

ECO PERSPECTIVES

Eco
PERSPECTIVES

by BNP PARIBAS

1^{er} trimestre 2021

EDITORIAL

2 Après une année éprouvante, un espoir prudent est de mise pour 2021
Jusqu'au bout, 2020 aura été une année pour le moins difficile. À certains égards, un espoir prudent est néanmoins de rigueur en ce qui concerne l'économie en 2021...

 ÉTATS-UNIS	 CHINE	 JAPON	 ZONE EURO
4 Changement de décor	6 Dosage subtil de la politique monétaire et de crédit	8 Normalisation très progressive de la situation économique	9 Entre prudence et espoir
 ALLEMAGNE	 FRANCE	 ITALIE	 ESPAGNE
11 Face à l'incertitude sur les revenus, l'épargne de précaution s'envole	13 De la lumière au bout du tunnel	15 Aux prises avec la deuxième vague	17 Une relance budgétaire sous l'œil attentif de Bruxelles
 BELGIQUE	 AUTRICHE	 FINLANDE	 GRÈCE
19 L'impact structurel reste limité, mais il faudra tôt ou tard payer l'addition	21 Les entreprises sont très fragilisées par la crise de la Covid-19	22 Une économie résiliente, mais peu dynamique	23 Un redémarrage en 2021 plus lent qu'ailleurs ?
 ROYAUME-UNI	 SUÈDE	 NORVÈGE	 DANEMARK
24 Une rechute en fin d'année, avant la reprise définitive ?	26 Une économie durement touchée	27 Une économie touchée, mais loin d'être coulée	28 L'incertitude demeure

PRÉVISIONS

29

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

APRÈS UNE ANNÉE ÉPROUVANTE, UN ESPOIR PRUDENT EST DE MISE POUR 2021

Jusqu'au bout, 2020 aura été une année pour le moins difficile. À certains égards, un espoir prudent est néanmoins de rigueur en ce qui concerne l'économie en 2021. En effet, la vaccination contre la Covid-19 devrait réduire les incertitudes entourant les perspectives économiques. De plus, des mesures de soutien budgétaire et monétaire de grande ampleur ont été mises en œuvre. Plus que jamais, cependant, la prudence s'impose en matière de prévisions. Il faudra, peut-être, plus de temps que prévu pour atteindre l'immunité collective et certaines conséquences économiques de la pandémie ne se manifesteront que sur la durée.

2020 aura été une année difficile, c'est le moins qu'on puisse dire. La récession due à la pandémie de Covid-19 a été totalement inattendue, brutale et profonde. Elle a déclenché un effort massif de la part des autorités monétaires et, en particulier, budgétaires pour en atténuer l'impact sur la situation financière des ménages et des entreprises. 2020 aura été une année difficile jusqu'au bout avec une autre vague de contaminations aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, entraînant de nouvelles restrictions. Les indicateurs à haute fréquence comme les données de *Google Mobility*¹ - étroitement corrélées aux dépenses des ménages - montrent que le rebond s'est arrêté après le repli de novembre. Autrement dit, la nouvelle année commencera sur une note plus modérée que prévu.

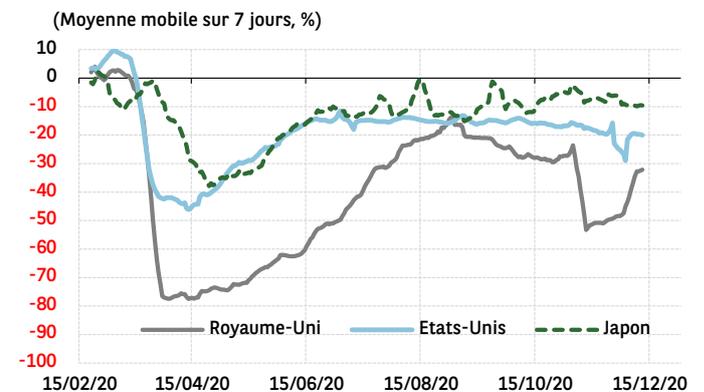
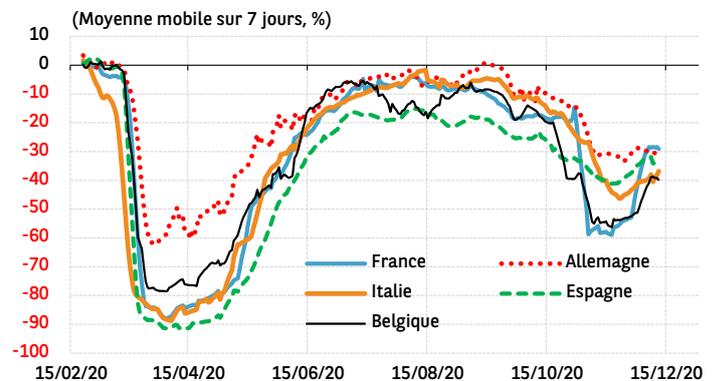
UN ESPOIR PRUDENT

