précédent n'indique rien de la profondeur de l'embellie. D'ailleurs, de ce point de vue, les chiffres demeurent inférieurs à la normale.

### LA REPRISE DEVAIT ÊTRE PLUS PROGRESSIVE

Inévitablement, l'accélération de la croissance de la demande et de l'activité observée ces dernières semaines ne pourra se maintenir au même rythme. Dans de nombreux pays, le rebond mécanique est déjà en grande partie consommé. En France, par exemple, l'INSEE vient de publier un chiffre de la consommation voisin de celui enregistré avant la pandémie. Selon la Banque de France, l'écart entre le niveau d'activité actuel et la normale s'est réduit à 9 % contre 27 % en avril. La croissance devrait donc se normaliser tout en restant considérable en rythme mensuel. Nous connaissons une reprise en racine carrée ou, pour reprendre l'image de la Banque de France, en aile d'oiseau. Elle est soutenue par divers facteurs : rattrapage de la consommation, dispositifs gouvernementaux comme la baisse temporaire de la TVA en Allemagne, incitations à l'acquisition de véhicules neufs plus propres et mesures de soutien des revenus, et capacité des ménages à puiser dans leur épargne forcée accumulée pendant le confinement.

PIB RÉEL DE LA ZONE EURO (T4 2019=1)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, PRÉVISION BNP PARIBAS (JUILLET 2020)

### L'ÉVOLUTION DES INCERTITUDES SERA DÉTERMINANTE

Toutefois, les risques demeurent élevés. Dans certains pays et dans plusieurs états américains, la pandémie n'est pas encore maîtrisée. Ailleurs, les nouveaux foyers se multiplient, alimentant les craintes d'une seconde vague. Les ménages sont confrontés à des interrogations sur leurs revenus, au vu des sombres perspectives du marché de l'emploi, les entreprises cherchant à abaisser leurs coûts et renâclant à embaucher en l'absence de visibilité. Les banques centrales allemande, française, italienne et espagnole tablent sur un taux de chômage en hausse à la fin de l'année prochaine par rapport à cette année. Une enquête récente de la Réserve fédérale d'Atlanta auprès de 300 directeurs financiers montre qu'en moyenne, les embauches seront insuffisantes pour retrouver fin 2021 le taux d'emploi observé avant la pandémie. Les ménages pourraient par conséquent être incités à économiser plutôt qu'à dépenser. S'ajoutant à l'augmentation significative de l'endettement des entreprises durant le confinement, la constitution d'une épargne de précaution pourrait peser sur la propension des entreprises à investir.

William De Vijlder

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)



## ÉTATS-UNIS

3

## L'ÉCONOMIE REBONDIT, L'ÉPIDÉMIE AUSSI

En partie paralysée par l'épidémie de Covid-19, l'économie américaine aura connu, au printemps 2020, sa pire récession depuis 1946. La perte d'activité, proche de 10% au deuxième trimestre, se réduit toutefois depuis le mois de mai, la principale question étant de savoir ce qui pourra, in fine, être récupéré. À l'approche de l'été, l'amélioration des enquêtes auprès des chefs d'entreprise, tout comme le rebond boursier, témoignaient d'anticipations assez optimistes, peut-être trop. Dopés par les injections de liquidité de la Réserve fédérale, les marchés sous-estimeront le risque de défaillance d'entreprises, dont la dette s'est beaucoup alourdie. Les dernières statistiques concernant la progression de la maladie étaient, quant à elles, mauvaises.

La population comme l'économie des États-Unis payent un lourd tribut à l'épidémie de Covid-19. Arrivée outre-Atlantique un peu plus tard qu'en Europe, longtemps minimisée par le président Trump, celle-ci a déjà causé le décès de quelque 130 000 Américains, un bilan, hélas, provisoire. Au moment d'écrire ces lignes, la maladie connaissait une recrudescence inquiétante, en particulier dans les États du Sud comme la Floride, le Texas ou la Californie (cf. graphique). Avec près de 50 000 nouveaux cas par jour recensés début juillet, la première vague épidémique reste donc active, au point que autorités sanitaires la jugent « non maîtrisée ».

Conséquence des mesures de confinement ou de distanciation physique, l'économie a connu sa pire récession depuis 1946. Selon les évaluations de la Réserve fédérale d'Atlanta, le PIB des États-Unis aurait plongé de 12% (40% en rythme annuel) au deuxième trimestre de 2020, témoignant d'une chute d'activité somme toute comparable à celle qu'aurait connu l'Europe. En l'absence de chômage partiel, les implications pour l'emploi ont été lourdes, de l'ordre de 20 millions de postes détruits ; au mois de mai, le nombre d'inscriptions au chapitre 11 de la loi sur les faillites avait, quant à lui, bondi de 50% sur un an.

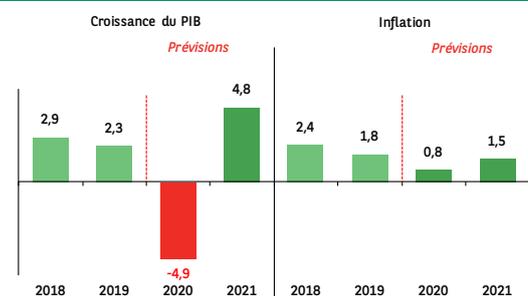
Fort heureusement, ce passage à vide économique n'aura pas été aggravé par l'interruption des circuits de financement - l'ingrédient commun à toute grande crise - l'action conjointe du Trésor et de la Réserve fédérale (Fed) s'avérant, à cet égard, déterminante.

## LA FED RÉANIME LES MARCHÉS

Dans les premières semaines du mois de mars, la réappréciation du risque associée à la perspective d'un plongeon de l'activité s'est en effet traduite par un repli général vers la liquidité, des demandes de conversion monétaire d'actifs (actions, obligations, parts de fonds...) et la mise sous pression d'acteurs indispensables au financement de l'économie, tels les *Primary Dealers* ou les *Money Market Funds*. Afin d'éviter l'embolie, la Fed a engagé des moyens considérables, pour la plupart inédits. Les limites à sa politique d'assouplissement quantitatif ont été levées, ce qui a conduit l'Institution à racheter depuis quatre mois pratiquement l'équivalent de PIB annuel de la France<sup>1</sup>. Les programmes de refinancement ad hoc se sont multipliés, la Fed se montrant aussi moins exigeante en matière de garanties. Ce faisant, elle s'est positionnée comme prêteuse en dernier ressort sur absolument tous les compartiments du marché de la dette, primaire ou secondaire, *investment grade* ou *high yield*. La crise de liquidité en dollar ayant été mondiale, ses interventions ont largement dépassé les frontières, la Fed nouant des accords de *swap* avec les principales banques centrales de la planète. Au total, les lignes de financement ouvertes par la banque centrale américaine ont pu dépasser le trillion de dollars d'encours ; comme toutes n'ont pas servi, les montants potentiellement disponibles vont en réalité bien au-delà.

<sup>1</sup> Soit USD 2.295 milliards d'achats nets entre le 26 février et le 24 juin 2020. Source : Réserve fédérale.

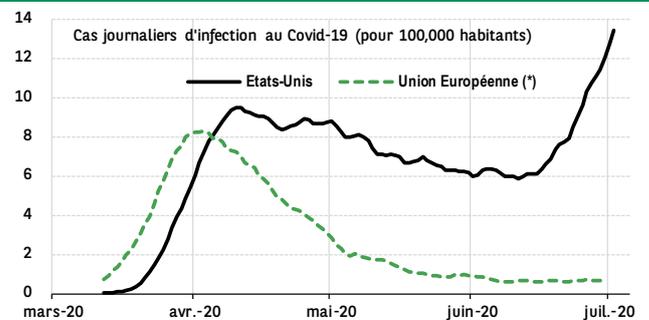
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## REPRISE ÉPIDÉMIQUE



(\*) Allemagne, France, Italie, Espagne, Portugal, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Irlande (total : 310 millions d'habitants)

GRAPHIQUE 2

SOURCES : JOHNS-HOPKINS UNIVERSITY, BNP PARIBAS

C'est donc à la faveur d'une réassurance publique quasi illimitée que les marchés ont pu connaître un redressement aussi rapide que spectaculaire, l'illustration la plus marquante étant donnée par le coût des CDS (*Credit Default Swap*). Après s'être envolées, jusqu'à atteindre 1 000 points de base sur le compartiment de la dette à haut rendement, les primes de risque ont commencé à refluer dès le 23 mars, date d'activation des principales mesures de soutien de la Fed (assouplissement quantitatif illimité, programmes d'achats de dette d'entreprise à l'émission et sur le marché secondaire, cf. encadré). Elles ont aujourd'hui retrouvé des niveaux quasi normaux, en dépit du fait que les événements de crédit se multiplient aux États-



Unis et promettent d'augmenter en Europe (FT, 24/06)<sup>2</sup>. Les marchés d'actions, qui leur sont très corrélés, ont récupéré tout ou partie des pertes induites par le Covid-19, certains indices sectoriels, comme ceux des valeurs technologiques ou de la santé, dépassant leur cotation d'avant-crise.

## AU-DELÀ DU REBOND ÉCONOMIQUE DU TROISIÈME TRIMESTRE

Le rétablissement de l'économie passant par celle des circuits de financement, la Réserve fédérale aura beaucoup fait pour tirer les indices de conjoncture hors de la zone dépressionnaire. Le déficit budgétaire aussi, les quelque USD 1 000 milliards consacrés au *Paycheck Protection Program* (prêts garantis) ainsi qu'à l'extension des indemnités chômage ayant permis de maintenir les revenus au plus fort de la récession<sup>3</sup>. Dès le mois de mai, avec la levée progressive des barrières de protection sanitaire, la consommation privée s'est inscrite en hausse, l'emploi s'est redressé<sup>4</sup>. Le climat des affaires s'est éclairci, l'embellie se prolongeant en juin, qui a notamment vu l'indice ISM (*Institute for Supply Management*) des directeurs d'achat repasser au-dessus de la barre des 50 dans l'industrie. Après sa chute du printemps, il est donc acquis que l'activité se raffermira au troisième trimestre, rattrapant une partie du terrain perdu.

Mais ensuite ? Au-delà du fait que l'épidémie n'a pas disparu, un certain nombre de déséquilibres, déjà présents avant la crise, se sont accentués, qui compliqueront la récupération. Partant d'un niveau record<sup>5</sup>, la dette des entreprises s'est encore alourdie, ce qui pose la question de sa soutenabilité dans les secteurs où la baisse des chiffres d'affaires n'est pas que transitoire (transports aériens, commerce de détail, gaz et pétrole de schistes...). Nourris du sentiment d'avoir évité le pire, également portés par la conviction d'une accommodation monétaire sans fin, les rallies obligataire et boursier des dernières semaines n'ont, en réalité, qu'un lointain rapport avec les fondamentaux économiques.

Rebondiraient-ils fortement au cours du second semestre, que les bénéfices annuels des grandes sociétés cotées (celles appartenant à l'indice *Standard & Poor's 500*) se trouveraient encore multipliés par 30 en Bourse. Le modèle de valorisation du Fonds monétaire international (FMI) conclut, quant à lui, à une surévaluation historique des actifs risqués, actions ou obligations d'entreprise<sup>6</sup>. Si la situation conjoncturelle s'est améliorée aux États-Unis, du moins au strict plan des affaires, elle paraît aussi très vulnérable face à d'éventuels accrocs à la reprise ou déplacements d'anticipations.

Jean-Luc Proutat

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

### MESURES DE SOUTIEN MONÉTAIRE

#### • Mesures conventionnelles

|                         |                              |
|-------------------------|------------------------------|
| Taux des fonds fédéraux | Baisse de 100 pb, à 0%-0,25% |
| Taux de l'escompte      | Baisse de 150 pb, à 0,25%    |
| Réserves obligatoires   | Baisse du coefficient, à 0%  |

#### • Assouplissement quantitatif (USD mds)

|   | Limite | Encours* |
|---|--------|----------|
| Achats de titres (Trésor, MBS, Agences) | Aucune | 6.090,4  |

#### • Mesures coordonnées (USD mds)

|  | Limite | Encours* |
|--|--------|----------|
| <i>Swaps</i> BCE, BoE, BoJ, BNS, BoC           | Aucune | 402,7    |
| <i>Swaps</i> RBA, BCB, BoK, BdM, MAS, Riskbank | 360    | 36,6     |
| <i>Swaps</i> DanNB, Norges B., RBNZ.           | 90     | 10,7     |

#### • Programmes de financement (USD mds)

|  | Limite | Encours* |
|--|--------|----------|
| Opérations de <i>repo</i>                                |        |          |
| Prises en pension de titres (Trésor, MBS, etc.)          | 5.000  | 441,9    |
| CPFF : <i>Commercial Paper Funding Facility</i>          |        |          |
| Achats de billets de trésor. sur le marché primaire      | Ad hoc | 4,3      |
| PDCF : <i>Primary Dealer Credit Facility</i>             |        |          |
| Prêts garantis aux primary dealers                       | Aucune | 33,4     |
| MMFLF : <i>Money Market Fund Liquidity Facility</i>      |        |          |
| Prêts vs collatéraux : parts de fonds monétaires         | Aucune | 53,2     |
| PMCCF : <i>Primary Market Corp. Credit Facility</i>      |        |          |
| Achats dette d'entreprises / marché primaire             | 500    | 0,0      |
| SMCCF : <i>Secondary Market Corp. Credit Facility</i>    |        |          |
| Achats dette d'entreprises / marché secondaire           | 250    | 6,6      |
| TASLF : <i>Term Asset-backed Sec. Loan Facility</i>      |        |          |
| Prêts vs collatéraux : titres adossés à des actifs       | 100    | 0,0      |
| PPPLF : <i>Paycheck Protect. Progr. Lending Facility</i> |        |          |
| Prêts vs collatéraux : prêts garantis aux PME            | Aucune | 57,6     |
| MSLP : <i>Main Street Lending Program</i>                |        |          |
| Rachats / extension de nouveaux prêts aux PME            | 600    | 0,0      |
| MLF : <i>Municipal Liquidity Facility</i>                |        |          |
| Rachats dette des collectivités (États, comtés...)       | 500    | 1,2      |

\* Montants maximum observés jusqu'à la date du 18/06/2020.

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS (C. CHOLET)

<sup>2</sup> Financial Times, *Financial gravity will force credit default across Europe*, 24/06/2020.

<sup>3</sup> Committee for a Responsible Federal Budget, *Covid Money tracker*

<sup>4</sup> Sur les 22 millions d'emplois perdus en mars et avril, 7,5 millions ont été récupérés en mai et juin, laissant donc un déficit à combler de 14,7 millions.

<sup>5</sup> BNP Paribas Eco-Perspectives, section États-Unis, « 2020 : année à haut risque », Janvier 2020

<sup>6</sup> Fonds monétaire international (FMI), *Global Financial Stability Update*, June 2020



## UN REBOND PROGRESSIF MAIS INÉGAL

L'économie se redresse progressivement depuis mars, et le rebond vigoureux du PIB devrait lui permettre de récupérer rapidement le terrain perdu au premier trimestre. Cependant, le choc provoqué par l'épidémie et le confinement a fragilisé un grand nombre de secteurs (notamment les industries exportatrices), de sociétés (les micro entreprises et les PME en particulier) et de ménages (notamment ceux à bas revenus). La banque centrale assouplit prudemment les conditions de crédit et le gouvernement a introduit un plan de relance estimé à environ 5 points de PIB pour 2020. L'investissement public dans les infrastructures reste un instrument privilégié, mais les aides destinées aux entreprises et aux ménages devraient également soutenir la demande privée.

Après s'être effondrée pendant la période du confinement le plus strict en février, l'activité économique s'est progressivement redressée à partir de mars. Le PIB réel a affiché une contraction sans précédent au T1 2020 (-9,8% en rythme trimestriel et -6,8% en glissement annuel) mais son rebond devrait être suffisamment vigoureux pour permettre une récupération de la totalité du terrain perdu dès la fin du T2. La Chine se différencie donc sur ce point de la plupart des autres grands pays de la planète.

Le redressement observé depuis quatre mois a été principalement tiré par un rebond en forme de V de la production dans l'industrie et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier. Cependant, le choc subi a été sévère et laisse des traces. Certains secteurs, notamment ceux dépendant du tourisme et de la demande internationale, sont encore loin d'un retour à la normale. Même temporaires, les pertes de chiffres d'affaires des entreprises, les suppressions d'emplois et les pertes de revenus des ménages devraient continuer de peser sur la demande interne, tandis que les perspectives d'exportation sont assombries par les incertitudes sur la reprise dans les pays développés et par le regain de tensions entre la Chine et les États-Unis. Enfin, le risque de nouvelles résurgences de l'épidémie pèse sur les comportements des consommateurs<sup>1</sup>.

Nos prévisions de croissance à court terme restent donc exposées à d'importants risques baissiers. À l'inverse, elles sont fermement soutenues par les politiques de relance des autorités. Si le plan de soutien initial pouvait paraître relativement modeste, il prend de l'ampleur progressivement et devrait accompagner le redressement de l'activité au-delà du premier rebond.