Pour autant, il existe des raisons d'afficher un espoir prudent à l'égard de l'économie en 2021. La campagne de vaccination a déjà commencé dans certains pays et va progressivement être étendue à d'autres. Cela devrait permettre de réduire les risques de disruption, dues à de nouvelles vagues de contamination et, ainsi, diminuer l'incertitude entourant les perspectives économiques. Les effets du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaires devraient donc se faire sentir davantage. Plus que jamais, cependant, la prudence s'impose en matière de prévisions. Il faudra peut-être plus de temps que prévu pour atteindre l'immunité collective. Aussi l'incertitude liée à l'infection pourrait-elle persister. Il ne faut pas oublier, par ailleurs, que les liens entre la demande finale et ses moteurs (taux d'intérêt, revenu, bénéfices des entreprises) ne sont pas rigides. La psychologie joue ici un rôle-clé. Pour les ménages, les anticipations de chômage sont un indicateur essentiel à surveiller. En retrait pendant le rebond économique du troisième trimestre, l'évaluation des perspectives du marché de l'emploi par les ménages européens s'est de nouveau détériorée récemment. À court terme, cela pourrait freiner les dépenses et encourager l'épargne de précaution. De plus, l'épargne a augmenté, le confinement ayant limité les possibilités d'achat des consommateurs.

Par la suite, avec l'amélioration des perspectives, les ménages pourraient très bien, à l'inverse, puiser dans l'épargne qu'ils ont accumulée au cours du confinement. Pour les entreprises, le plus important est d'avoir une visibilité sur un horizon assez lointain. C'est ce qui déterminera leurs décisions en termes d'investissements et de recrutements. D'après la dernière enquête de la Commission européenne sur les intentions d'investissement, c'est à peine si une légère augmentation est prévue en 2021. Le tableau d'ensemble cache

une forte hétérogénéité. Dans la zone euro, le climat des affaires a bien résisté dans le secteur manufacturier tandis que les services souffrent des restrictions introduites ces dernières semaines. Les entreprises qui se sont beaucoup endettées, suite à la perte de chiffre d'affaires due au confinement, pourraient privilégier le désendettement sur l'investissement. En revanche, les sociétés rentables, qui affichent un bilan solide et pour lesquelles les perspectives de la demande s'améliorent, pourraient accroître leurs investissements, ce qui devrait avoir des retombées positives sur d'autres secteurs.

FRÉQUENTATION DES COMMERCES ET DES ÉTABLISSEMENTS DE LOISIRS



SOURCES : GOOGLE (MISE À JOUR LE 13/12/2020), BNP PARIBAS

¹ Les rapports sur la mobilité de Google indiquent dans quelle mesure la fréquentation des différents lieux et sa durée varient par rapport à une référence. Cette référence est la valeur de la médiane, pour un jour donné, calculée sur la période de cinq semaines, comprise entre le 3 janvier et le 6 février 2020. Un chiffre de -30% montre donc une fréquentation qui est 30% en dessous de la valeur de référence. Ces rapports montrent des tendances sur plusieurs semaines et leurs données les plus récentes datent de 2 ou 3 jours environ, ce qui correspond au temps nécessaire pour produire les rapports. Pour lisser les séries, nous utilisons une moyenne mobile sur sept jours des données brutes dans les rapports sur la mobilité de Google. Source : Google.

LE PROBLÈME DES « INCONNUES CONNUES² »

Il est d'autant plus délicat d'évaluer le rythme de la croissance économique en 2021 et au-delà que certaines conséquences de la pandémie ne se manifesteront qu'avec le temps. Autrement dit, l'économie pourrait encore être confrontée à des vents contraires même avec une situation sanitaire jugée sous contrôle. L'une des principales inconnues est l'impact de la fin des mesures de soutien au revenu et à la liquidité pour les ménages et les entreprises. On craint que cela n'entraîne une hausse du chômage ; en effet, les entreprises à la santé financière fragile pourraient vouloir abaisser leur base de coûts ou mettre tout simplement la clé sous la porte. Le rebond de l'activité doit donc être suffisamment robuste, en particulier dans des secteurs comme les loisirs et l'hôtellerie, qui ont payé un lourd tribut aux mesures de distanciation sociale et aux fermetures administratives. Autre inconnue importante : la réaction des marchés financiers en cas de réorientation progressive de la politique des banques centrales face à une hausse soutenue du PIB.

Enfin, une autre question de taille se pose, celle de savoir dans quelle mesure les changements de comportement constatés cette année perdureront. Cette inconnue est particulièrement importante au niveau sectoriel. On peut en effet se demander comment le télétravail influera sur la demande de bureaux, quel sera l'impact des achats en ligne sur la demande de surfaces de vente, celui de la vidéo en *streaming* sur les salles de cinéma, les théâtres, les stades, ou encore les répercussions de la visioconférence sur les déplacements professionnels.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

² « *known unknown* » : terme employé par Donald Rumsfeld lors d'un discours prononcé en 2002 pour désigner une question dont on a conscience mais on ignore la réponse.