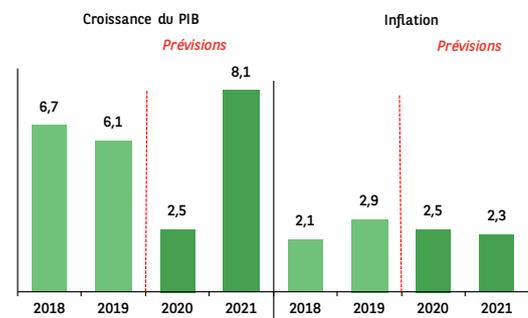
## REBOND DIFFÉRENCIÉ

L'ensemble des indicateurs d'activité attestent d'un redressement continu depuis quatre mois, avec un rebond plus vigoureux de la production industrielle et de l'investissement public que de la demande privée et des services (graphique 2). Ainsi, la production industrielle a renoué avec des taux de croissance positifs en glissement annuel (g.a.) dès le mois d'avril (+3,9% en volume et +4,4% en mai). Sur les cinq premiers mois de 2020, la production industrielle n'était plus que de 2,8% inférieure à ce qu'elle était sur la même période de 2019. La baisse en valeur est plus marquée en raison de la déflation des prix à la production depuis le début de l'année (-1,7% en moyenne en g.a.). Celle-ci a aggravé la détérioration des profits des entreprises industrielles, inférieures de 19% en janvier-mai 2020 par rapport à la même période en 2019.

Du côté de la demande, l'amélioration depuis mars est tirée par l'investissement, en particulier dans les infrastructures publiques, le secteur de la construction et l'immobilier, qui sont soutenus par les mesures de relance des autorités.

<sup>1</sup> Début juin, l'apparition de nouveaux foyers de Covid-19 à Pékin a conduit les autorités à réintroduire des mesures de confinement dans certains quartiers. Les craintes se sont depuis estompées, et le bilan sanitaire officiel montre une épidémie actuellement sous contrôle, avec une courbe des infections aplatie depuis environ deux mois et seulement 58 cas déclarés pour 1 million d'habitants (certains comtés en Chine ont de fait été totalement épargnés).

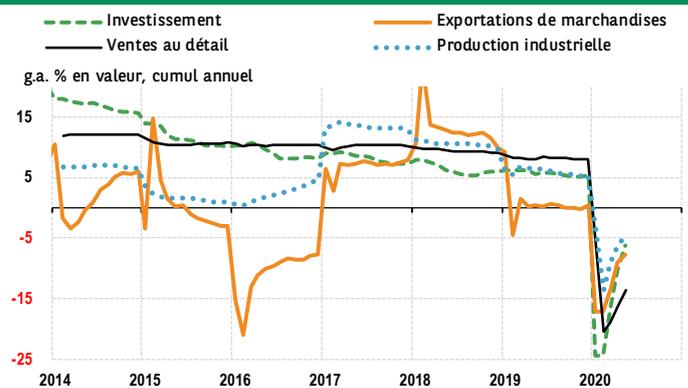
### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### REBOND TIRÉ PAR L'OFFRE, VENTES AU DÉTAIL À LA TRAÎNE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, ADMINISTRATION DES DOUANES

L'investissement dans le secteur manufacturier se redresse beaucoup plus lentement, contraint par les difficultés financières des entreprises, notamment des PME. Les entreprises exportatrices restent particulièrement prudentes. Les données du commerce extérieur montrent, certes, un recul modéré des ventes de marchandises sur la période mars-mai (-2,2% en moyenne en g.a. en dollars courants) après les fortes perturbations du mois de février (-40%), mais les perspectives d'exportation restent mauvaises à court terme.

La consommation privée repart également difficilement, pénalisée par la dégradation du marché du travail (le taux de chômage est resté proche de 6% depuis février, contre 5,2% en 2019) et des revenus des ménages (le revenu disponible par tête a baissé de près de 4% en termes réels en g.a. au T1 2020). En mai, les volumes de ventes au détail se contractaient encore en g.a. (-3,7%) en dépit de l'important rebond des ventes automobiles (+14,7%), tandis que les ventes de biens et services par internet se montraient logiquement plus dynamiques (+13,2%). Les facteurs pesant sur le redressement de la consommation des ménages et les exportations devraient persister à court terme, tandis que les autorités misent d'abord sur les mesures de soutien à l'investissement pour relancer l'économie.

## STIMULUS BUDGÉTAIRE

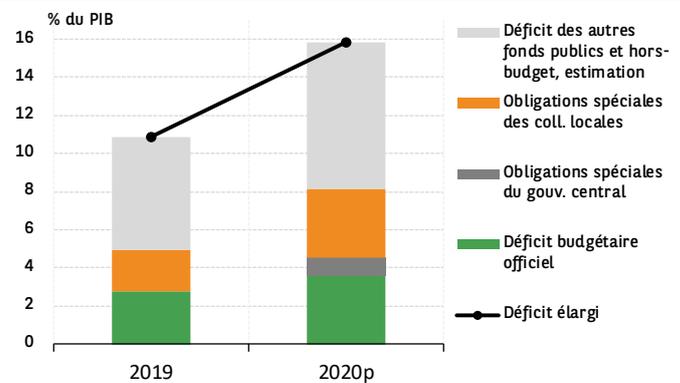
La banque centrale est intervenue depuis le début de la crise du Covid-19 pour répondre aux demandes de liquidités du secteur financier. Elle a assoupli les conditions monétaires et de crédit, et encouragé les banques à couvrir les besoins de trésorerie de leurs clients et à refinancer les prêts existants pour éviter défauts et faillites. Les micro et petites entreprises semblent être au centre des préoccupations des autorités. La croissance des crédits à l'économie (*social financing*) a déjà accéléré de 10,7% en g.a. fin février 2020 à 12,5% fin mai, et devrait atteindre 13% à 14% fin 2020. L'assouplissement des conditions de crédit devrait toutefois rester relativement modéré, la marge de manœuvre de la banque centrale étant fortement contrainte par l'endettement excessif de l'économie.

Le soutien à la croissance reposera davantage sur la politique budgétaire. Les mesures introduites et/ou annoncées depuis février visent à aider les secteurs et les entreprises les plus sévèrement affectés par les conséquences de l'épidémie, à soutenir les revenus des ménages, notamment par la relance de l'emploi, et à stimuler la demande interne. L'investissement public dans les projets d'infrastructures reste l'instrument privilégié, et son rebond est notable depuis déjà deux mois. Les mesures prises directement en faveur des entreprises, de l'emploi et de la consommation privée devraient être mises en œuvre plus progressivement.

À l'issue de la session annuelle du parlement fin mai, le gouvernement a publié son budget pour 2020 et annoncé son objectif de déficit, qui doit atteindre 3,6% cette année contre 2,8% en 2019. Bien qu'il soit à un niveau historiquement élevé, ce déficit laisse supposer un plan de relance très modeste. Cependant, le budget « officiel » du gouvernement sous-estime largement l'ampleur réelle du stimulus et plus généralement de la politique budgétaire chinoise. Celle-ci comporte plusieurs volets. Certains d'entre eux sont inscrits au budget officiel, d'autres le sont dans divers comptes hors de ce budget, notamment : les caisses de sécurité sociale, le fonds financé par l'émission d'obligations « spéciales » du gouvernement central, des fonds spéciaux des collectivités locales et les comptes des véhicules de financement de ces collectivités. Les entreprises publiques peuvent également participer à des mesures de relance. Enfin, des transferts entre les différents comptes sont possibles au cours d'un exercice budgétaire.

En plus de leur objectif de déficit officiel, qui est financé par l'émission d'obligations dites « générales » (environ 70% par le gouvernement central et 30% par les collectivités locales), les autorités ont annoncé les montants d'émissions d'obligations « spéciales » en 2020 qui financeront une partie du budget supplémentaire alloué aux mesures de relance post-Covid.

## DÉFICITS BUDGÉTAIRES : OFFICIEL ET ÉLARGI



GRAPHIQUE 3

SOURCES : GOUVERNEMENT CHINOIS, BNP PARIBAS

Ainsi, le gouvernement central doit émettre des obligations spéciales pour un total de CNY 1000 mds (soit 1% du PIB estimé de 2020)<sup>2</sup>, et le quota d'émissions d'obligations spéciales pour les collectivités locales a été augmenté de CNY 1600 mds pour atteindre CNY 3750 mds (soit 3,6% du PIB estimé de 2020). La dette publique est presque entièrement libellée en renminbis et émise sur les marchés locaux. La dette du gouvernement central reste modérée et ne devrait pas dépasser 20% du PIB en 2020. En revanche, celle des collectivités locales (et de leurs véhicules de financement) est élevée, estimée à environ 50% du PIB.

En additionnant le déficit officiel, les fonds financés par les obligations spéciales et une estimation des autres comptes publics hors budget, le déficit budgétaire « élargi » s'élève à 10,9% du PIB en 2019 et est prévu à 15,9% du PIB en 2020 (graphique 3). Cette hausse de 5 points de PIB donne une idée plus réaliste de l'ampleur du stimulus budgétaire envisagé par les autorités. Celles-ci n'ont pas précisé les montants alloués aux différentes mesures de soutien. On peut néanmoins souligner : les nouveaux investissements dans des projets d'infrastructures, pour un montant estimé à environ 2% du PIB, et les aides directes aux entreprises et aux ménages (pour un montant total estimé à environ 3% du PIB). Ces dernières comprennent notamment des exonérations et réductions de cotisations sociales et d'impôts, et des modifications de l'assurance-chômage pour accélérer les déboursements et couvrir les travailleurs migrants.

Christine Peltier

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Le gouvernement central a eu recours à ce type d'émission obligataire deux fois dans le passé, en 1998 et en 2007.

## UN NOUVEAU RISQUE DE DÉFLATION ?

Comme la grande majorité des économies, le Japon entrera en récession en 2020. Le rebond anticipé en 2021 pourrait être relativement limité. Les derniers indicateurs conjoncturels font état d'une situation économique encore nettement dégradée par rapport à une période normale. Le levier budgétaire est actionné, une nouvelle fois, dans une ampleur importante. Le risque de hausse des coûts de financement en lien avec la hausse attendue de la dette publique devrait être largement atténué par la politique monétaire menée par la Banque du Japon, notamment par le biais de la *Yield Curve Control*.

Le choc pandémique de la Covid-19 intervient alors que la croissance japonaise était déjà fragilisée. Au T4 2019, la hausse du taux de TVA ainsi que le passage d'un violent typhon avaient sensiblement affaibli la demande interne.

### UNE NOUVELLE ANNÉE DIFFICILE SUR LE FRONT ÉCONOMIQUE

Après avoir baissé de 1,9% au T4 2019 en rythme trimestriel (t/t), le PIB japonais s'est contracté de 0,6% au T1 2020. Cette baisse s'explique par un nouveau repli de la consommation des ménages et un recul très marqué des exportations. Le T2 2020 devrait être nettement plus dégradé avec une chute du PIB de l'ordre de 5% (t/t). En effet, les dernières informations dont nous disposons font état de grandes difficultés. L'indicateur Tankan de la Banque du Japon (cf. graphique 1) atteint des niveaux historiquement faibles dans le secteur manufacturier comme dans le secteur non manufacturier. Après un point bas atteint en avril, l'indice des directeurs d'achat (PMI) composite s'est redressé suite à la levée de l'état d'urgence dans l'ensemble du pays à la fin du mois de mai. L'activité économique reste toutefois très détériorée. Le PMI composite japonais était de seulement 38 en juin 2020, après 28 et 26 respectivement en mai en avril.

Au total, nous anticipons une récession au Japon de l'ordre de 5% en 2020 avant un rebond, relativement timide, en 2021 de +2,1%.

### STIMULUS BUDGÉTAIRE ET SOUTIEN MONÉTAIRE

Pour limiter les conséquences négatives de la crise actuelle sur son économie, le gouvernement a mis en place un plan de soutien budgétaire d'ampleur. Le package global, de l'ordre de 20% du PIB, recouvre des soutiens directs aux ménages et aux entreprises ou des transferts vers les gouvernements locaux. Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI)<sup>1</sup>, la dette publique japonaise, qui était déjà la plus élevée au monde avant la pandémie, atteindrait 252% du PIB cette année. Le risque de liquidité ou de solvabilité demeure néanmoins limité car cette dette est détenue dans l'immense majorité par des agents économiques locaux et bénéficie d'une politique monétaire accommodante. À ce titre, la Banque du Japon a amplifié ses mesures d'assouplissement quantitatif. En particulier, l'une de ses missions principales sera d'utiliser l'outil de *Yield curve control* (YCC) afin d'éviter une hausse du coût de financement pour l'Etat japonais. Cette idée est corroborée par le dernier communiqué de politique monétaire de la Banque<sup>2</sup>. Par ailleurs, le plafond d'achat d'ETF (*Exchange traded fund*) a été doublé. Le bilan de la Banque, déjà à 100% du PIB japonais, continue donc de progresser. Ces dynamiques s'inscrivent dans un contexte de risque de déflation, dont le Japon a longuement pâti dans son histoire économique.

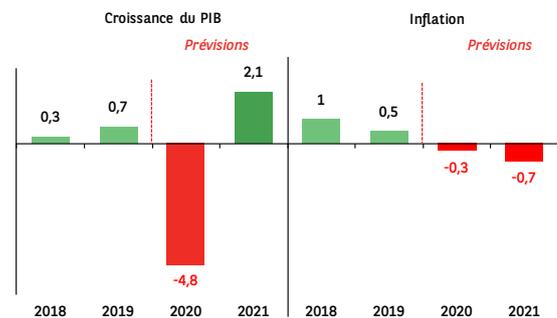
Louis Boisset

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Fiscal monitor: Chapter 1 – Policies to support people during the Covid-19 pandemic, FMI, avril 2020

<sup>2</sup> "The Bank will purchase a necessary amount of Japanese government bonds (JGBs) without setting an upper limit so that 10-year JGB yields will remain at around zero percent", Banque du Japon, juin 2020

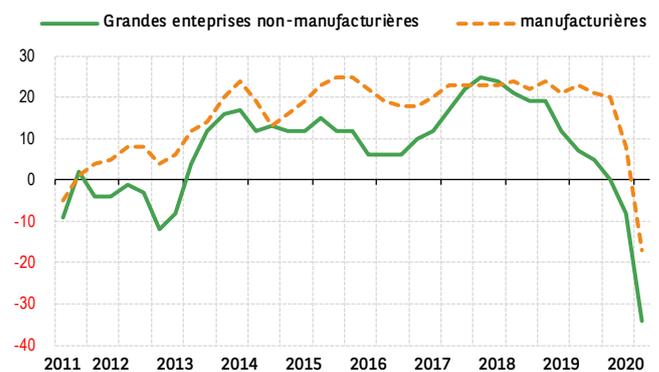
#### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

#### JAPON : INDICATEUR TANKAN



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BANQUE DU JAPON



## ZONE EURO

8

## UNE PERTE D'ACTIVITÉ QUI SERA LONGUE À EFFACER

Alors que dans les pays membres de la zone euro la 1<sup>ère</sup> vague épidémique semble avoir été maîtrisée, ces derniers font désormais face à d'importantes difficultés économiques. Si les dernières nouvelles sur le front des indicateurs avancés de l'activité font état d'un début de redressement, la route sera longue. Les pertes d'activité enregistrées au plus fort de la crise seront difficiles à absorber intégralement. Les politiques publiques sont cruciales. La probabilité est importante de voir, dans les prochains mois, une forte hausse du chômage, notamment de longue durée, et se multiplier les faillites d'entreprises. La Banque centrale européenne assure aux États des conditions de financement très avantageuses. La réponse à l'échelle européenne doit aboutir et le fonds de relance voir le jour rapidement.

Il est encore trop tôt pour connaître l'ensemble des conséquences économiques de la crise sanitaire actuelle. À court terme, la chute de l'activité est massive mais les dernières informations conjoncturelles dont nous disposons semblent indiquer que le pire est derrière nous. Les mois qui suivent seront à haut risque sur le front des licenciements et des potentielles faillites d'entreprises. De plus, si une seconde vague épidémique devait apparaître, l'impact du Covid-19 sur la zone euro pourrait être durable.

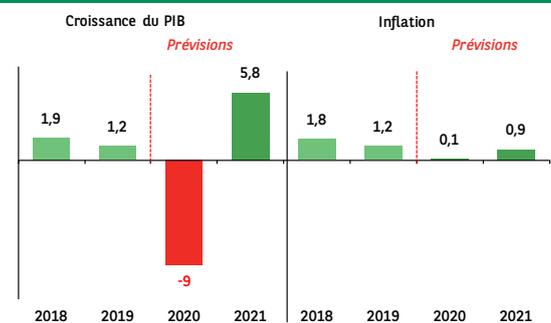
## UNE PERTE D'ACTIVITÉ DURABLE ?

Au T1 2020, la zone euro a connu une baisse marquée de son PIB, de 3,6% (en t/t). Ce repli est supérieur à celui observé au T1 2009, au moment de la grande crise économique et financière. Le T2 2020 devrait enregistrer une chute encore plus prononcée, les populations européennes ayant été confinées plus longtemps au cours de ce trimestre. Le PIB de la zone euro devrait chuter de l'ordre de 13,5% au T2 2020. Déjà en net repli au T1, la demande interne, en particulier la consommation des ménages, devrait être tout particulièrement dégradée. Le rebond mécanique anticipé au 2<sup>nd</sup> semestre 2020 n'effacera pas la perte d'activité enregistrée du 1<sup>er</sup> semestre.