ÉTATS-UNIS

CHANGEMENT DE DÉCOR

C'est peu dire que le mandat du 46^e président des États-Unis, Joe Biden, s'annonce compliqué. Au moment d'être investi, le 20 janvier prochain, celui-ci héritera d'une économie en rechute, conséquence d'une épidémie de Covid-19 qui s'emballe et promet d'aggraver un bilan humain déjà lourd. Au-delà de l'urgence sanitaire, la nouvelle administration démocrate devra faire face à des antagonismes politiques et sociaux qui n'ont jamais paru aussi profonds qu'à l'aube de cette nouvelle décennie. Réputé homme de dialogue, Joe Biden n'aura pas trop de sa longue expérience politique et de sa science du compromis pour parvenir à apaiser l'Amérique.

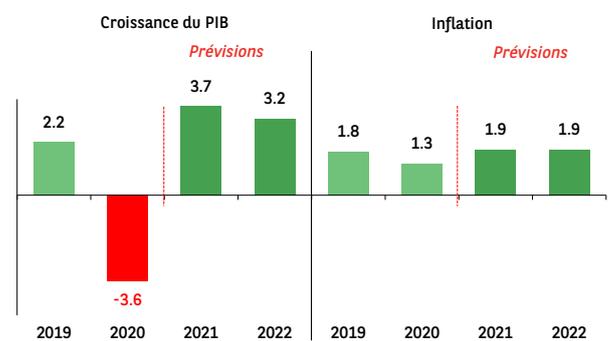
Même moins large que promise par les sondages, la victoire est nette : avec 81,3 millions de voix (51,4% des suffrages exprimés) et 306 grands électeurs sur un total de 538, le démocrate Joe Biden remporte le scrutin du 3 novembre et est élu 46^e président des États-Unis, fonction qu'il occupera dès le 20 janvier 2021, date d'investiture. Également élue, Kamala Harris sera la première femme à accéder à la vice-présidence.

QUELLES MARGES DE MANŒUVRE POUR LE PRÉSIDENT BIDEN ?

Et ensuite ? La capacité à agir du président Biden dépendra de l'équilibre des forces au Congrès. Or les élections n'ont pas engendré de « vague bleue » : selon le décompte arrêté au 6 décembre, le parti démocrate conserve de peu la majorité à la Chambre des représentants (222 sièges pour 218 requis), les républicains y gagnant 10 sièges. Dès lors, l'enjeu se concentre sur le Sénat, sans qui les lois, traités, ou nominations à certains postes clés (juges à la Cour suprême, juges fédéraux, Procureur général...) ne peuvent être approuvés. Pour l'heure, le parti républicain y détient 50 sièges, contre 48 au parti démocrate, les 2 sièges restant à pourvoir étant ceux de l'État de Géorgie, où un second vote (*runoff elections*) est organisé le 5 janvier 2021, après que le premier eut échoué à départager les candidats (aucun d'entre eux n'obtenant la majorité requise de 50%). Si, en bout de course, le Sénat devait se répartir à égalité de 50 sièges entre démocrates et républicains, la vice-présidente Kamala Harris (également présidente du Sénat de par la Constitution) emporterait les décisions en se voyant attribuer un droit de vote. Aux États-Unis, une grande partie de la politique gouvernementale des prochaines années se jouera donc en Géorgie, le 5 janvier.

Qu'elles aient trait à la santé publique (réhabilitation de l'*Obamacare*, accès facilité à *Medicare* et *Medicaid*, instauration d'une couverture universelle pour la petite enfance, aides fédérales à la souscription d'assurance privée...), aux conditions de travail (hausse du salaire minimum fédéral de USD 7,5 à USD 15 de l'heure, amélioration du statut des indépendants, doublement de la participation fédérale à la *State Small Business Credit Initiative*...), ou à l'éducation (augmentation du nombre des bourses, gratuité des études jusqu'au *community college* pour les élèves issus de familles modestes, effacement des dettes étudiantes après 20 ans de remboursement...) les propositions du président Biden sont ambitieuses et n'auront que peu de chance d'aboutir en cas de Sénat républicain. Au sein du camp démocrate lui-même, elles devront faire l'objet de compromis. Des marges de manœuvre plus importantes existent en revanche dans d'autres domaines, comme la politique étrangère, où le président Biden est susceptible d'agir par décret. Le retour des États-Unis dans l'Accord de Paris sur le climat, qui n'est pas un traité et n'exige donc pas de vote au Sénat, s'inscrit par exemple dans la liste des promesses qui seront tenues. Les programmes en matière de politique industrielle (durcissement des règles d'origine appliquées au *made in USA*, achats fédéraux de

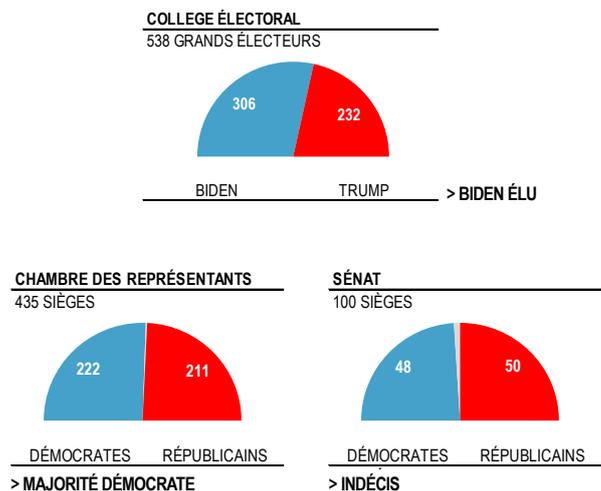
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RÉSULTATS DES ÉLECTIONS DU 3 NOVEMBRE 2020



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ASSOCIATED PRESS

matériels américains, investissements en recherche et développement) ou d'infrastructures (réfection des réseaux routiers, déploiement du haut-débit, encouragement du ferroviaire et des transports publics) peuvent aussi faire l'objet d'accords bipartites.



URGENCE SANITAIRE ET ÉCONOMIQUE

Dans l'immédiat, la priorité de l'administration Biden sera de combattre une épidémie de Covid-19 qui s'emballe et promet d'aggraver un bilan humain (près de 300 000 morts) et socio-économique (près de 10 millions d'emplois perdus) déjà lourd. Au moment d'écrire ces lignes, le taux d'incidence de la maladie (le nombre d'infections rapporté à la population), accentué par les fêtes de Thanksgiving, battait des records : avec 175 000 nouveaux cas par jour, soit 53 pour 100 000 habitants, il indiquait une propagation du virus deux fois plus rapide qu'en Europe¹. D'abord active dans les États ruraux (Dakota du Nord, Indiana, Kansas, Utah, Colorado...), la vague épidémique gagnait à nouveau dans les grands centres urbains.

Un vaccin serait-il disponible vers la fin d'année 2020 ou début 2021 que la situation empirera tout de même dans les semaines à venir. Dans une intervention récente devant le *Bay Area Council Economic Institute*, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, envisageait des prochains mois « très difficiles ». Dans l'État de New-York, où le combat contre le coronavirus est l'un des plus âpres, les écoles ont été fermées, au même titre que la plupart des commerces et lieux publics en Californie. Les rapports de mobilité fournis par les moteurs de recherche sur internet indiquent, de leur côté, un tassement de l'activité. En novembre, la consommation privée se serait ainsi contractée de 1% à 1,5%, après plusieurs mois de rebond (cf. encadré et graphique 3) ; son recul devrait s'être accentué en décembre.

Avant même d'être élu, Joe Biden s'était employé avec la présidente de la Chambre Nancy Pelosi à faire adopter par le Congrès un plan additionnel de lutte contre la pandémie. Le climat préélectoral autant que le rebond économique des mois d'été avaient cependant joué contre un accord budgétaire et favorisé le *statu quo*. Maintenant que l'horizon conjoncturel s'assombrit, celui-ci paraît de moins en moins tenable. Récemment, une initiative bipartite a vu le jour au Sénat, qui vise à débloquer près de USD 1 000 milliards de fonds d'urgence. Au-delà des mesures purement sanitaires (généralisation des tests et procédures de traçage, aides à l'accès aux soins...) il serait question d'accroître et de prolonger au-delà du 31 décembre 2020 le complément fédéral d'indemnités chômage (actuellement réduit à USD 400 par semaine) ainsi que d'amplifier le *Paycheck Protection Program*, un dispositif de soutien aux petites entreprises.

Achevé de rédiger le 7 décembre 2020

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹. Au 05/12/2020, le taux d'incidence la Covid-19 était de 23 nouveaux cas quotidiens pour 100 000 habitants dans l'Union européenne (moyenne sur 7 jours en Allemagne, France, Italie, Espagne, Portugal, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Irlande) contre 53 nouveaux cas aux États-Unis. Source : Johns-Hopkins University.