Au total, nous anticipons une croissance de -9,2% pour l'année 2020 en zone euro, puis un rebond en 2021 avec une croissance de +5,8%. La dynamique économique des prochains mois reste très incertaine. Au-delà de l'hypothèse de l'apparition d'une seconde vague épidémique, le rebond de l'activité serait d'autant plus robuste et durable que les agents économiques reprennent confiance. La crainte des ménages (hausse des licenciements, gel des embauches) et des entreprises (risque de liquidité et/ou de solvabilité, atonie de la demande anticipée) vis-à-vis des risques économiques et sanitaires peut conduire à la prolongation de comportements de précaution et à des reports, voire des annulations, des projets d'investissement. En tout état de cause, le PIB de la zone euro ne retrouvera pas son niveau d'avant-crise à l'horizon de notre prévision, fin 2021. Il est possible qu'il reste inférieur à plus long terme, selon le scénario retenu (cas d'une deuxième vague par exemple).

La question de l'impact de cette crise sur le potentiel de croissance reste également ouverte. À la suite de crises, les pays développés sont susceptibles d'enregistrer un ralentissement tendanciel de l'activité, notamment lorsque le choc sur la demande est important et durable. Cela pourrait être le cas aujourd'hui. Le potentiel de croissance de la zone euro pourrait être affaibli par une perte de capacité de production : une hausse marquée des faillites d'entreprises et du chômage de longue durée peut être envisagée. En outre, l'atonie de l'investissement peut peser durablement sur les gains de productivité. Jusqu'ici, les politiques publiques mises en place par les États membres de la zone ont permis de limiter ces conséquences négatives.

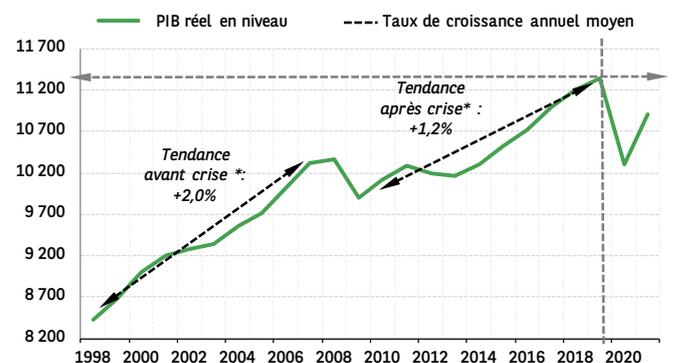
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## PIB RÉEL DE LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCES : AMECO, BNP PARIBAS

## REDRESSEMENT DES INDICATEURS MAIS ACTIVITÉ TOUJOURS DÉGRADÉE

Pour l'heure, le pire semble être passé. Les indicateurs avancés de l'activité dont nous disposons renvoient, dans l'ensemble, un signal moins négatif. Ces indicateurs fournissent des informations statistiques plus en amont sur l'évolution de l'activité. Parmi les plus communément utilisés, on retrouve l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI). Cette enquête, réalisée auprès de



chefs d'entreprises, offre une image fidèle de la santé économique des différents secteurs d'activité. Ainsi, l'indice PMI pour le secteur des services, après avoir atteint au mois d'avril 2020 son niveau le plus bas depuis la création de la zone euro, s'est redressé sensiblement. Il est en juin légèrement inférieur au seuil de 50 (47,3 après 12 en avril), séparant les zones de contraction et d'expansion économique. Le niveau d'activité reste ainsi très dégradé. Le redressement des PMI ne signifie pas que les pertes enregistrées lors des mois de confinement précédents sont effacées. Même constat lorsque l'on observe le sentiment économique : l'indice a rebondi depuis son point bas d'avril mais reste à un niveau faible au regard du passé. Enfin, la confiance des consommateurs, qui se redresse également depuis avril, sera déterminante. Si certains ménages ont subi des pertes de salaires, celles-ci ont été limitées pour d'autres par les mesures mises en place (dispositifs d'activité partielle notamment). Dans la mesure où une partie de la consommation était contrainte pendant le confinement (biens non essentiels) et pourrait le rester dans certains secteurs (services de loisirs), une épargne dite « forcée » a été constituée et pourrait être utilisée en phase de reprise (pour un effet bénéfique à la fois sur l'activité et sur les finances publiques). Une reprise robuste de la consommation des ménages dépendra de leur confiance dans la situation économique, et dans la réponse apportée par les politiques budgétaires qui devraient aller dans ce sens afin d'éviter tout comportement de précaution. Un manque de confiance et d'opportunité de consommation devrait faire augmenter sensiblement le taux d'épargne des ménages, qui atteindrait 19% du revenu disponible brut en zone euro en 2020. Ce niveau est nettement supérieur à la moyenne de long terme, de l'ordre de 13%.

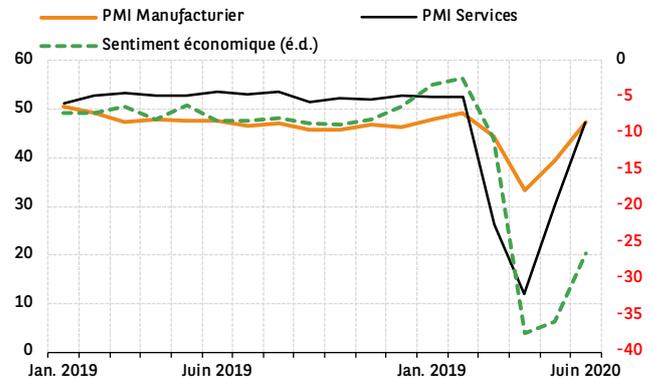
## BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE : PLUS ET POUR PLUS LONGTEMPS

« Our reaction function should nonetheless be clear: the ECB will respond to any significant tightening in financing conditions for as long as the negative effects of the COVID-shock persist »<sup>1</sup>. Dans cette crise, la Banque centrale européenne (BCE) a adopté, et conservera, une approche flexible. À ce titre, l'institution monétaire de Francfort a augmenté l'enveloppe de rachats de titres dans le cadre de son programme d'urgence PEPP (*Pandemic Emergency Pandemic Programme*), qui atteint désormais EUR 1350 mds. L'horizon du PEPP a également été étendu à fin juin 2021 et les remboursements, au titre du principal, des titres arrivant à échéance, seront réinvestis au moins jusqu'à fin 2022. De plus, les conditions assorties aux opérations de refinancement à long terme ciblées des banques de la zone euro (TLTRO-III) ont une nouvelle fois été assouplies. Pour les établissements de crédit qui dépasseront les seuils de performance en matière d'octroi de prêts, le taux des nouvelles TLTRO-III ne sera pas calculé à partir du taux moyen des opérations principales de refinancement mais de celui de la facilité de dépôt. Ainsi, sur la base du niveau actuel du taux de la facilité de dépôt, (-0,5%), le taux d'intérêt des nouvelles TLTRO III s'établirait, par exemple, à -1%.

L'agrégat monétaire M3 a sensiblement accéléré depuis le début de l'année 2020. Le crédit aux administrations publiques explique une large part de cette dynamique, sous l'influence notamment de l'intensification des rachats de titres souverains par l'Eurosystème. L'accélération marquée des crédits aux entreprises non financières pourrait refléter uniquement des besoins de liquidité à court terme<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> The price of uncertainty and uncertainty about prices: monetary policy in the post-Covid-19 economy, Discours de Fabio Panetta, 1<sup>er</sup> juillet 2020  
<sup>2</sup> Euro area bank lending survey, Banque centrale européenne, T1 2020

### ZONE EURO: INDICATEURS CONJONCTURELS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MARKIT, COMMISSION EUROPÉENNE

Malgré l'expansion monétaire, l'inflation totale baisse nettement (+0,1% en mai après 1,4% en janvier) sous l'effet de la faiblesse des prix de l'énergie, tandis que la composante sous-jacente reste atone. Ces développements seront à suivre de près.

## RÉPONSE EUROPÉENNE : ENCORE UN PETIT EFFORT

L'Europe semble aujourd'hui davantage proactive et contracyclique qu'elle ne l'était par le passé. La Commission européenne a notamment formulé ses propositions concernant le futur fonds de relance (*Recovery Fund*), doté de EUR 750 mds. Il s'agit d'une avancée remarquable qui va au-delà du budget européen, celui-ci ne tenant pas compte de l'état de la conjoncture économique. Le financement du fonds est basé sur une émission de dette sur les marchés financiers au nom de l'Union européenne. Le plan global comprend une part conséquente de transferts (EUR 500 mds), soit environ 3,5% du PIB de l'UE à 27 pays. Ces transferts seront versés au cours des premières années du prochain budget de l'UE, entre 2021 et 2024, et ne devront pas être remboursés individuellement. Les EUR 250 mds restants seront distribués sous forme de prêts aux États membres. Cette proposition de fonds de relance, si elle est acceptée par l'ensemble des autres États membres, ne fera pas de l'Europe une union budgétaire. Néanmoins, un accord rapide entre les 27 est nécessaire et attendu.

**Louis Boisset**

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)



## ALLEMAGNE

10

## UNE REPRISE MOUVEMENTÉE MALGRÉ UNE VIGOUREUSE RELANCE BUDGÉTAIRE

Avec la levée progressive des restrictions liées au confinement, l'activité économique a donné des signes de rebond. Le plan de relance du gouvernement pourrait donner un nouveau coup de fouet à la croissance et contribuer également à réduire les émissions de dioxyde de carbone. La perspective d'un programme de relance de l'UE est une bonne nouvelle pour le secteur manufacturier allemand orienté vers les exportations. Cependant, en l'absence de vaccin contre le Covid-19 ou de traitements plus efficaces, la reprise sera probablement semée d'embûches. Le PIB ne devrait pas retrouver ses niveaux de pré-coronavirus d'ici 2022.

## AMÉLIORATION DU MORAL GRÂCE À LA LEVÉE DES RESTRICTIONS

Le climat économique s'est nettement détérioré au cours des trois derniers mois en raison des mesures de confinement adoptées pour endiguer la pandémie de Covid-19. Il existe, néanmoins, de profondes différences d'un secteur à l'autre. En mai, la production dans l'industrie manufacturière a reculé de 23,7 % par rapport à l'année dernière. Le bâtiment, en revanche, a été l'une des activités les moins touchées et la production a même été légèrement supérieure au niveau de mai 2019. Dans le secteur du commerce de détail, les magasins de vêtements ont été particulièrement affectés, avec une chute du chiffre d'affaires de 21,3 % en mai par rapport à l'année dernière après plus de -70% au mois précédent. Quelques grands gagnants se détachent néanmoins dans ce secteur. Les bars et les restaurants étant fermés, les magasins d'alimentation ont enregistré une augmentation des ventes de plus de 10 % en mai et les ventes en ligne ont progressé de plus de 30 % par rapport à l'année dernière.

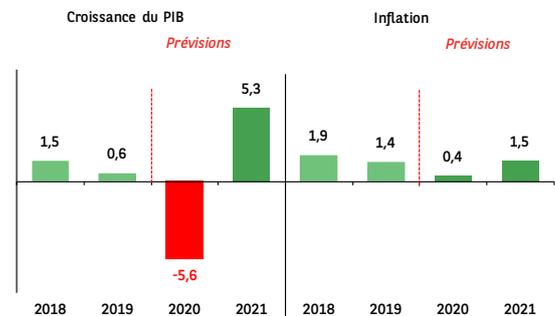
Le creux est probablement derrière nous. Suite au ralentissement des nouveaux cas de coronavirus, les Länder allemands ont, chacun à son rythme, progressivement levé les restrictions liées au confinement, depuis la fin avril. La réouverture progressive des entreprises a certainement contribué à l'amélioration du sentiment économique. La confiance des ménages, qui a augmenté en mai et en juin, devrait, d'après les prévisions, poursuivre son redressement en juillet. De plus, l'indice Ifo sur le climat des affaires a progressé en juin pour le deuxième mois consécutif, porté par le rebond des anticipations (graphique 2). Cependant, l'évaluation des conditions actuelles a poursuivi son repli dans le secteur manufacturier.

## PRÉPARER LE MONDE POST-PANDÉMIE

Avec l'entrée du pays en confinement, en mars, le gouvernement fédéral a lancé un important plan d'urgence d'un montant de EUR 750 mds, en grande partie centré sur la protection de l'emploi et du revenu. Élément central de ce plan, le dispositif de chômage partiel (Kurzarbeit) aux termes duquel l'Agence fédérale pour l'emploi verse 60 % à 67 % des salaires des travailleurs dont le temps de travail a été réduit. Ce dispositif s'est révélé très efficace pour protéger les emplois lors de la grande récession de 2008-2009. Le plan d'urgence prévoit également des mesures de soutien à la liquidité et des garanties de prêt pour les entreprises.

À cela s'ajoute un programme de relance, dévoilé par le gouvernement début juin, d'un montant de EUR 130 mds. Selon les estimations de la Bundesbank, ce programme devrait faire progresser la croissance d'un point de pourcentage en 2020 et de 0,5 pp en 2021. Le programme vise,

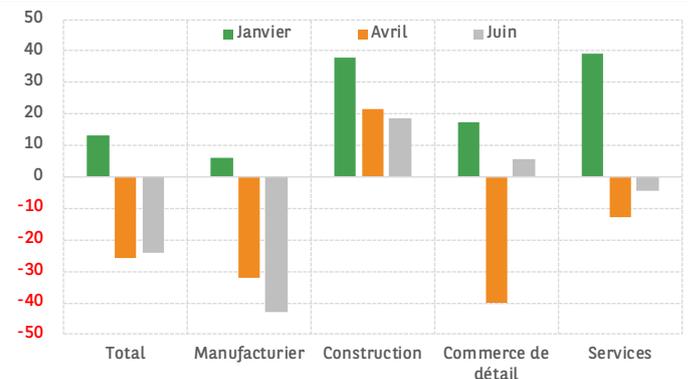
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## LA SITUATION ACTUELLE S'AMÉLIORE POUR LES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ENQUÊTE IFO - SITUATION ACTUELLE

en premier lieu, à encourager les dépenses des ménages. La mesure phare de ce plan est la baisse temporaire de la TVA, de 19 % à 16 % pour le taux standard et de 7 % à 5 % pour le taux réduit entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 31 décembre. Le programme comprend également un versement unique de EUR 300 par enfant et une réduction de la facture d'électricité grâce à la baisse de la taxe pour les énergies renouvelables.

Ce train de mesures prévoit, en outre, d'importants transferts en faveur des entreprises grâce à un programme de soutien du crédit, d'un montant de EUR 25 mds, destiné aux petites entreprises ayant enregistré une chute de leur chiffre d'affaires de plus de 60 % entre



juin et août. Les entreprises du secteur de l'hôtellerie-restauration devraient notamment bénéficier de ces aides. Par ailleurs, le plafond du report de perte fiscale sera temporairement relevé de EUR 1 million à EUR 5 millions, au titre des pertes en 2020 et 2021.

Le gouvernement entend, par ailleurs, faire de cet ensemble de mesures un instrument de politique environnementale. Un montant de EUR 50 mds a ainsi été affecté au financement de la recherche concernant des technologies prometteuses comme l'hydrogène. Il souhaite, en outre, encourager l'utilisation des véhicules électriques en augmentant le nombre de bornes de recharge. De plus, les acquéreurs d'un véhicule tout électrique, dont le prix affiché est au maximum de EUR 40 000, bénéficieront d'un bonus écologique de EUR 9 000, dont EUR 6 000 versés par l'État et EUR 3 000 par les constructeurs automobiles. Le gouvernement a toutefois refusé d'étendre ce bonus aux voitures thermiques.

Les autorités sont, néanmoins, parfaitement conscientes que l'industrie manufacturière allemande, qui est orientée vers les exportations, ne pourra se redresser tant que la reprise se fera attendre dans les pays voisins. Aussi la chancelière Angela Merkel s'est-elle montrée très favorable au plan de relance de la Commission européenne d'un montant de EUR 750 mds. L'exercice, par l'Allemagne, de la présidence tournante du Conseil européen au second semestre 2020 est, à cet égard, une bonne nouvelle.

## UNE REPRISE SEMÉE D'EMBÛCHES

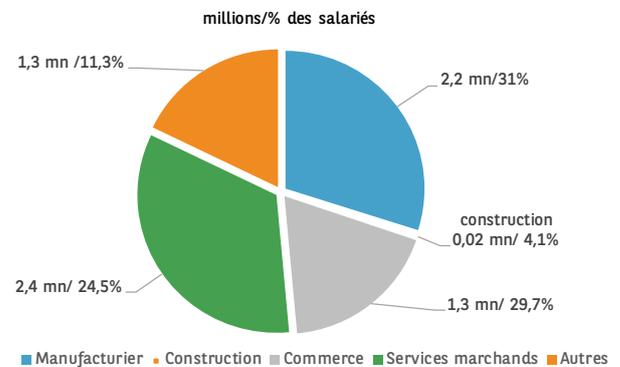
Quels que soient les signes évidents de rebond, la reprise va probablement rester lente et difficile, au moins tant qu'un vaccin ou de meilleurs traitements contre la Covid-19 n'auront pas été trouvés. En attendant, d'importantes restrictions seront maintenues, qui continueront à peser directement sur les gains de productivité. Comme la peur du virus va probablement freiner les investissements industriels et les dépenses de recherche et développement, la croissance potentielle s'en trouvera probablement pénalisée.