LA CONSOMMATION À LA TRACE

Intelligence artificielle, e-commerce, réseaux sociaux, médecine connectée, visio-conférences, etc., sous tous ses aspects, la révolution digitale s'est accélérée avec la crise de la Covid-19. Face à la nécessité de tracer l'épidémie, de nouveaux outils de mesure des comportements ayant recours au « *big data* » se sont imposés. Le moteur de recherche Google rend ainsi disponible, chaque jour et pour toutes les régions du monde, des rapports de mobilité basés sur l'usage de ses applications, comme par exemple ses cartes en ligne. Alors même que, au niveau des institutions nationales, la production de statistiques a été perturbée par la pandémie, de tels instruments se sont avérés utiles pour estimer les pertes de production induites par les mesures de distanciation physique et/ou de limitation de déplacements. En France, leur corrélation avec l'activité économique apparaît forte (Insee, 2020¹). Même constat aux États-Unis où les variations de la consommation privée, disponibles sur une base mensuelle, peuvent être décrites grâce aux indications fournies par le moteur de recherche. À partir d'une analyse en composantes principales (ACP), les six critères de lieu de destination retenus par Google ont été pondérés de manière à obtenir l'indicateur synthétique suivant :

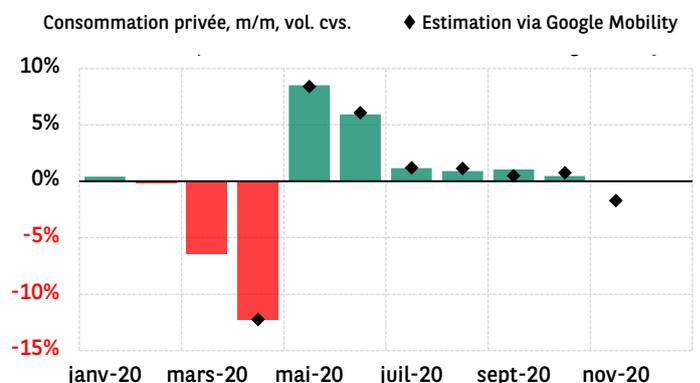
$$\Delta IGM = 0,19 \Delta I_{RET} + 0,18 \Delta I_{RES} + 0,18 \Delta I_{TRANS} + 0,18 \Delta I_{PHARM} + 0,17 \Delta I_{WORK} + 0,10 \Delta I_{PARK}$$

où : Δ exprime la variation mensuelle centrée réduite des indicateurs ; IGM : l'indicateur global de mobilité ; I_{RET} : l'indicateur des déplacements vers les commerces et espaces de loisirs ; I_{RES} : l'indicateur du temps total passé chez soi (en signe inversé) ; I_{TRANS} : l'indicateur des déplacements vers les arrêts de transports en commun ; I_{PHARM} : l'indicateur des déplacements vers les magasins d'alimentation et pharmacies ; I_{WORK} : l'indicateur de déplacements vers les lieux de travail ; I_{PARK} : l'indicateur de déplacements vers les parcs.

L'estimation des variations de la consommation privée est obtenue par régression linéaire entre la série fournie par le *Bureau of Economic Analysis* (BEA) et l'IGM ainsi calculé. Bien que reposant sur un nombre limité d'observations et donc fragile, l'ajustement est remarquable. Pour le mois de novembre, il suggère un retour de la consommation en territoire négatif, après six mois de rebond (cf. graphique 4).

¹ Insee, *Point de conjoncture*, 17 novembre 2020.

RECHUTE DE LA CONSOMMATION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BEA, GOOGLE, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DOSAGE SUBTIL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE CRÉDIT

Le rebond de l'activité depuis mars a été rapide et s'est étendu progressivement de l'industrie aux services. L'investissement, s'il reste tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers, commence à se renforcer dans le secteur manufacturier, encouragé par la solide performance des exportations. Enfin, la consommation privée, bien que toujours à la traîne, se redresse plus vivement depuis l'été. Alors que la politique budgétaire devrait continuer de soutenir la demande à court terme, les autorités monétaires peuvent réajuster leurs priorités et revenir à la maîtrise des risques financiers. Les conditions de crédit commencent à être resserrées via de nouvelles normes prudentielles. Une hausse des défauts des entreprises devrait accompagner les efforts d'assainissement du secteur financier.

L'activité économique a connu un rebond en forme de V depuis la sortie du confinement du pays en mars dernier. Après s'être contracté de 10% entre le T4 2019 et le T1 2020, le PIB réel a récupéré en un trimestre tout le terrain perdu (+11,7% au T2 en rythme trimestriel). Il a ensuite progressé de 2,7% au T3 et devrait gagner encore 2% au T4. En outre, le redressement s'est étendu et renforcé progressivement. La reprise de l'activité a d'abord été tirée par la production industrielle et l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier grâce aux mesures de relance des autorités. Le secteur exportateur a ensuite très largement bénéficié du rebond de la demande mondiale. Enfin, les services et la consommation privée ont gagné en vigueur depuis l'été. Sur l'ensemble de l'année 2020, la croissance du PIB réel devrait s'établir à +2% (graphique 1).