Du côté de la demande, le rebond actuel des dépenses de consommation pourrait rapidement tourner court, les consommateurs restant sur leurs gardes face au virus. De plus, la détérioration des perspectives d'emploi va probablement conduire à une augmentation de l'épargne de précaution. Le taux d'épargne pourrait se maintenir à un niveau relativement élevé.

Les conditions se sont considérablement dégradées sur le marché du travail. En mai, l'emploi s'est replié de 1 % par rapport à l'année dernière et le taux de chômage est passé à 4,4 %, contre 3 % en mai 2019. De plus, le nombre d'heures travaillées a fortement baissé en raison du recours massif au dispositif de chômage partiel. À la fin mai, les demandes déposées en vue de bénéficier de ce dispositif concernaient plus d'un tiers de l'ensemble des salariés (cf. graphique 3). Une partie pourrait se retrouver entièrement au chômage. Néanmoins, le taux de chômage ne devrait atteindre son point culminant que l'année prochaine.

La rémunération par salarié est appelée à diminuer en 2020 en raison de la forte baisse des heures travaillées. Cependant, cette diminution est largement compensée par la hausse des indemnités de chômage partiel. Les rémunérations salariales pourraient de nouveau augmenter en 2021, avec la réduction du chômage partiel. Cependant, la croissance salariale va probablement rester modérée car le nombre grandissant de chômeurs limitera le pouvoir de négociation des syndicats.

### PLUS DE 7 MILLIONS DE SALARIÉS EN CHÔMAGE PARTIEL EN MAI



GRAPHIQUE 3

SOURCE : IFO

Les marges bénéficiaires resteront probablement comprimées en 2020 : devant la morosité de la demande, les entreprises ont en effet du mal à répercuter les coûts liés au Covid-19 sur les prix de vente. L'inflation va fortement reculer en 2020, en raison de la baisse des prix de l'énergie et de la TVA. Elle pourrait augmenter de nouveau en 2021, avec le retour des prix de l'énergie et de la TVA à leurs niveaux antérieurs.

Après avoir dégagé un excédent égal à 1,4 % du PIB en 2019, l'Allemagne accusera un important déficit en 2020, de l'ordre de 6 % du PIB, dû au plan d'urgence. Les recettes fiscales seront, par ailleurs, décevantes et les dépenses de protection sociale vont augmenter. Cependant, avec le redressement graduel de l'économie, le déficit devrait être limité à 3 % du PIB en 2021. Le ratio de dette sur PIB, qui avait été progressivement ramené à 60 % au cours des années précédentes, pourrait atteindre 80 % vers la fin de 2021.

Les risques entourant notre scénario sont équilibrés. Parmi ceux à la hausse figure la découverte possible d'un traitement efficace et/ou d'un vaccin, ce qui aurait pour effet de stimuler la demande finale. S'agissant des risques à la baisse, une deuxième vague de contagion pourrait de nouveau plonger l'économie dans la récession. Cependant, un nouveau confinement généralisé est peu probable. Les tensions géopolitiques pourraient, en outre, s'intensifier, en particulier, à l'approche de l'élection présidentielle aux États-Unis et de la finalisation du Brexit. Les répercussions pourraient être très dommageables sur l'important secteur manufacturier allemand.

**Raymond Van der Putten**

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)



## VOU U ? U OU V ? ENTRE LES DEUX, LA REPRISE BALANCE

Après un choc récessif massif, l'économie française donne, depuis mai, des signes d'un redressement assez rapide, au point de réveiller les espoirs d'une reprise en V. Le rebond de l'indice composite PMI de Markit et de la consommation des ménages en biens est spectaculaire et encourageant. Mais il est largement mécanique et va se tasser à mesure que l'effet rattrapage s'estompera. L'écart restant par rapport au niveau d'avant-crise sera probablement comblé plus lentement que le terrain déjà regagné. En cause : l'hétérogénéité sectorielle, le risque sanitaire, les séquelles de la crise. Selon nos prévisions, la reprise aurait un profil en U (-11,1% en 2020, +5,9% en 2021). Nous voyons les risques équilibrés, notamment grâce aux mesures de soutien déjà prises et en préparation.

### L'AMPLEUR DU CHOC SUR LE PIB

D'après la première estimation de l'INSEE, le PIB français s'est contracté de 5,8% t/t au T1 2020. Cette baisse donne un premier aperçu de l'ampleur du choc récessif provoqué par la pandémie de Covid-19 et les mesures de confinement instaurées pour l'endiguer. Revue à -5,3% t/t en deuxième estimation, cette baisse est la plus importante jamais enregistrée depuis 1949, égalant le record de -5,3% t/t du T2 1968. Au niveau des composantes du PIB, seules les variations de stocks ont apporté une contribution positive. Consommation des ménages, consommation publique, investissement, exportations et importations ont lourdement chuté.

La contraction du T1 n'est toutefois qu'un avant-goût de celle attendue au T2. Le T1 porte, en effet, la trace d'une quinzaine de jours de confinement quand le T2, en plus de l'acquis négatif, porte la trace d'un mois entier de confinement – avril – plus une dizaine de jours en mai. De plus, la sortie du confinement a été progressive. Dans sa note de conjoncture du 27 mai, l'INSEE a d'abord avancé le chiffre de -20% t/t avant de le rehausser à -17% t/t dans sa mise à jour du 17 juin. Début juin, la Banque de France prévoyait une contraction autour de 15% t/t (prévision que nous retenons), légèrement révisée à 14% début juillet.

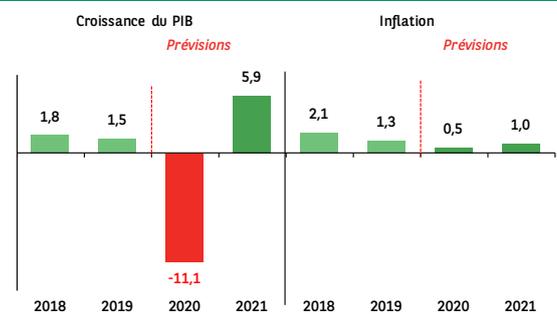
L'ampleur du choc, comparable à l'Espagne et à l'Italie mais plus importante qu'en Allemagne, tient à la sévérité et à la longueur du confinement, à la structure sectorielle de l'économie française (poids des services marchands) et à l'arrêt quasi-total de certains secteurs, en début de confinement, quand ils ont continué de fonctionner, même au ralenti, dans d'autres pays (exemple du BTP).

### LES SIGNES D'UNE AMORCE DE REPRISE EN V

La chute du PIB au T2 masque des évolutions mensuelles très différentes. L'essentiel du plongeon de l'activité s'est produit en avril, marquant le creux, et mai marque le début du redressement. D'après certains indicateurs, il est aussi spectaculaire que la chute qui l'a précédé et il a réveillé les espoirs d'une reprise en V, c'est-à-dire d'un retour rapide au niveau d'avant-crise.

C'est le cas, en premier lieu, de l'enquête sur le climat des affaires de Markit. En juin, l'indice composite PMI a, en effet, rebondi de 19 points (estimation préliminaire), après déjà +21 points en mai. Il atteint ainsi 51,3 et repasse donc, légèrement, au-dessus de la barre des 50, soit en zone d'expansion ; ce retour vaut pour le secteur manufacturier (52,1) comme pour les services (50,3). Ce faisant, l'indice composite revient aussi quasiment à son niveau d'avant-crise (52, au tournant de 2019-2020), après donc avoir récupéré la quasi-totalité du terrain perdu en

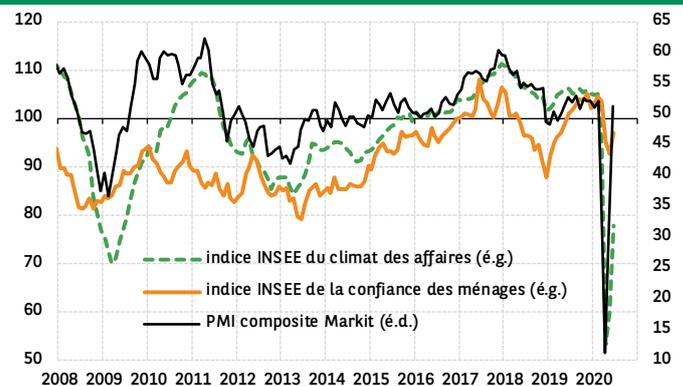
#### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

#### ENQUÊTES DE CONFIANCE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, MARKIT, BNP PARIBAS

mars-avril (-41 points). Ces résultats, une fois n'est pas coutume, sont meilleurs que ceux de l'Allemagne et de la zone euro dans son ensemble.

Un certain nombre d'indicateurs d'activité ont également enregistré un rebond spectaculaire : en mai, +37% m/m pour la consommation des ménages en biens, +76% m/m pour les déclarations d'embauche de plus d'un mois hors intérim<sup>1</sup>, +60% m/m pour les créations d'entreprises ; en juin, +79% m/m (après +384% m/m en mai) pour les immatriculations de voitures particulières neuves, qui retrouvent ainsi leur niveau de

<sup>1</sup> La baisse du nombre des demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A est moins impressionnante (-3,3% m/m) mais nous voyons d'un bon œil qu'il y ait un premier signe de reflux dès le mois de mai.



février. Par ailleurs, d'après la première édition du baromètre de la reprise du Boston Consulting Group, la France aurait, comparativement à l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni, redémarré le plus vite entre la mi-avril et la mi-juin, du point de vue des entreprises comme des consommateurs<sup>2</sup>.

La chute d'activité entre la mi-février et la mi-avril ayant été plus importante, le bilan net est toutefois défavorable : la France a le moins rattrapé le terrain perdu. Dans le même registre, la consommation des ménages en biens reste 9% en-deçà de son niveau de fin 2019, les déclarations d'embauche 50% et les créations d'entreprise 25%. La reprise en V semble en bonne voie d'après ces indicateurs mais moins pour d'autres, comme les exportations de biens et la production (rebond plus limité de, respectivement, 17% et 20% m/m en mai). Ces chiffres rappellent le chemin qui reste à parcourir : le rebond en mai ne présage pas de la suite, le « V » n'est pas complet ni acquis. Autre illustration de la même question : d'après la dernière estimation de l'INSEE, l'activité était, en juin, 12% en-deçà de son niveau en situation « normale » (9% pour la Banque de France). L'amélioration par rapport à avril et mai est sensible (perte d'activité estimée à 30% et 22%, respectivement) mais continuera-t-elle sur ce rythme les prochains mois ? Les 12% de perte qui restent à combler le seront-ils aussi rapidement ? Ce n'est pas sûr, la marche à franchir est haute.

## LES RAISONS DU U

Le signal moins optimiste des enquêtes de l'INSEE vient également tempérer les espoirs de reprise en V. En mai, l'amélioration de l'indice composite du climat des affaires était restée limitée (+7 points). Son redressement de 18 points en juin, bien qu'important, le laisse donc à un niveau seulement moins bas : à 78, il reste très en-deçà de sa moyenne de référence 100 (qui correspond au taux de croissance tendanciel de l'économie) et il a rattrapé à peine la moitié du terrain perdu en mars-avril (-52 points). Autre détail en demi-teinte à retenir : l'écart entre le vif redressement des soldes d'opinion relatifs aux évolutions futures et l'absence d'amélioration de ceux relatifs aux évolutions passées. La situation du côté de la confiance des ménages est, en apparence, meilleure. En juin, l'indicateur qui la synthétise se situe à 97, bien plus près du seuil des 100 que le climat des affaires. Or ce n'est pas à la faveur d'un rebond plus important (+4 points), mais au fait qu'elle ne s'est pas autant écroulée pendant le confinement (-11 points). De plus, si les ménages se montrent nettement plus optimistes concernant l'opportunité de faire des achats importants, ils se montrent encore un peu plus pessimistes vis-à-vis des évolutions du chômage.

L'incertitude sur le profil de la reprise reste grande. On s'attend à des rythmes de croissance très élevés au T3 (possiblement à deux chiffres) et, dans une moindre mesure, au T4 mais il s'agit d'un rebond largement mécanique. Il va se tasser à mesure que l'effet rattrapage va s'estomper, comme le souligne la Banque de France dans sa note de conjoncture de juillet. D'où un profil de croissance decrescendo, une sorte de reprise « tango » : vite, vite, lent.

Dans ce schéma, le retour au niveau d'avant-crise s'étire dans le temps. Il n'est pas envisagé avant 2022. C'est cette progressivité qui est derrière l'image de reprise en U (même s'il serait plus juste de parler de profil en « racine carrée » ou « aile d'oiseau »). Une première raison est l'hétérogénéité sectorielle : tous les secteurs ne sont pas logés à la même enseigne en termes de vitesse de retour à la normale.

## LES MESURES EN FAVEUR DE L'EMPLOI

Dans le cadre du plan d'urgence, le dispositif de chômage partiel a été très nettement renforcé pour inciter les entreprises à conserver leur main d'œuvre. Pendant le confinement, la générosité du dispositif s'est située dans 1/ la prise en charge totale par l'Etat et l'Unédic de l'indemnité versée par les entreprises (qui porte sur 70% du salaire brut, sans descendre en-deçà du Smic), 2/ la hauteur du plafond des salaires pris en charge (jusqu'à 4,5 Smic), 3/ l'étendue de la couverture (salariés, employés à domicile, VRP). Une réduction par étapes de cette générosité est désormais engagée. Depuis le 1<sup>er</sup> juin, sauf pour les entreprises fermées pour raisons sanitaires, la prise en charge est de 100% sur 60% du brut. À partir du 1<sup>er</sup> octobre, la prise en charge pour l'entreprise passe à 60% de ce qu'elle verse et le salarié touchera 60% de son brut (72% du net) contre 70% (84%) actuellement (100% toujours pour un salarié au Smic), pour une durée de trois mois, renouvelable une fois.

Ce dispositif de base se double, depuis le 1<sup>er</sup> juillet, d'un dispositif d'activité partielle de longue durée (APLD), plus incitatif (les niveaux de prise en charge sont ceux en vigueur au 1<sup>er</sup> juin) et destiné aux secteurs confrontés à une sous-activité durable. Il doit être soumis à un accord d'entreprise ou de branche, de six mois minimum à deux ans maximum, et validés par les Directe.

Dans le cadre du plan de relance, l'emploi des jeunes fait l'objet d'une attention particulière. Début juin, un plan de soutien à l'apprentissage a été annoncé. Sa mesure phare est une forte hausse de l'aide à l'embauche pour qu'il ne coûte rien ou presque à l'entreprise la première année de formation. D'autres mesures visant plus largement l'emploi des jeunes sont en cours d'arbitrage. Deux options sont sur la table : une prime à l'embauche, une exonération de charges salariales. Des concertations sont également à l'agenda sur la formation et la réforme de l'assurance-chômage.

SOURCES : GOUVERNEMENT FRANÇAIS, PRESSE, BNP PARIBAS

C'est très clair dans la troisième édition de l'enquête Acemo-Covid réalisée par la Dares, dont on retiendra également la préoccupation, en hausse, des entreprises vis-à-vis du manque de débouchés<sup>3</sup>. Une autre raison est que la pandémie de Covid-19 n'est pas terminée, ni donc les freins et surcoûts à l'activité et les comportements attentistes et précautionneux associés. Enfin, les séquelles de la crise (défaillances, chômage, endettement, épargne de précaution, moindre productivité) risquent d'être importantes, malgré les mesures d'urgence déployées pour amortir le choc récessif, pesant aussi sur la reprise. Cette dernière nécessite donc d'être soutenue. Dans l'attente du plan global de relance, d'importantes mesures sectorielles ont déjà été annoncées et celles en faveur de l'emploi seront bientôt toutes connues (cf. encadré).

**Hélène Baudchon**

[hélène.baudchon@bnpparibas.com](mailto:hélène.baudchon@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> BCG, Baromètre de la reprise économique, 1<sup>ère</sup> édition, 26 juin 2020

<sup>3</sup> dares\_acemo\_covid\_synthese\_juin\_2020.pdf



## L'ÉPIDÉMIE SE PROPAGE À L'ÉCONOMIE

L'épidémie de Covid-19, qui a frappé l'Italie avant les autres pays de l'Union européenne, a eu des effets très dommageables sur l'économie. Au premier trimestre 2020, le PIB réel a chuté de 5,3 %. La contraction a touché des pans entiers de l'économie, en particulier, l'industrie manufacturière, les services et la construction. La contribution de la demande intérieure a été négative (-5,5 %). Les ménages italiens ont redoublé de prudence, réduisant les dépenses au-delà de la baisse du revenu : la propension à épargner a, ainsi, grimpé à 12,5 %. La pandémie a durement frappé le marché du travail : les catégories défavorisées, comme les travailleurs peu qualifiés, ceux aux contrats précaires et les jeunes ont été les plus durement affectés par le confinement.

### UNE CONTRACTION DE GRANDE AMPLITUDE

L'Italie a été le premier pays européen touché par l'épidémie de Covid-19. Le gouvernement italien a rapidement réagi, en donnant la priorité à l'aide aux ménages et aux entreprises avec l'adoption d'un programme complet, qui a entraîné un gonflement du déficit public 2020 de EUR 75 mds. Les mesures prises pour contenir la propagation du virus ainsi que l'aggravation de la situation au niveau mondial ont eu un important impact sur l'économie qui, au début de 2020, ne s'était pas encore totalement remise des deux précédentes récessions. Au T1, le PIB réel a reculé de 5,3 % en termes réels, se repliant à 10 % en dessous du niveau de 2008.