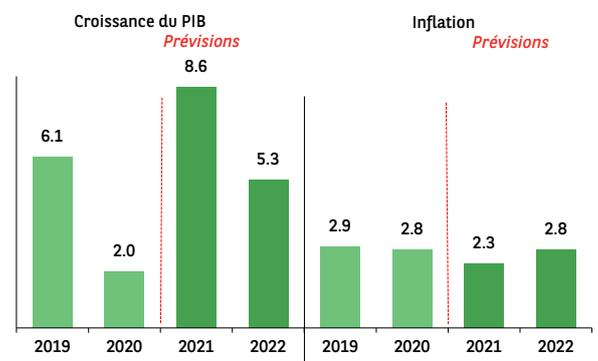
La crise liée à l'épidémie de Covid19 a toutefois laissé des traces. En particulier, la consommation privée est encore loin d'un retour à la normale, les ménages ayant été fragilisés par la dégradation du marché du travail et la baisse de leurs revenus. En outre, les difficultés financières des entreprises se sont fortement accrues alors que leurs niveaux d'endettement sont excessivement élevés. Les risques de crédit augmentent et les défauts sur les prêts bancaires et sur le marché obligataire sont amenés à se multiplier. Les autorités ont commencé à ajuster leur politique de crédit, afin de redonner la priorité à la maîtrise des risques d'instabilité dans le secteur financier sans pour autant pénaliser le redressement de l'activité.

REBOND EN V CONFIRMÉ

Le redressement de l'économie est resté solide au cours des derniers mois de 2020 (graphique 2). Du côté de l'offre, la croissance de la production industrielle, qui avait redémarré dès les premières mesures d'allègement du confinement en mars, a accéléré continûment pour atteindre 6,9% en glissement annuel (g.a.) en septembre et octobre. Sur les dix premiers mois de l'année, la production industrielle était 1,8% supérieure à son niveau de 2019 en volume, et est restée quasi stable en valeur étant donné la baisse de près de 2% des prix à la production en 2020. Dans le secteur des services, le redémarrage a été beaucoup plus tardif, mais l'activité a fortement accéléré depuis septembre. Après l'effondrement du T1, la croissance des services est passée de -0,4% en g.a. au T2 à +4% au T3, pour finalement dépasser celle de la production industrielle en octobre (+7,4%). Ces dynamiques sectorielles devraient se poursuivre à court terme, les services reprenant en 2021 leur place de principal moteur de croissance.

L'accélération dans les services a accompagné le regain de vigueur de la consommation privée. Alors que le commerce par internet s'est rapidement renforcé dès le T2, la reprise des ventes au détail a d'abord été très hésitante et ne s'est consolidée que depuis la fin de l'été (atteignant +4,6% en g.a. en octobre). Sur les dix premiers mois de l'année, les volumes de ventes au détail étaient encore près de 8% inférieures à leur niveau de 2019.

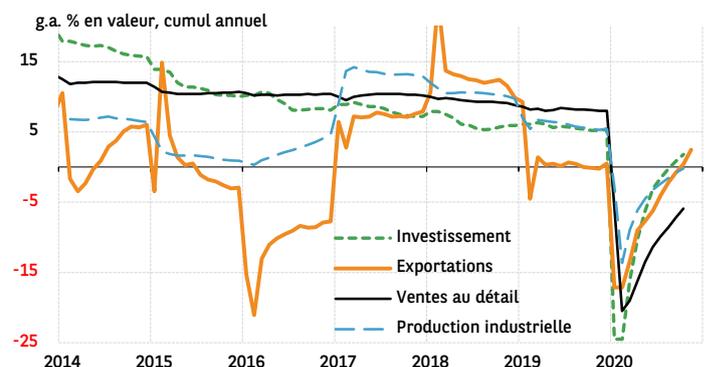
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

NORMALISATION DE L'ACTIVITÉ, MAIS RETARD DES VENTES AU DÉTAIL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : NBS, CEIC

La confiance des ménages revient, aidée par l'amélioration du marché du travail et la baisse de l'inflation. Le taux de chômage urbain a diminué depuis mars pour atteindre 5,3% en octobre, soit son niveau de début d'année. L'inflation des prix à la consommation a fortement reculé depuis juillet, passant de 2,7% en g.a. à -0,5% en novembre, principalement sous l'effet de l'importante décélération des prix alimentaires après leur flambée au T4 2019 et dans les premiers mois de 2020. L'inflation sous-jacente est également faible, mais stable (+0,5% depuis juillet contre 1,6% en moyenne en 2019).



Le rebond de la demande des ménages va se poursuivre, mais celle-ci devrait rester en sous-régime encore quelque temps étant donné la hausse du nombre d'emplois précaires qui a accompagné la reprise du marché du travail et la progression encore limitée des revenus disponibles (+0,6% en g.a. en termes réels sur les neuf premiers mois de 2020). En même temps, de nouvelles mesures visant à soutenir la consommation privée sont probables dès l'an prochain, puisque son expansion reste un objectif prioritaire de la stratégie économique chinoise. Le Plan quinquennal pour 2021-2025, dévoilé à l'automne, définit en effet le marché intérieur comme un des piliers de la croissance. Les détails du Plan seront précisés en mars.

L'investissement s'est également renforcé en octobre (+1,8% en g.a. sur les dix premiers mois de 2020), toujours tiré par les projets d'infrastructures et immobiliers. La croissance de l'investissement manufacturier est restée faible mais montre des signes de reprise, grâce notamment à la solide performance des exportations. Leur rebond depuis juin s'est en effet rapidement renforcé, atteignant une moyenne de +10% en g.a. en dollars courants sur la période juillet-octobre puis passant à +21% en novembre. La Chine a été en mesure de répondre à la forte hausse de la demande d'équipements et matériels médicaux, de biens technologiques et, plus récemment, d'autres biens de consommation courante tels que les jouets. Les perspectives d'exportation restent néanmoins incertaines, puisque dépendantes à la fois de la poursuite du redressement de la demande mondiale et donc de l'évolution de la pandémie, et des négociations commerciales à venir entre Washington et Pékin.

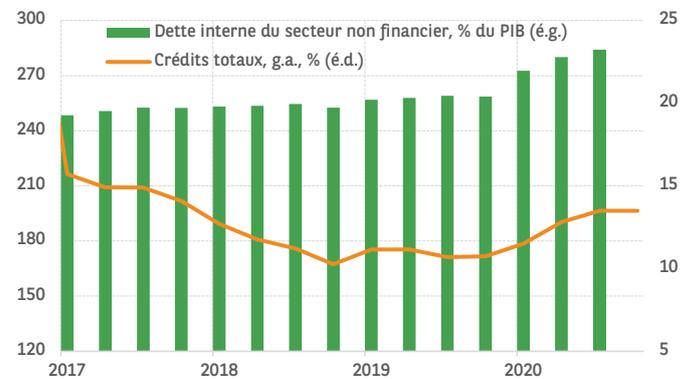
LES AUTORITÉS AJUSTENT LA POLITIQUE DE CRÉDIT

L'investissement dans les projets d'infrastructures devrait rester dynamique à court terme et l'investissement immobilier pourrait perdre de son élan en réponse aux ajustements de la politique économique. En effet, alors que la politique budgétaire et l'investissement public devraient continuer de soutenir l'activité, les autorités ont entamé un durcissement sélectif de la politique de crédit.

Étant donné le solide rebond de l'activité, les autorités monétaires peuvent se permettre de réajuster leurs objectifs et redonner la priorité à la maîtrise des risques financiers. Le resserrement des conditions de crédit sera toutefois une opération délicate. D'une part, il ne devra pas entraver le redressement de l'économie ni aggraver les pressions déflationnistes. Pékin pourrait également souhaiter ne pas accentuer l'appréciation du yuan, qui a gagné 7% contre le dollar depuis six mois. D'autre part, tout en encourageant un assainissement des pratiques de crédit, les autorités devraient continuer de soutenir les entreprises saines qui rencontrent des difficultés financières, et agir pour limiter les risques d'instabilité et les épisodes de stress dans le secteur financier.

Depuis avril, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé (à 2,95%, après une baisse de 30 pb en début d'année) mais progressivement resserré les taux monétaires (le taux repo à sept jours a augmenté de 1,5% en moyenne en avril à 2,3% en novembre). Toutefois, à court terme, il est probable qu'elle s'assure de maintenir des niveaux de liquidité confortables dans le secteur financier. En revanche, les autorités devraient durcir lentement les conditions de crédit en agissant principalement sur le cadre prudentiel et en imposant plus de discipline aux acteurs financiers. Elles ont déjà introduit le mois dernier des règles visant à contenir l'endettement des promoteurs immobiliers, et ont clairement signifié leur volonté d'encadrer davantage les activités de financement sur internet. Début décembre, elles ont annoncé un renforcement des normes prudentielles applicables aux banques considérées comme « *too big to fail* » - dont la liste devrait être allongée afin, notamment, d'accroître la surveillance des banques régionales.

NOUVELLE HAUSSE DES NIVEAUX D'ENDETTEMENT



GRAPHIQUE 3

SOURCES : PBOC, BNP PARIBAS

MULTIPLICATION DES DÉFAUTS EN VUE

Une multiplication des défauts des entreprises est attendue en 2021, à la fois conséquence de la crise de la Covid19 et corollaire des efforts d'assainissement du secteur financier.

La Chine est entrée dans la crise de la Covid19 avec une dette excessivement élevée, estimée à 258% du PIB (dette interne du secteur non-financier à fin 2019). Des efforts de réduction des risques financiers ont été mis en œuvre en 2017-2019 (durcissement réglementaire, recul des activités du *shadow banking*, début de désendettement du secteur des entreprises), mais la crise du T1 et l'assouplissement monétaire et réglementaire qui l'a suivie ont interrompu cette dynamique. L'excès de dette s'est aggravé. La croissance du crédit domestique a accéléré de 10,7% en g.a. fin 2019 à 13,7% en octobre (elle devrait se stabiliser en fin d'année), et le ratio de dette sur PIB devrait augmenter de près de 25 points de pourcentage en 2020 - après une hausse de 10 points sur les trois années précédentes (graphique 3).