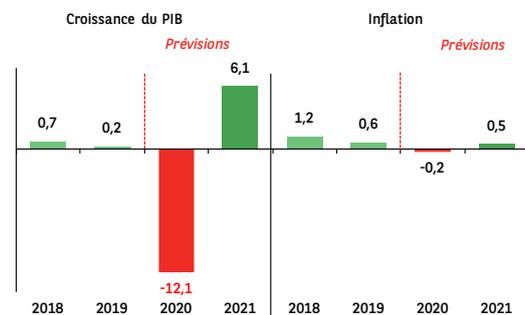
La contraction économique a été générale. En raison du confinement de l'ensemble de la population, la valeur ajoutée des services a diminué de près de 4,5 %. Le secteur du tourisme, qui représente plus de 5 % de la valeur ajoutée totale, a également pâti de la baisse notable des dépenses des voyageurs étrangers, qui ont chuté d'environ 40 % (t/t) en termes réels, expliquant la contraction de 1 % du PIB global. Le chiffre d'affaires des hôtels et restaurants s'est effondré de près de 25 % en glissement annuel.

La fermeture de secteurs productifs, représentant près de 30 % de la valeur ajoutée nationale, ainsi que le ralentissement significatif du commerce mondial, ont eu un impact sévère sur l'industrie italienne, qui avait déjà reculé de plus de 1,5 % au cours des dix-huit mois précédents. Au T1 2020, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a chuté de plus de 9 %. La production de moyens de transport, d'articles textiles, de vêtements et de chaussures s'est repliée de près de 20 %, tandis que le secteur pharmaceutique a été le seul à enregistrer une légère hausse de l'activité par rapport au dernier trimestre 2019.

Au T1, la valeur ajoutée du secteur de la construction s'est inscrite en retrait de près de 6 %. Entre 2015 et 2019, ce secteur a connu une reprise tout juste modérée, après la forte contraction enregistrée au cours des deux dernières récessions, si bien que la valeur ajoutée se situe aujourd'hui à 40 % en dessous du niveau de 2008.

D'après les indicateurs disponibles, le repli devrait être encore plus prononcé au T2, même si le ralentissement de la contagion a permis la réouverture des activités économiques au début du mois de mai. En avril, la production manufacturière a baissé de plus de 20 % (m/m). À la mi-mai, la consommation de gaz à des fins industrielles était en repli de près de 15 % et la consommation d'électricité, de 6 % par rapport à l'année dernière. Quant à la confiance des ménages et des chefs d'entreprises, elle ne s'est redressée qu'en partie en juin par rapport à la chute impressionnante enregistrée en mai, se maintenant à un niveau bas au vu des données historiques. Des mesures complémentaires sont à l'étude pour soutenir la reprise, qui devrait être modérée au second semestre de cette année.

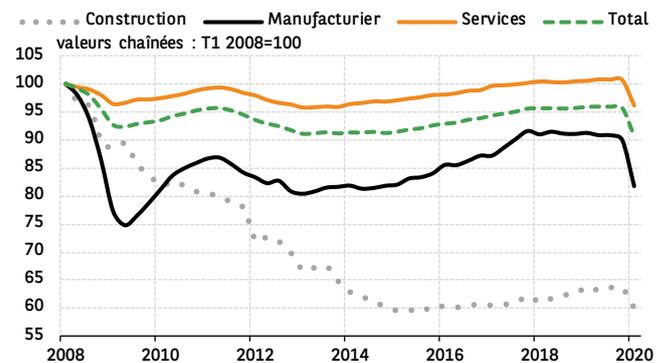
### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### VALEUR AJOUTÉE PAR SECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DONNÉES ISTAT, CALCULS BNP PARIBAS

### CHUTE DE LA CONSOMMATION ET DE L'INVESTISSEMENT

Au T1, la contribution de la demande intérieure hors stocks à la croissance trimestrielle du PIB a été négative de 5,5 %. La consommation privée a reculé de 6,6 %. Les ménages italiens sont devenus extrêmement prudents. Au T1, le revenu disponible brut a chuté de près de EUR 5 mds, soit moins que prévu étant donné que la fermeture de secteurs économiques a concerné environ 35 % des

emplois, tandis que la consommation a baissé de plus de EUR 17 mds. Les ménages italiens ont, en partie, bénéficié des mesures approuvées par le gouvernement en vue de soutenir leur revenu (extension des indemnités de chômage, allocations versées aux travailleurs les plus impactés, report des échéances fiscales et sociales, entre autres). Au T1, la propension à épargner des ménages italiens est passée de 7,9 % à 12,5 %, soit le chiffre le plus élevé de ces quinze dernières années.

La contribution négative de la demande intérieure tient également à la baisse des investissements (-8,1 %), les dépenses en machines-outils et en équipements reculant de 12,4 % et celles en moyens de transport, de 21,5 %. Entre janvier et mars, les entreprises italiennes ont réduit leurs investissements d'environ EUR 4 mds, malgré l'octroi d'une garantie de l'État jusqu'à concurrence de EUR 500 mds pour faciliter l'accès au crédit bancaire. La valeur ajoutée des entreprises a reculé de près de EUR 15 mds, sous l'effet de la contraction des exportations, plus importante que celle des importations (-8 % et -6,2 %), avec une contribution négative de 0,8 % des exportations nettes à la baisse du PIB.

## L'IMPACT DU COVID-19 SUR L'EMPLOI

Le marché du travail a été particulièrement frappé par la pandémie. Selon certaines estimations de l'OIT, le nombre d'heures de travail perdues au niveau mondial, au T2 2020, suite au confinement ou à la réduction des activités économiques, représente 365 millions d'équivalents temps plein. La particularité de la crise actuelle par rapport aux précédentes ne réside pas tant dans son impact absolu que dans le fait qu'elle a principalement affecté nombre de catégories déjà fragiles, comme les travailleurs faiblement qualifiés, ceux ayant des contrats précaires et les jeunes. Cela aura des effets importants de moyen à long terme au plan mondial et devrait entraîner une sérieuse diminution des revenus futurs des ménages, avec des conséquences notables, également, sur les inégalités et la cohésion sociale.

Les auteurs d'une étude récente, menée dans les pays de l'UE, ont analysé les effets sur l'emploi des mesures de lutte contre la contagion, impliquant, dans leur grande majorité, la fermeture des activités jugées non essentielles et l'imposition de sévères restrictions sur les autres. Les activités le permettant pouvaient être poursuivies en télétravail.

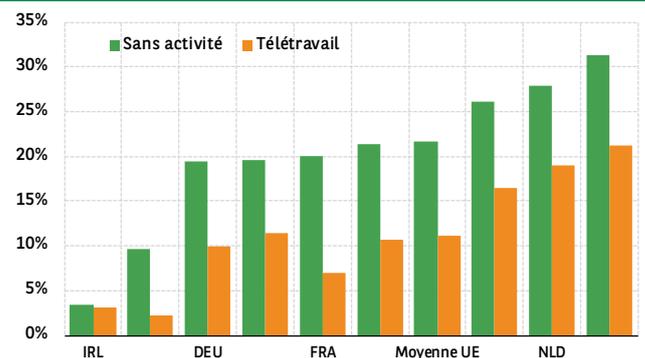
En Italie, dans la phase aiguë de la contagion, les salariés des secteurs mis à l'arrêt, sans possibilité de recourir au télétravail, représentaient 11,5 % du total (contre 10 % en moyenne dans l'UE, 14,5 % en Espagne, 9,5 % en France et 8,3 % en Allemagne). Les jeunes travailleurs ont été particulièrement touchés par cette mesure : dans l'UE, plus d'un quart des personnes employées dans les secteurs mis à l'arrêt (28 %) sont, en moyenne, âgées de 15 à 29 ans ; en revanche, les moins de 29 ans sont moins nombreux dans les activités essentielles (environ 16 %) et dans celles ayant mis en place le télétravail (environ 15 %).

En Italie, où le pourcentage de jeunes ayant un emploi est inférieur à la moyenne de l'UE (12 % contre 18,2 %), seulement 6 personnes sur 100 employées dans ces dernières activités ont moins de 29 ans, tandis que dans les activités essentielles ce niveau est de 10 %. Par ailleurs, dans les activités concernées par les mesures de mise à l'arrêt, les moins de 29 ans représentaient 23,4 % de l'emploi total. Ces chiffres sont de la plus haute importance car les secteurs fermés durant le confinement ne seront pas en mesure de retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise tant qu'il n'y aura pas un assouplissement significatif des mesures de distanciation sociale et une reprise notable des flux touristiques, ce qui, en l'absence de vaccins, pourrait prendre un certain temps.

Par conséquent, tant que le virus circulera, la situation des jeunes sur le marché du travail sera assez difficile, en particulier, dans les pays où, à la veille de l'épidémie, les niveaux d'emploi les concernant n'avaient pas encore renoué avec ceux d'avant la récession de 2008-2009 (Italie, Grèce et Espagne).

C'est dans les secteurs fermés pendant le confinement que se concentrent les catégories de travailleurs les plus fragiles, comme les auto-entrepreneurs et les titulaires de contrats à durée déterminée. Dans l'UE, les auto-entrepreneurs représentaient, en moyenne, 22 % du total dans les secteurs concernés par le confinement, et à peine 11 % dans ceux qui ont continué à fonctionner en télétravail. En Italie, ce pourcentage atteint 31,3 %, l'un des plus élevés de la région. Il en va de même des contrats à durée déterminée qui, en Italie, concernent 33 % des emplois dans les secteurs jugés non essentiels pendant la phase la plus aiguë de l'épidémie. Ces secteurs emploient également 30 % des travailleurs peu qualifiés (ayant tout au plus obtenu un diplôme de fin d'études primaires). Par ailleurs, concernant les secteurs dans lesquels il était possible de poursuivre l'activité à distance, le pourcentage de salariés ayant au mieux achevé le cycle primaire, était inférieur à 8 %, et celui des titulaires d'un diplôme universitaire, de 47 %.

### ACTIVITÉ DES AUTO-ENTREPRENEURS PENDANT LE CONFINEMENT



GRAPHIQUE 3

SOURCES : CALCULS BNL SUR LES CHIFFRES DE LA COMMISSION EUROPÉENNE

Une fois passée la phase d'urgence et malgré un contexte de difficulté extrême, les mesures d'aide au revenu devront s'accompagner de politiques visant à soutenir ces travailleurs ainsi que de plans d'investissement dans la formation et l'enseignement. Le rôle du télétravail devrait aussi être réévalué : il a, en effet, conféré un avantage compétitif aux pays qui ont pu, pendant le pic de l'épidémie, convertir, plus rapidement et plus efficacement que d'autres, des activités « en présentiel » en travail à distance. Avant l'épidémie, seuls 10 % des travailleurs de l'UE pouvaient fonctionner, de manière permanente ou temporaire, en télétravail, avec des chiffres inférieurs à la moyenne en Italie (4,3 %), les plus élevés étant enregistrés aux Pays-Bas (environ 25 %), en Finlande (21 %), en France et en Belgique (environ 15 %).

Paolo Ciocca

[paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Simona Costagli

[simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## ESPAGNE

16

## RELANCE ÉCONOMIQUE ET RÉALITÉ BUDGÉTAIRE

La contraction économique historique du premier semestre laisse planer de sérieux doutes sur la reprise à venir. Même si la phase de déconfinement s'est pour l'heure bien déroulée, l'emploi peine à se redresser. L'activité touristique reste sous la menace d'une résurgence de l'épidémie en Europe. Par ailleurs, le creusement du déficit public va obliger le Premier ministre, Pedro Sanchez, à dessiner un plan de relance serré, arbitrants entre urgence sociale et investissement d'avenir. Un équilibre difficile qui va cristalliser les tensions au sein de la coalition gouvernementale. Les fonds importants qui pourraient être alloués à l'Espagne via le plan de relance européen donneraient quelque marge budgétaire à l'exécutif, mais les modalités et l'enveloppe de ce fonds sont loin d'être finalisés.

La crise du Covid-19 aura balayé la dynamique économique plutôt encourageante que connaissait le pays ces dernières années. La contraction au T1 2020 (-5,2% t/t) sera suivie au T2 d'une chute bien plus marquée, au-delà de 10%. Le succès du déconfinement et le rebond mécanique de l'activité observé depuis fin mai reste à relativiser. L'Espagne aborde l'été avec un marché du travail qui peine à se redresser. Le nombre de travailleurs affiliés à la Sécurité sociale a augmenté faiblement en juin (+0,16%), ce qui porte néanmoins la chute sur le deuxième trimestre à 4,9% (-947 514), un record<sup>1</sup> (cf. graphique 2). Le nombre de demandeurs d'emploi a franchi en juin la barre des 4 millions<sup>2</sup>.

Pour faire face à la crise, le gouvernement espagnol a mis en place le 17 mars un plan d'urgence de EUR 117 mds en fonds publics (EUR 200 mds en incluant la contribution du secteur privé). Ce programme se compose de EUR 100 mds de garanties financières aux entreprises et EUR 17 mds en soutiens directs, principalement sous la forme de dépenses de santé, chômage partiel et reports de charges fiscales et sociales pour les entreprises et les particuliers.

Le premier ministre a, par la suite, annoncé des plans de relance pour les secteurs touristique et automobile qui ont été touchés durement par la crise. Le programme de soutien au secteur automobile s'élève à EUR 3,75 mds et inclut une part relativement faible de subventions (EUR 1,1 mds). L'industrie du tourisme recevra EUR 4,26 mds d'aide, ce qui inclut ici également une large proportion de prêts garantis (EUR 2,5 mds). EUR 850 millions seront alloués pour favoriser la numérisation des entreprises et EUR 300 millions en subventions<sup>3</sup>. Un fonds de solidarité pour les communautés autonomes, à hauteur de EUR 16 mds, sera également progressivement déployé, afin d'aider les localités à faire face à leurs obligations financières.

Le gouvernement doit calibrer minutieusement les aides aux entreprises, et notamment le chômage partiel (ERTE), pour éviter une vague de licenciements, tout en incitant au maximum les entreprises à reprendre l'activité, quand c'est possible. Le dispositif d'ERTE a été prolongé jusqu'au 30 septembre mais une extension (sous des conditions différentes et moins avantageuses pour l'employeur) est probable à l'automne. Selon le ministère du Travail, il y avait fin juin encore 1,83 millions de travailleurs en chômage partiel, soit près d'un travailleur sur dix.

## DES DIFFICULTÉS PALPABLES AVANT LA CRISE

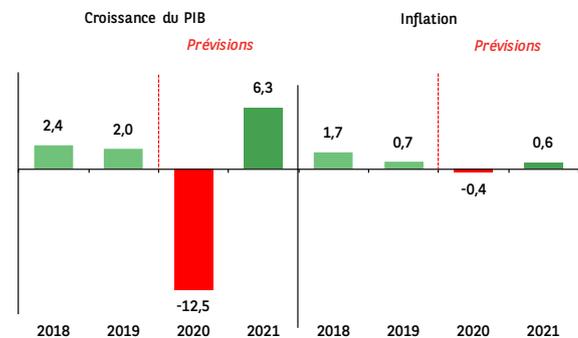
La crise sanitaire est intervenue dans un contexte économique déjà tendu, avec de nombreuses entreprises confrontées à de fortes mutations structurelles et en perte de compétitivité.

<sup>1</sup> Agence espagnole pour l'emploi (SEPE). Données ajustées des variations saisonnières

<sup>2</sup> 4 014 011 en juin (SEPE, données ajustées).

<sup>3</sup> Ces subventions seront destinées, notamment, à la création d'un observatoire du renseignement touristique et au marketing et la promotion.

## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## EMPLOI



GRAPHIQUE 2

SOURCES : AGENCE POUR L'EMPLOI ESPAGNOL (SEPE)

Le Covid-19 a aggravé ces difficultés dans de nombreux secteurs (automobile, aéronautique, télécommunications), mais ces difficultés étaient antérieures à l'épidémie. Nissan a annoncé la fermeture de son usine à Barcelone, causant la perte de plus de 2 500 emplois, tandis que Airbus



prévoit désormais de réduire ses effectifs de 900 personnes dans sa filière civile. Ainsi, une poignée de grandes entreprises a déjà annoncé plus de 5 000 licenciements au total dans le pays<sup>4</sup>. Le poids du secteur industriel est en chute constante depuis une vingtaine d'années. En effet, sa part dans la valeur ajoutée totale a atteint un nouveau point bas à 15,5% au T4 2019 (cf. graphique 3). Cette part était au-dessus de 20% au début des années 2000<sup>5</sup>.

La saison touristique reste également un casse-tête pour l'exécutif espagnol. Les mesures de reconfinement instaurées dans les localités de Leida (Catalogne) et d'A Mariña (Galice) montrent toute l'incertitude qui plane sur la reprise. La ministre des Affaires Etrangères, Arancha Gonzalez Laya, a en effet suggéré la mise en place de nouvelles restrictions à l'échelle locale si le taux de contamination dépassait le seuil de 50 pour 100 000 d'habitants.

## UNE RELANCE ÉCONOMIQUE SOUS CONTRAINTE BUDGÉTAIRE

Les prochains mois seront donc cruciaux pour le pays. Le gouvernement doit tracer un plan de relance ambitieux, dans un contexte budgétaire forcément difficile. De nouvelles opportunités de croissance s'offrent à l'Espagne, notamment dans les énergies renouvelables<sup>6</sup>. Il est probable que Bruxelles scrutera tout particulièrement le plan de relance espagnol, qui devrait de ce fait être en lien étroit avec les objectifs définis dans le Pacte vert européen. En effet, l'Espagne est pour l'heure, avec l'Italie, le plus grand bénéficiaire du fonds de relance européen annoncé fin mai par la Commission européenne. Le pays recevrait EUR 77,3 mds, soit 6,2% du PIB. Les modalités et l'enveloppe de ce fonds de relance européen seront discutés lors du sommet européen du 17 juillet.

Par ailleurs, Le gouvernement semble enclin à s'aligner sur les objectifs de Bruxelles : fin mai a été dévoilé un « plan national pour l'énergie et le climat » qui a comme objectif final la neutralité carbone d'ici à 2050. Ce programme doit encore être approuvé par le Parlement, mais il interdirait tout nouveau projet basé sur les énergies fossiles et il viserait à atteindre 100% d'électricité renouvelable d'ici à 2050. Dans le prolongement de ce plan, sept des quinze dernières centrales thermiques au charbon ont été fermées le 30 juin. Alors que cette énergie représentait en 2018 près de 15% des émissions de CO<sub>2</sub> en Espagne, cette part n'était plus que de 1,4% en mai dernier<sup>7</sup>. L'Espagne reste pour l'heure l'un des pays européens ayant le plus avancé sur le développement d'un mix énergétique plus propre.

Avec la crise sanitaire, les tensions au sein de la coalition se sont cristallisées. L'aile gauche radicale – menée par Podemos – met la pression sur le Parti socialiste de Pedro Sanchez afin d'instaurer des mesures sociales fortes pour les plus vulnérables. La création en urgence du revenu minimum vital (IMV, en espagnol), effectif depuis juin, était une mesure portée par Pablo Iglesias – chef de Podemos et ministre du Droit Social. Le Parti socialiste a pour l'heure écarté l'idée d'instaurer une nouvelle taxe sur les hauts revenus, comme préconisé par Podemos. Le Premier ministre a cependant admis qu'une grande réforme fiscale serait nécessaire<sup>8</sup>. Par ailleurs, un consensus est encore loin d'être achevé sur les contours du plan de relance, le Premier ministre devant faire face à l'opposition féroce du grand parti d'opposition, le Parti populaire, sur les mesures économiques à prendre.

<sup>4</sup> El Economista "La industria anuncia 5.140 despidos en España en el año del covid-19", 2 juillet 2020.

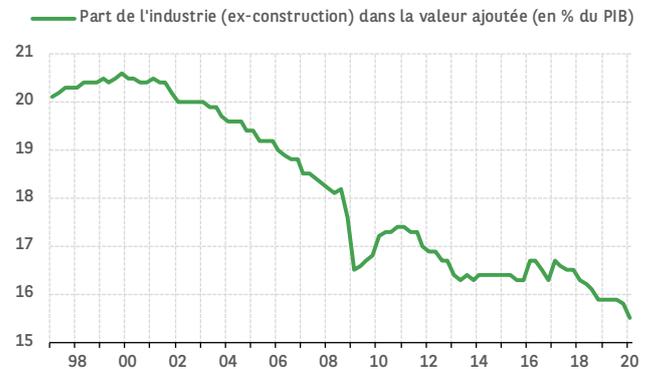
<sup>5</sup> Le pic a été atteint au T1 2000 avec une part de 20,5% (données Eurostat).

<sup>6</sup> Voir Ecoflash Espagne : L'espoir d'une relance verte, 9 juin 2020

<sup>7</sup> El País "Spain to close half its coal-fired power stations", 29 juin 2020.

<sup>8</sup> El Economista "Sánchez anuncia que subirá impuestos, mantendrá las pensiones y el sueldo de los funcionarios", 2 juillet 2020.

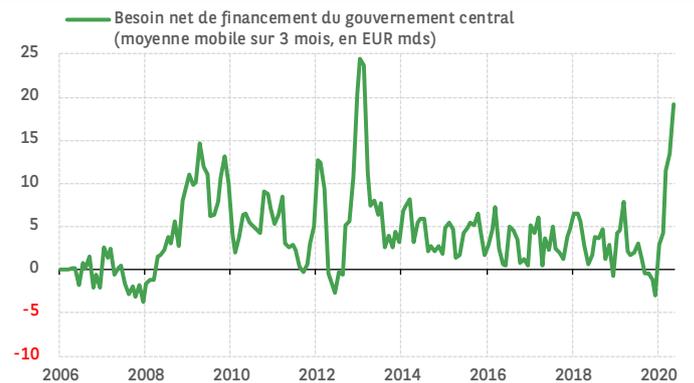
### INDUSTRIE (HORS CONSTRUCTION)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

### DÉFICIT PUBLIC



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES ESPAGNOL, BNP PARIBAS

Dans son plan soumis à la Commission européenne, le gouvernement prévoit désormais une hausse du déficit public de 2,8% du PIB en 2019 à 10,3% en 2020. Le niveau d'endettement du gouvernement central s'est accru très fortement depuis le début de la crise (cf. graphique 4). La dette publique pourrait au terme de cette année atteindre 115,5% du PIB, selon ces mêmes prévisions gouvernementales. Dans ce contexte, le fonds de relance européen offrirait quelques marges de manœuvre pour concilier urgence sociale et investissement d'avenir.

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)



## BELGIQUE

18

## UNE BAISSÉ IMPORTANTE, COMME PARTOUT, MAIS UNE REPRISE PLUS LENTE QU'AILLEURS

D'après nos prévisions, le PIB de la Belgique devrait baisser de 11,1 %, cette année, et rebondir de 5,9 % l'année prochaine. Le taux de chômage pourrait atteindre 9 %, son niveau le plus élevé en vingt-deux ans. Les différents gouvernements ont annoncé des mesures pour lutter contre l'impact du Covid-19, mais les pourparlers en vue de la formation d'un gouvernement fédéral sont toujours en cours, ce qui complique la donne. Comme la dette publique devrait atteindre 123 % du PIB à la fin de l'année, la marge de manœuvre est limitée, mais la nécessité d'engager des dépenses est une priorité, tout au moins pour le moment.

## VERS UNE RÉCESSION DE 11,1% EN 2020

L'économie belge s'achemine vers une récession de 11,1 % en 2020. Après s'être déjà repliée de 6,5 % (t/t) au T1, la consommation privée devrait être sérieusement affectée au T2. Selon nos prévisions, elle ne dépassera le niveau du T4 2019 qu'au début de 2021. La formation brute de capital fixe a un peu moins diminué au cours des premiers mois de cette année, mais il faut s'attendre, selon nous, à une chute importante, les incertitudes à court et à long terme limitant la volonté d'investir des entreprises et leur aptitude à financer les projets d'extension prévus. Il faudra beaucoup plus de temps avant que les investissements retrouvent leur niveau du 4<sup>e</sup> trimestre de l'année dernière. Il faut donc s'attendre, selon nous, à une restauration partielle de l'activité en 2021 avec un taux de croissance en glissement annuel de 5,9 %. Des mesures budgétaires ont déjà été mises en œuvre par les différents gouvernements, mais la dette publique déjà élevée et l'absence de coalition de gouvernement forte risquent de peser sur la réactivité et la flexibilité de la politique économique.

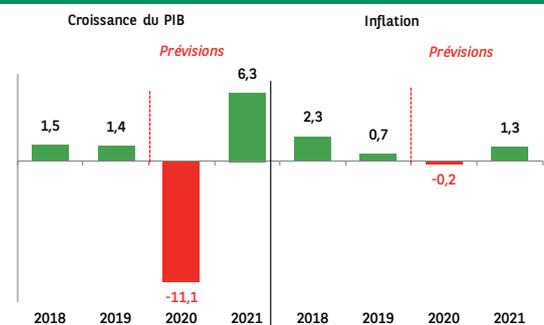
## CHUTE DU CHIFFRE D'AFFAIRES TOTAL TOUS SECTEURS CONFONDUS

Les chiffres définitifs du PIB au titre des trois premiers mois de l'année font ressortir un repli (t/t) de 3,6 %. Le gouvernement belge ayant annoncé l'instauration d'un semi-confinement en deux temps, les 13 et 17 mars, ce chiffre reflète l'impact de deux semaines, environ, de mesures les plus strictes prises dans le pays.

Comme le montrent les enquêtes régulières réalisées par les diverses fédérations sectorielles et la Banque nationale de Belgique, l'activité économique a nettement marqué le pas dans les semaines qui ont suivi. Concernant le mois d'avril, le chiffre d'affaires total, tous secteurs marchands confondus, s'est inscrit à 33 % en deçà de ce à quoi on pouvait s'attendre en l'absence de pandémie de coronavirus. Dans un premier temps, les secteurs du bâtiment et de l'immobilier, en particulier, ont eu du mal à continuer à fonctionner en raison des règles strictes de distanciation sociale. Le chiffre d'affaires des bars, des restaurants et de différents organisateurs d'événements s'est quasiment volatilisé, ces activités ayant été interdites pendant une bonne partie du confinement.

Le déconfinement graduel a permis à la plupart des secteurs de redémarrer leurs activités avec un chiffre d'affaires total en légère progression, mais toujours inférieur de 20 % aux prévisions du début de l'année. D'après les résultats des enquêtes, l'insuffisance de la demande explique en grande partie la baisse des recettes, et ce, malgré l'amélioration du moral des ménages en mai et en juin.

## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

Avec l'augmentation du risque de faillites, les perspectives de long terme sont très incertaines. La situation est particulièrement précaire dans les secteurs mentionnés plus haut comme l'événementiel, les loisirs, l'hôtellerie-restauration, mais elle semble également instable dans le transport routier et la fabrication d'équipements de transport. La probabilité d'une nette hausse des faillites, cet automne, semble assez forte.

## CHÔMAGE PARTIEL ET TÉLÉTRAVAIL

En avril, l'Office national de l'emploi (ONEM) a enregistré 1,2 million de demandes de chômage partiel : environ 30 % de l'ensemble des salariés ont demandé à bénéficier de ce dispositif. L'une des mesures clés adoptées par le gouvernement a été l'assouplissement des critères permettant d'accéder au chômage partiel et l'augmentation du taux d'indemnisation. La prolongation de la durée de ce dispositif jusqu'à la fin de 2020 dans certains secteurs est à l'étude.

D'après les dernières données de l'ONEM, 25 % de l'ensemble des salariés sont restés en chômage technique, ce qui indique une légère amélioration. Le plus inquiétant est que, selon une enquête régulière de la Banque nationale belge, 20 % des personnes actuellement en chômage partiel vont perdre leur emploi dès qu'ils ne seront plus éligibles à ce dispositif. Selon nos prévisions, le taux de chômage devrait grimper à 9 %, à la fin de cette année, contre 5,3 % en mars.

Le télétravail a atteint un point culminant début avril, avec près de 40 % de l'ensemble des salariés travaillant à temps plein depuis chez eux et seulement un quart présents à plein temps sur leur lieu de travail. Début juin, cette situation s'est, dans une large mesure, normalisée :



La plupart des salariés travaillaient de nouveau à plein temps sur leur lieu de travail, tandis que le télétravail à plein temps ne concernait plus que 15 % d'entre eux. Sur la même période, on a observé une forte progression des configurations mêlant travail à distance et en présentiel, ce qui est désormais une réalité pour environ 15 % de l'ensemble des salariés.

## DÉGRADATION DES FINANCES PUBLIQUES

Les perspectives des finances publiques vont considérablement se dégrader. En 2020, les recettes de l'administration centrale devraient chuter d'environ EUR 27 mds, suite à la contraction du PIB et, par conséquent, de la base imposable. Les dépenses primaires vont très probablement se maintenir au niveau de l'année dernière en termes nominaux. À cela s'ajoutent EUR 10 mds de dépenses supplémentaires annoncées en vue d'amortir le choc de l'épidémie de coronavirus.

La composition de la dette publique, assortie d'une maturité moyenne de dix ans, est légèrement favorable : l'Agence de la dette belge maintient qu'elle peut encore abaisser les taux d'intérêt de la dette, qui arrivera à maturité au cours des deux prochaines années. Cela permettra de compenser presque entièrement l'effet de l'accroissement de la dette totale, entraînant une charge financière stable à l'horizon de nos prévisions.

Dans l'ensemble, nous prévoyons un accroissement du déficit à 10,9 % du PIB en 2020, contre 1,9 % l'année dernière. Selon le Bureau du plan fédéral (BPF) ce déficit se maintiendra autour de 5 % jusqu'en 2025. La forte augmentation du besoin de financement fait grimper le ratio dette/PIB, d'un peu moins de 100 % l'année dernière, à 123 % pour la fin de cette année. Néanmoins, le BPF juge très improbable le risque d'un effet boule de neige lié aux charges d'intérêt.

**Arne Maes**

[arne.maes@bnpparibasfortis.com](mailto:arne.maes@bnpparibasfortis.com)



## UNE SAISON TOURISTIQUE À HAUT RISQUE

**Malgré une bonne gestion de l'épidémie, la Grèce ne va pas échapper à une forte récession en 2020. Le tourisme, qui compte pour près de 20% de l'activité du pays, n'offre aucune certitude de reprise solide. Les risques d'une résurgence de foyers épidémiques en Europe vont peser sur ce secteur pendant de nombreux mois encore. Le système bancaire grec va être davantage fragilisé et la dette publique va s'accroître fortement. Cependant, le soutien de la Banque centrale européenne a été renforcé en mars avec la création du PEPP, qui permet à la BCE d'acheter de la dette souveraine grecque. Les taux souverains sont restés sous contrôle. Dans un tel contexte, l'élaboration d'un plan de relance devrait inciter le gouvernement à développer de nouveaux secteurs, détachés du tourisme.**

La Grèce est une des nations européennes ayant le mieux géré l'épidémie de Covid-19. Le pays enregistrait début juillet moins de 200 décès liés au virus et un taux de contamination par habitant parmi les plus bas d'Europe. Le plan de déconfinement, enclenché le 4 mai, et qui s'est étalé sur une période de 45 jours, est maintenant terminé. Depuis le 1<sup>er</sup> juillet, le pays a rouvert ses frontières aux touristes étrangers venant de 14 pays extérieurs à l'UE, en excluant cependant les voyageurs en provenance des États-Unis, de la Chine, du Brésil et de la Russie.

Malgré cette bonne gestion, la Grèce va être fortement impactée sur le plan économique. La contraction du PIB était contenue au T1 (-1,6% t/t), en raison de la mise en place d'un confinement strict tard dans le trimestre (23 mars). Néanmoins, le secteur touristique était à l'arrêt et la consommation a chuté brutalement en avril, les ventes au détail ayant enregistré une baisse mensuelle record de 27,6%. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier a remonté en juin (49,4) mais continue d'indiquer une faible activité. Selon la Commission européenne, le PIB chutera de 9,0% en 2020, avant un rebond de 6,0% en 2021.

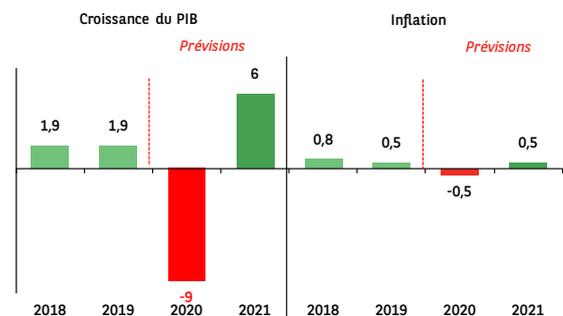
En réponse à la crise, le gouvernement a mis en place un programme budgétaire à hauteur de 10% du PIB<sup>1</sup>. Ce plan inclut des aides pour le secteur de la santé, des suspensions de charges sociales et de TVA, une aide de 800 euros<sup>2</sup> pour les employés sans activité en raison de l'épidémie, une extension de l'assurance chômage, ainsi que des prêts garantis par l'État via la Banque hellénique pour le développement.

Le premier ministre Kyriakos Mitsotakis a, par la suite, présenté un plan de relance de EUR 24 mds centré sur le tourisme. Ce plan prévoit notamment la baisse de la TVA de 24% à 13% sur les tickets de transport (*ferries*, avions, bus) ainsi que sur les boissons non alcoolisées. Le gouvernement continuera de subventionner une partie des salaires des employés affectés grandement par la crise, en s'appuyant notamment sur le programme européen SURE<sup>3</sup>.

L'évolution du marché du travail sera évidemment scrutée de près. Le taux de chômage avait chuté en février sous la barre des 16%, son niveau le plus bas en neuf ans. Le gouvernement table sur une remontée du chômage autour de 20% à la fin de cette année.

En effet, le rebond de l'activité touristique reste très incertain. Le manque de contrôle de l'épidémie aux États-Unis, en Inde, au Brésil et en Russie, a déjà contraint l'Union européenne à interdire toute arrivée de touristes en provenance de ces pays. Si une résurgence de l'épidémie apparaissait en Europe (comme entrevu au Portugal, en Espagne et en Allemagne), cela obligerait le gouvernement à imposer de nouvelles restrictions, réduisant plus encore l'activité<sup>4</sup>.

### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

La crise du Covid-19 va davantage fragiliser le secteur bancaire. Bien qu'ayant diminué ces dernières années, les prêts non performants représentaient encore 36,45% de l'encours des prêts des banques grecques à la fin 2019, selon le FMI. Le programme de titrisation bancaire mis en place à l'automne dernier (Hercules), et qui avait pour objectif de réduire les encours douteux détenus par les banques au-dessous de 20% d'ici à la fin 2021, va être perturbé. Les taux souverains grecs sont néanmoins restés contenus, en partie grâce à l'appui de la BCE et du programme d'achat d'actifs pandémie (PEPP) lancé par l'institution de Francfort en mars. La dette souveraine grecque fait partie des actifs éligibles à l'achat.

La Commission européenne prévoit désormais un déficit budgétaire de 6,4% du PIB en 2020, qui se réduirait ensuite à -2,1% en 2021. Le ratio de dette sur PIB grimperait ainsi de 176,6% en 2019 à 196,4% en 2020, avant de baisser à 182,6% en 2021.

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

1 [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european-semester-stability-programme-greece\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2020-european-semester-stability-programme-greece_en.pdf)

2 Sur une base de 45 jours

3 Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency. Ce dispositif de EUR 100 mds, mis en place en avril par la Commission européenne, offre aux pays membres, des prêts (pour partie garantis par l'UE) destinés à protéger l'emploi, et en particulier à financer le chômage partiel.

4 Dans son programme de stabilité transmis à la Commission européenne, le gouvernement prévoit une hausse du chômage à 19,9% fin 2020.



## ROYAUME-UNI

21

## UN REBOND ÉCONOMIQUE TARDIF ET INCERTAIN

Du fait de la mise en place retardée de mesures de restriction, le Royaume-Uni a été durement affecté par la pandémie de Covid-19. En conséquence, le pays sort du confinement avec du retard par rapport à ses voisins européens, et son économie est particulièrement affaiblie. Le retour au niveau d'avant-crise sera donc long et difficile. De surcroît, le risque d'une crise prolongée est d'autant plus grand que deux menaces majeures assombrissent l'horizon. D'une part, une seconde vague de la pandémie pourrait mener à la réimposition de mesures de restriction. D'autre part, l'échec des négociations avec l'Union européenne sur un traité de libre-échange avant la fin de l'année fait craindre des difficultés économiques supplémentaires.

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. Avec près de 45 000 décès, c'est le troisième pays au monde le plus affecté, et le premier en Europe. En conséquence, le confinement – finalement imposé le 23 mars – a été particulièrement long. Alors qu'ils accueillent de nouveau des clients depuis début mai en Allemagne et en France, les commerces dits non essentiels n'ont rouvert qu'à la mi-juin au Royaume-Uni, tandis que les bars et restaurants ont dû attendre jusqu'au début du mois de juillet. Néanmoins, si les mesures de confinement ont tardé, les autorités ont été plus promptes à annoncer des plans de soutien à l'économie.

## L'ÉTAT AU SECOURS DE L'ÉCONOMIE...

Pour faire face à la crise sanitaire liée au coronavirus, le gouvernement britannique a tout d'abord mobilisé une quinzaine de milliards de livres sterling pour le service public.

Ensuite, au regard de la crise économique qui s'annonçait, des mesures de soutien pour les entreprises et les ménages ont été prises. Le Chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, a promis non seulement GBP 330 mds de garanties de prêts pour les entreprises, mais aussi d'augmenter ce montant si cela s'avérait nécessaire. Jusqu'ici, les différents programmes créés ont fourni plus de GBP 40 mds de financements (cf. tableau 1). De plus, le chancelier a annoncé le 8 juillet un plan pour l'emploi de GBP 30 mds.

Du côté des ménages, le gouvernement a lancé des programmes de chômage partiel (CJRS) et de soutien aux autoentrepreneurs (SEISS), qui devraient mobiliser environ GBP 80 mds. Le CJRS a été prolongé jusqu'à octobre, même si la part du salaire prise en charge par le gouvernement, et le montant maximum d'indemnités vont progressivement diminuer.

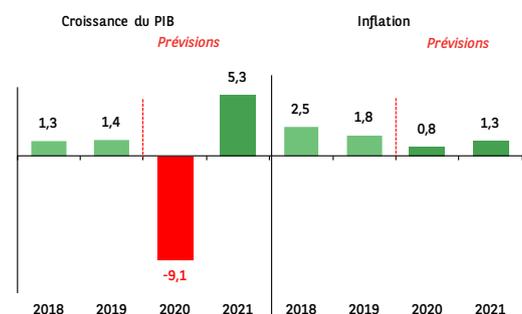
## ... AVEC LE SOUTIEN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE

De son côté, la Banque d'Angleterre a agi sur tous les tableaux. Elle a baissé son taux directeur de 65 points de base, le portant à 0,10%, son plus bas niveau historique. La Banque a aussi significativement étendu son programme d'assouplissement quantitatif. Alors qu'avant la crise elle visait un stock de GBP 435 mds d'obligations – principalement souveraines –, sa cible a été relevée à GBP 745 mds.

À tout cela s'ajoutent des programmes de financement pour les banques et sociétés de crédit foncier (TFSME) et pour les entreprises (CCFF), ainsi qu'un programme d'apport de liquidités aux acteurs du marché (CTRF) (cf. tableau 2). Enfin, la Banque a passé des accords de swaps avec la Réserve fédérale américaine et étendu l'utilisation de la « *Ways and Means facility* », qui permet au gouvernement de se financer à court terme directement auprès de celle-ci.

Néanmoins, si ses programmes de refinancement des banques et des entreprises (TFSME et CCFF) dureront encore quelques mois, la

## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## PROGRAMMES DE SOUTIEN BUDGÉTAIRE (ENCOURS AU 28 JUIN, GBP MDS)

|   |      |
|---|------|
| • <b>Garanties de prêts pour les entreprises</b>              |      |
| - Bounce Back Loan Scheme (BBLS)                              | 29,5 |
| - Coronavirus Business Interruption Loan Scheme (CBILS)       | 11,1 |
| - Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme (CBILS) | 2,3  |
| - Future Fund   | 0,3  |
| • <b>Chômage partiel et aide aux autoentrepreneurs</b>        |      |
| - Coronavirus Job Retention Scheme (CJRS)                     | 25,5 |
| - Self-employed Income Support Scheme (SEISS)                 | 7,7  |
| • <b>Report de charges</b>                                    |      |
| - VAT payments deferral scheme (encours au 7 juin)            | 27,5 |

TABLEAU 1

SOURCE : GOUVERNEMENT

## PROGRAMMES DE SOUTIEN MONÉTAIRE (ENCOURS AU 24 JUIN, GBP MDS)

|   |      |
|---|------|
| • <b>Refinancement pour les banques et sociétés de crédit foncier</b> |      |
| - Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME)     | 14,2 |
| • <b>Facilité de financement pour les entreprises</b>                 |      |
| - Covid Corporate Financing Facility (CCFF)                           | 18,6 |
| • <b>Apport de liquidités aux acteurs du marché</b>                   |      |
| - Contingent Term Repo Facility (CTRF)                                | 11,4 |
| • <b>Accords de swaps avec la Réserve fédérale américaine</b>         |      |
| - Opérations « repo » en dollars                                      | 7,7  |

TABLEAU 2

SOURCE : BANQUE D'ANGLETERRE



Banque commence à retirer son soutien sur d'autres segments. Ainsi, son programme d'apport de liquidités (CTRF) a été arrêté le 26 juin et les opérations de provisions de liquidités en dollars ne se tiennent plus que trois fois par semaine depuis juillet, alors qu'elles étaient quotidiennes précédemment.

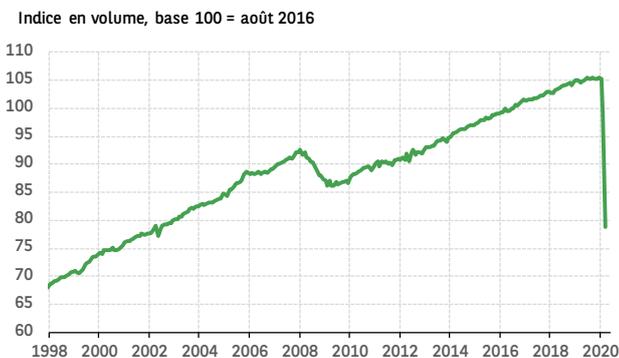
## UNE LENTE RECONSTRUCTION EN PERSPECTIVE

Résultat d'un confinement prolongé, l'économie du Royaume-Uni a beaucoup souffert, comme en attestent les chiffres de l'ONS, le Bureau de la statistique nationale. Après une baisse de près de 6% en mars, le PIB a chuté de plus de 20% en avril – le premier mois complet de confinement. C'est sa plus grosse baisse mensuelle depuis le début de la série en 1997 (cf. graphique 2).

Il est vrai que les chiffres des prochains mois donneront sûrement des signes d'amélioration, du fait de la réouverture de l'économie et des différents programmes de soutien fiscal et monétaire.

Cependant, il faudra probablement beaucoup de temps à l'économie britannique pour revenir à son niveau d'avant la crise, et les difficultés économiques ne s'arrêteront pas avec le retour de la croissance. Les programmes de chômage partiel et d'aide aux autoentrepreneurs – qui bénéficient à plus de 12 millions de Britanniques – ont permis de stabiliser le taux de chômage à 3,9% entre février et avril. Néanmoins, cela s'explique aussi par une chute de la population active. De surcroît, plus de 600 000 salariés ont perdu leur emploi durant le confinement. Du fait de l'ampleur de la crise économique et de la fin prochaine des programmes gouvernementaux, une forte hausse du chômage semble inévitable. L'OBR, le Bureau pour la responsabilité du budget, prévoit une flambée du taux chômage à 10% au deuxième trimestre 2020<sup>1</sup>.

### PIB DU ROYAUME-UNI (INDICE EN VOLUME, BASE 100 = AOÛT 2016)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BUREAU DE LA STATISTIQUE NATIONALE (ONS)

## DEUX RISQUES MAJEURS À L'HORIZON

L'ampleur du rebond est d'autant plus incertaine que deux menaces planent sur l'économie britannique. La première est le risque d'une réimposition de mesures de restriction dans le scénario d'une seconde vague du virus – un scénario dont les plus éminents ordres professionnels de santé ont rappelé la possibilité récemment<sup>2</sup>.

Selon l'OCDE<sup>3</sup>, cela entraînerait une chute du PIB de l'ordre de 14% en 2020 – contre 11,5% en l'absence de seconde vague.

La seconde menace est le risque de l'échec des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne sur un traité de libre-échange. Ce risque est d'autant plus grand que le Royaume-Uni a officiellement rejeté la possibilité de prolonger la période de transition actuelle après la fin de l'année (cf. encadré ci-dessous).

**Hubert de Barochez**

[hubert.debarochez@bnpparibas.com](mailto:hubert.debarochez@bnpparibas.com)

### QUATRE QUESTIONS SUR LE BREXIT

#### • Quelle est la position actuelle du Royaume-Uni vis-à-vis de l'UE ?

Si le Royaume-Uni a formellement quitté l'Union européenne le 31 janvier dernier, il est entré dans une période de transition jusqu'à la fin de l'année, le temps pour les deux parties de se mettre d'accord sur la nature de leur relation future. Pendant cette période, il reste membre du marché commun et de l'union douanière de l'UE, et continue d'être soumis aux traités européens. En résumé, si le « Brexit politique » s'est produit, le « Brexit économique » reste à venir.

#### • Où en sont les négociations ?

Après quatre tours de négociations, les progrès sont minces. Michel Barnier, le chef de la task force de la Commission européenne chargée de la finalisation des négociations, a plusieurs fois relevé le manque d'engagement de ses homologues britanniques, particulièrement dans quatre domaines : les règles de *fair-play* économique et commercial (contrepartie de l'accord sans tarifs ni quotas proposé par l'UE), l'accès aux eaux et aux marchés pour la pêche, la coopération policière et judiciaire en matière pénale, et la gouvernance de la future relation. Ainsi, les Britanniques semblent revenir sur certains des engagements qu'ils avaient pris dans la Déclaration politique, en particulier celui de maintenir les normes élevées communes applicables dans l'UE et au Royaume-Uni.

#### • Quelles sont les prochaines étapes ?

Face au manque de progrès des négociations, une « réunion de haut niveau » s'est tenue le 15 juin entre Boris Johnson, le Premier ministre britannique, et Ursula von der Leyen, Charles Michel et David Sassoli, les présidents de la Commission, du Conseil et du Parlement européens, respectivement. Durant cette réunion, les parties ont pris acte de la décision du Royaume-Uni de ne demander aucune prorogation de la période de transition au-delà du 31 décembre 2020. Elles ont alors décidé d'intensifier les pourparlers en juillet et août. D'après l'UE, un accord doit être trouvé avant le 31 octobre afin de lui permettre d'être ratifié à temps.

#### • Quels sont les scénarios possibles ?

Le scénario qui entraînerait le moins de perturbations serait un traité de libre-échange sans aucuns quotas ni frais de douane. Néanmoins, cela représenterait tout de même un Brexit « dur » car le Royaume-Uni sortirait à la fois du marché commun et de l'union douanière de l'Union européenne. À l'autre extrémité, l'échec des négociations entraînerait le retour aux règles de l'Organisation mondiale du commerce. Ainsi, le plus dur des Brexit est toujours une possibilité bien réelle, ce qui fait peser le risque de forte volatilité financière et de troubles économiques importants vers la fin de l'année.

<sup>1</sup> Voir <https://obr.uk/coronavirus-analysis>

<sup>2</sup> Voir <https://www.bmj.com/content/369/bmj.m2514>

<sup>3</sup> Voir <http://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>



## DES POLITIQUES EXPANSIONNISTES POUR ÉVITER LE DÉSASTRE

Après la récession la plus sévère de l'histoire récente, l'activité économique se redresse sous l'effet du déconfinement progressif mis en œuvre en Suisse et dans les pays voisins. L'orientation exceptionnellement accommodante de la politique monétaire et budgétaire helvète est également favorable à la reprise économique. Les PME ont recouru au programme de prêts spéciaux et les salariés ont bénéficié du dispositif de chômage à temps partiel. Pour autant, la reprise sera lente et l'activité économique ne devrait pas retrouver ses niveaux d'avant-crise d'ici à la fin 2022. Le gouvernement est convaincu que la dette liée à l'épidémie de Covid-19 pourra être remboursée sans qu'il soit nécessaire d'augmenter les impôts.

### LE CREUX DE LA RÉCESSION A ÉTÉ ATTEINT EN AVRIL

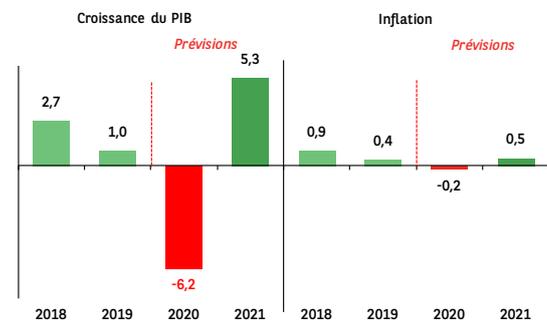
Le coronavirus et les mesures adoptées pour endiguer la pandémie ont abouti à la pire récession de l'histoire récente. Avec la mise en place de mesures de confinement, des pans entiers de l'économie ont été mis à l'arrêt. Alors même que ces mesures ne sont entrées en vigueur qu'en mars, le PIB s'est replié de 2,6 % au premier trimestre 2020 par rapport au trimestre précédent. Les industries les plus durement frappées sont celles qui ont été directement affectées par les mesures de fermeture obligatoire, comme le secteur de l'hôtellerie-restauration et une partie du commerce de détail. La récession s'est encore aggravée au deuxième trimestre. Le baromètre conjoncturel du KOF a atteint un point bas historique en avril, l'activité économique étant inférieure d'environ 20 % à 30 % à son niveau habituel. Avec le déconfinement progressif mis en place à partir de la fin avril, le baromètre a regagné du terrain dans les mois suivants, indiquant que le pire était passé. Cependant, l'activité a continué à se dégrader dans l'industrie manufacturière suite à la contraction des carnets de commandes.

### UNE POLITIQUE MACROÉCONOMIQUE TRÈS ACCOMMODANTE

Dès l'entrée du pays en confinement, en mars, le Conseil fédéral a adopté un train de mesures d'urgence d'un montant de CHF 72,2 mds (10,4 % du PIB de 2019), dont CHF 41,4 mds de sûretés et garanties, couvrant les crédits aux petites et moyennes entreprises (PME). Pour obtenir un crédit garanti, les entreprises concernées doivent simplement en faire la demande auprès de leur banque principale. Les prêts de faible montant sont garantis à 100 % par l'État, tandis que les crédits d'un montant supérieur à un certain plafond sont garantis à hauteur de 85 %. Ces derniers sont soumis à un examen de la part des banques, qui garantissent les 15 % restants. Pour accroître rapidement le volume des crédits bancaires accordés, la Banque nationale suisse (BNS) a mis en place une facilité de refinancement Covid-19 (FRC). Cette facilité permet aux établissements bancaires d'obtenir des liquidités auprès de la BNS, celle-ci acceptant, comme sûretés, les crédits garantis par la Confédération.

Le Conseil fédéral a, par ailleurs, élargi l'accès aux dispositifs de chômage partiel pour y inclure également les travailleurs sous contrat à durée déterminée, les intérimaires, les apprentis et les indépendants. De plus, la période d'attente prévue pour accéder à ces dispositifs a été supprimée et les procédures administratives ont été simplifiées. Au début du mois de juillet, le Conseil fédéral a prolongé de six mois les indemnités de chômage partiel. La contribution fédérale au régime d'assurance-chômage en Suisse a été augmentée de 20,2 mds. Depuis le mois d'avril, 190 000 entreprises ont déposé une demande de chômage partiel pour 1,9 million de salariés, soit environ 36 % de l'ensemble des travailleurs.

### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS

Compte tenu du ralentissement économique et de la chute des prix, la politique monétaire va probablement rester très expansionniste. La BNS devrait maintenir son taux directeur inchangé à -0,75 %. Elle a également annoncé sa volonté d'intervenir sur le marché des changes pour empêcher une appréciation du franc suisse.

### LA LONGUE MARCHÉ VERS LA REPRISE

Grâce à des politiques très accommodantes et à la poursuite du déconfinement en Suisse et dans les pays voisins, l'activité économique devrait connaître un rebond notable au T3. En conséquence, la chute du PIB pourrait se limiter aux environs de 6 %. En tout état de cause, la reprise prendra certainement du temps et il faudra attendre 2022 pour voir l'économie renouer avec son niveau d'avant-crise.

La crise a également entraîné une nette détérioration des finances publiques. Le Conseil fédéral estime le manque à gagner fiscal pour 2020 à plus de CHF 5 mds, en partie dû aux reports d'impôts. Le déficit public global devrait s'établir aux environs de 5 % en 2020. Selon les prévisions du Conseil, le budget de l'État restera déficitaire jusqu'en 2024. Cependant, Ueli Maurer, le ministre des Finances, est convaincu que la dette liée à la pandémie pourra être remboursée sans qu'il soit nécessaire d'augmenter les impôts.

**Raymond Van der Putten**[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

## UN CONFINEMENT MOINS SÉVÈRE, MAIS UNE ÉCONOMIE VULNÉRABLE

À première vue, la Suède figure parmi les pays les mieux positionnés pour faire face à la crise économique mondiale déclenchée par la pandémie de Covid-19. Les mesures de restriction imposées par le gouvernement n'ont pas été aussi contraignantes que dans les autres pays développés (commerces et restaurants sont restés ouverts, par exemple). De plus, l'économie suédoise est peu exposée aux secteurs les plus affectés, et les autorités disposent de marges de manœuvre confortables. Cependant, le pays présente aussi des vulnérabilités qui rendent moins optimiste quant à sa capacité de rebond. Parmi elles, sa dépendance au commerce mondial et la situation des ménages.

Face à la crise sanitaire, le gouvernement suédois a imposé des mesures restrictives beaucoup plus souples que ses voisins européens. Cette stratégie vise à éliminer le virus en atteignant rapidement une « immunité collective »<sup>1</sup> – il n'est donc pas surprenant que la Suède présente un des taux d'infection les plus élevés au monde.

### DES MOTIFS DE RELATIF OPTIMISME...

S'il est trop tôt pour savoir si cette stratégie a été efficace, l'économie suédoise pourrait montrer une relative résistance. En effet, elle est peu exposée aux secteurs les plus affectés par la pandémie, comme le tourisme. Ensuite, la réponse fiscale et monétaire a été généralement appropriée. Le FMI estime que l'ensemble des mesures gouvernementales représentera au total entre SEK 544 mds et SEK 832 mds, soit entre 10,8% et 16,6% du PIB de l'an dernier. De plus, la faible dette publique du pays – seulement 35,1% du PIB en 2019 selon Eurostat – donne au gouvernement une large marge de manœuvre. De même, la banque centrale (Riksbank) a déployé un ensemble de programmes de soutien monétaire dont la capacité est encore loin d'être atteinte (cf. tableau). C'est le cas notamment de son programme d'assouplissement quantitatif (QE) qui a été augmenté au début du mois de juillet à SEK 500 mds et étendu jusqu'à juin 2021.

### ... MAIS AUSSI DES RAISONS DE RESTER PRUDENT

Cela étant dit, la Suède fait aussi face à des défis importants. Dans le contexte actuel sa forte participation aux chaînes de valeur mondiales<sup>2</sup> est préoccupante pour deux raisons. D'une part, nous assistons déjà depuis la crise financière mondiale à un ralentissement structurel des échanges<sup>3</sup>. D'autre part, la pandémie a donné un coup de frein supplémentaire au commerce – en avril déjà, l'Organisation mondiale du commerce estimait que les volumes d'échanges de marchandise au niveau global plongeraient entre 13% et 32% en 2020<sup>4</sup>.

De plus, l'économie suédoise n'est pas entrée dans la crise dans la meilleure des positions. C'est particulièrement le cas pour les ménages. En effet, après une baisse graduelle mais constante depuis 2010, le taux de chômage en Suède avait commencé à repartir à la hausse en début d'année. La crise a accéléré cette tendance et le taux a atteint 9% en mai. Cela est d'autant plus préoccupant que les ménages suédois présentent un haut niveau de dette. À près de 190% en 2018 d'après l'OCDE<sup>5</sup>, le ratio d'endettement des ménages suédois par rapport à leurs revenus net est l'un des plus hauts du monde – même s'il est généralement inférieur à ceux de leurs voisins des autres pays nordiques.

**Hubert de Barochez**

[hubert.debarochez@bnpparibas.com](mailto:hubert.debarochez@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> <https://www.pasteur.fr/fr/espace-presse/documents-presse/qu-est-ce-que-immunite-collective>.

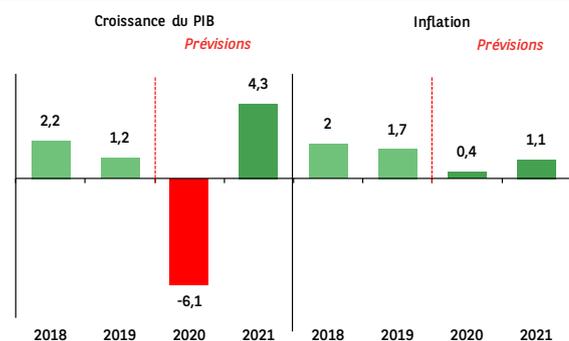
<sup>2</sup> Les exportations de biens et de services de la Suède représentent environ 45% de son PIB selon la Banque mondiale. (Voir <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?locations=SE>)

<sup>3</sup> <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/engelska/2020/restrained-foreign-trade-after-2009-discussion-of-possible-consequences-for-sweden.pdf>.

<sup>4</sup> [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres20\\_e/pr855\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr855_e.htm)

<sup>5</sup> <https://data.oecd.org/hha/household-debt.ht>

### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNPPARIBAS

### MESURES DE SOUTIEN DE LA RIKSBANK (SEK MDS, ENCOURS AU 30 JUIN)

|  | Enveloppe | Encours |
|--|-----------|---------|
| Prêts sur nantissement aux banques pour les aider à financer les entreprises non financières | 500       | 162     |
| Programme de QE (achats d'obligations souveraines, municipales et hypothécaires)             | 500       | 136     |
| Programme d'apport de liquidités   | Illimitée | 26      |
| Prêts en dollars   | 60        | 2       |

TABLEAU

SOURCE : RIKSBANK



## DANEMARK

25

## UNE ÉCONOMIE RELATIVEMENT MOINS AFFECTÉE

Face à l'épidémie de Covid-19, les autorités danoises ont rapidement imposé des mesures de protection strictes qui se sont avérées efficaces pour maintenir la situation sanitaire sous contrôle. De plus, l'économie du pays était relativement bien positionnée au début de la crise – du fait notamment des taux de chômage et d'endettement public faibles – et les mesures de soutien fiscal et monétaire ne se sont pas fait attendre. Au final, l'OCDE estime que le Danemark sera une des économies les plus résistantes en 2020, avec une prévision de récession « limitée » à 5,8%.

Grâce notamment à l'imposition précoce de mesures de confinement, le Danemark a été moins affecté par la pandémie de Covid-19 que la plupart des autres pays européens – en particulier la Suède qui a adopté des mesures de restrictions beaucoup plus souples. De plus, les autorités n'ont pas tardé à mettre en à venir au secours de l'économie.

## DES MESURES DE SOUTIEN « MASSIVES »

Dans un rapport publié en juin<sup>1</sup>, l'OCDE qualifie de « massives » les mesures prises par le gouvernement danois pour soutenir les entreprises et les travailleurs. L'organisation estime que le soutien total pourrait être équivalent à près de 18% du PIB projeté pour 2020. Les mesures incluent des programmes de chômage partiel, d'apport de liquidités aux entreprises, de reports de taxe, et de garanties de prêts.

De son côté, la banque centrale est contrainte dans sa politique de taux par le régime de change fixe qui lie la couronne danoise à l'euro. De fait, elle a dû relever son taux directeur de 15 points de base en mars pour réduire la pression à la baisse sur sa monnaie. Néanmoins, elle a mis en place une « ligne de crédit extraordinaire »<sup>2</sup> pour maintenir des termes favorables de financement pour les banques. La banque centrale a aussi établi des lignes de *swaps* avec la Banque centrale européenne à hauteur de EUR 24 mds ainsi qu'avec la Réserve fédérale américaine à hauteur de USD 30 mds.

## UN MEILLEUR POSITIONNEMENT POUR SORTIR DE LA CRISE

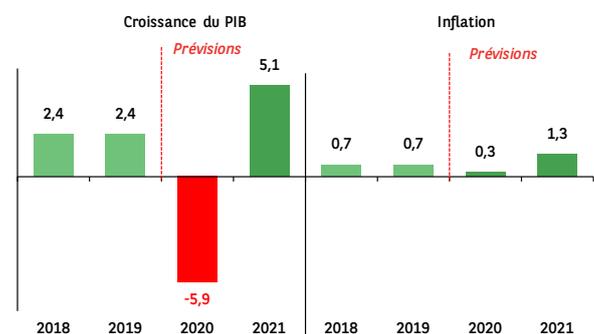
Il est vrai que le Danemark est une économie ouverte et très dépendante du commerce extérieur – ses exportations de biens et de services représentent plus de 55% de son PIB. Ainsi, le pays souffrira nécessairement du ralentissement mondial des échanges. Cependant, la nature de ses exportations la rend moins vulnérable qu'il n'y paraît. Sa spécialisation dans les produits pharmaceutiques et la nourriture – qui sont des produits de première nécessité – amortira certainement le choc (cf. graphique 2).

De surcroît, le Danemark peut compter sur ses faibles taux de chômage<sup>3</sup> et d'endettement public<sup>4</sup> pour endiguer la crise. Il faut cependant noter que son ratio d'endettement des ménages – à 282% de leurs revenus disponibles nets – est le plus haut parmi les pays de l'OCDE<sup>5</sup>.

Hubert de Barochez

[hubert.debarochez@bnpparibas.com](mailto:hubert.debarochez@bnpparibas.com)

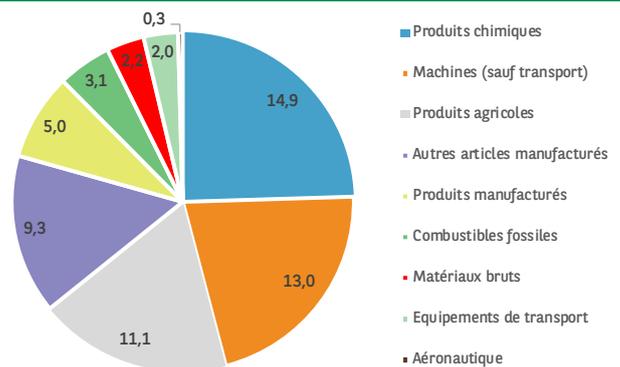
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

## EXPORTATIONS (DKK MDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BUREAU DANOIS DES STATISTIQUES

1 Voir <http://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020>2 Voir <https://www.nationalbanken.dk/en/pressroom/Pages/2020/03/DNN202005367.aspx>

3 Le taux de chômage se tenait à seulement 3,7% au début de l'année 2020. Il est monté à 5,4% en avril.

4 D'après Eurostat, le ratio de dette publique sur PIB était de 33% à la fin de l'année 2019.

5 Voir <https://data.oecd.org/hha/household-debt.htm>

## PRÉVISIONS

26

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

| %           | Croissance du PIB |        |        | Inflation |        |        |
|-------------|-------------------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|             | 2019              | 2020 e | 2021 e | 2019      | 2020 e | 2021 e |
| États-Unis  | 2.3               | -4.9   | 4.8    | 1.8       | 0.8    | 1.5    |
| Japon       | 0.7               | -4.8   | 2.1    | 0.5       | -0.3   | -0.7   |
| Royaume-Uni | 1.4               | -9.1   | 5.3    | 1.8       | 0.8    | 1.3    |
| Zone euro   | 1.2               | -9.0   | 5.8    | 1.2       | 0.1    | 0.9    |
| Allemagne   | 0.6               | -5.6   | 5.3    | 1.4       | 0.4    | 1.5    |
| France      | 1.3               | -11.1  | 5.9    | 1.3       | 0.5    | 1.0    |
| Italie      | 0.3               | -12.1  | 6.1    | 0.6       | -0.2   | 0.5    |
| Espagne     | 2.0               | -12.5  | 6.3    | 0.7       | -0.4   | 0.6    |
| Chine       | 6.1               | 2.5    | 8.1    | 2.9       | 2.5    | 2.3    |
| Inde*       | 4.2               | -4.7   | 9.5    | 4.8       | 2.5    | 3.5    |
| Brésil      | 1.1               | -7.0   | 4.0    | 3.7       | 2.5    | 3.0    |
| Russie      | 1.3               | -6.5   | 3.5    | 4.3       | 3.0    | 3.5    |

\* Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1 // Mise à jour le 07/07/2020

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

| Taux d'intérêt, %<br>Fin de période       | 2019  |       | 2020  |       |       |       | 2019  | 2020e | 2021e |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | T3    | T4    | T1    | T2    | T3e   | T4e   |       |       |       |
| E-Unis<br>Fed Funds<br>(borne supérieure) | 2,00  | 1,75  | 0,25  | 0,25  | 0,25  | 0,25  | 1,75  | 0,25  | 0,25  |
| Treas. 10a                                | 1,67  | 1,92  | 0,67  | 0,80  | 1,00  | 0,90  | 1,92  | 0,90  | 1,20  |
| Z. euro<br>Taux de dépôt                  | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
| Bund 10a                                  | -0,57 | -0,19 | -0,46 | -0,50 | -0,40 | -0,30 | -0,19 | -0,30 | 0,00  |
| OAT 10a                                   | -0,28 | 0,08  | -0,05 | -0,15 | -0,10 | -0,05 | 0,08  | -0,05 | 0,20  |
| BTP 10 ans                                | 0,83  | 1,32  | 1,55  | 1,30  | 1,30  | 1,30  | 1,32  | 1,30  | 1,60  |
| BONO 10 ans                               | 0,15  | 0,47  | 0,68  | 0,50  | 0,40  | 0,40  | 0,47  | 0,40  | 0,70  |
| R-Uni<br>Taux BoE                         | 0,75  | 0,75  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,75  | 0,10  | 0,10  |
| Gilt 10a                                  | 0,40  | 0,83  | 0,31  | 0,55  | 0,30  | 0,40  | 0,83  | 0,40  | 0,80  |
| Japon<br>Taux BoJ                         | -0,06 | -0,05 | -0,07 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,05 | -0,10 | -0,10 |
| JGB 10a                                   | -0,22 | -0,02 | 0,02  | 0,00  | 0,05  | 0,05  | -0,02 | 0,05  | 0,15  |

| Taux de change<br>Fin de période | 2019 |      | 2020 |      |      |      | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
|                                  | T3   | T4   | T1   | T2   | T3e  | T4e  |      |       |       |
| USD<br>EUR / USD                 | 1,09 | 1,12 | 1,10 | 1,09 | 1,15 | 1,17 | 1,12 | 1,17  | 1,22  |
| USD / JPY                        | 108  | 109  | 108  | 104  | 103  | 100  | 109  | 100   | 98    |
| GBP / USD                        | 1,23 | 1,32 | 1,24 | 1,24 | 1,29 | 1,34 | 1,32 | 1,34  | 1,42  |
| EUR<br>EUR / GBP                 | 0,89 | 0,83 | 0,89 | 0,88 | 0,89 | 0,87 | 0,83 | 0,87  | 0,86  |
| EUR / JPY                        | 118  | 122  | 118  | 113  | 118  | 117  | 122  | 117   | 120   |

| Pétrole<br>moyenne de la période | 2019 |    | 2020 |    |     |     | 2019 | 2020e | 2021e |
|----------------------------------|------|----|------|----|-----|-----|------|-------|-------|
|                                  | T3   | T4 | T1   | T2 | T3e | T4e |      |       |       |
| Pétrole USD/baril                | 62   | 63 | 51   | 33 | 43  | 49  | 64   | 44    | 59    |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E : ESTIMATIONS, PRÉVISIONS), MISE À JOUR LE 07/07/2020



# 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, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

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

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

+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, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+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 cenrale

+33 1 42 98 43 86

stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# 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 desquelles il a été élaboré.

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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