Bien que les niveaux d'activité se soient normalisés dans la majorité des secteurs, de nombreuses entreprises et ménages restent fragilisés par les pertes financières du début d'année. Le poids du service de la dette devrait donc s'alourdir considérablement dans les prochains mois lorsque les mesures de soutien post-Covid (lignes de crédits, refinancements, rééchelonnements des remboursements) prendront fin. Dans le secteur bancaire, le ratio officiel de créances douteuses était de 1,96% au T3 2020, un niveau faible mais néanmoins en légère hausse. Les récents défauts d'entreprises sur les marchés obligataires locaux annoncent également les tendances à venir. Leur nombre devrait rapidement dépasser les niveaux de 2018-2019. Surtout, la proportion d'entreprises publiques en défaut pourrait augmenter, preuve d'une lente baisse du soutien implicite de l'État.

Achévé de rédiger le 14 décembre 2020

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



NORMALISATION TRÈS PROGRESSIVE DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE

Comme partout, le Japon enregistrera une récession historique en 2020. Le chemin vers un rattrapage complet de l'activité perdue pourrait être plus long qu'ailleurs et la croissance devrait rester très modérée. Selon nos projections, le PIB nippon retrouverait son niveau d'avant-crise seulement à la fin de l'année 2022. La demande interne est amoindrie par la faiblesse de l'investissement des entreprises tandis que les consommateurs semblent de retour. Les exportations japonaises bénéficient pour l'heure du solide rebond économique chinois. La politique budgétaire sera toujours en première ligne en 2021 et continuerait de bénéficier du soutien essentiel de la politique monétaire menée par la Banque du Japon. Une nouvelle enveloppe budgétaire est, à ce titre, en discussion.

UN DÉBUT DE RETOUR À LA NORMALE

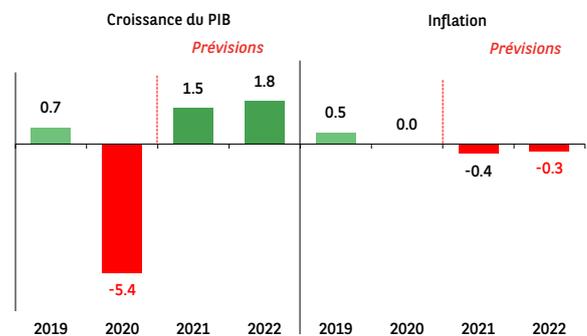
Face à la 1^{ère} vague de la pandémie, l'état d'urgence avait été décrété au Japon entre début avril et fin mai 2020, sans toutefois qu'un confinement soit légalement imposé. L'activité avait malgré tout sensiblement chuté, le PIB réel ayant enregistré une baisse historique de -8,2% au T2 2020 (en variations trimestrielles, non annualisé). Au T3, le rebond du PIB (+5,0%, v.t.) a été plus fort qu'attendu. La consommation a retrouvé de la vigueur, en lien avec le retour de la confiance des consommateurs, tandis que les exportations ont bénéficié d'un retour de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux (Chine en tête). En revanche, l'investissement des entreprises apparaît toujours fragilisé et devrait rester déprimé compte tenu de la faible utilisation des capacités de production et d'un niveau d'incertitudes encore élevé. Les derniers indicateurs conjoncturels envoient des signaux mitigés. L'indice Tankan de la Banque du Japon (BoJ) s'améliore très légèrement au T3 2020 mais reste à un niveau faible, tandis que l'indice des directeurs d'achats (PMI) composite stagne en novembre, à un niveau inférieur à 50 (seuil qui sépare les phases d'expansion de celles de contraction). Après le fort rebond du T3, la croissance économique japonaise au 4^e trimestre devrait sensiblement baisser. Le PIB progresserait de seulement +0,6% (v.t.) au dernier trimestre de l'année. La hausse des contaminations, observée à la fois au Japon et chez ses partenaires, pèserait sur la demande intérieure, en particulier la consommation des ménages, comme externe. L'activité demeurerait peu dynamique au 1^{er} semestre 2021, dans un contexte incertain sur le plan sanitaire et sur le marché du travail. À l'horizon du 2nd semestre 2021, l'espoir de la distribution d'un vaccin devrait soutenir la demande globale et réduire les incertitudes. L'appréciation attendue du yen au cours de l'année 2021 (l'USDJPY serait de 98 au T4 2021 contre 101 au T1 2021) serait limitée et n'affecterait pas de manière sensible les exportateurs japonais. Au total, dans notre scénario, le PIB japonais ne retrouverait pas son niveau du T4 2019 à l'horizon de prévision, soit fin 2022. Dans ce contexte, l'inflation restera faible, voire négative, et le soutien budgétaire persistera.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN PREMIÈRE LIGNE

Dans ce contexte de reprise lente et encore incomplète, les pressions désinflationnistes devraient persister. L'inflation totale japonaise est entrée en territoire négatif en octobre 2020 (-0,4%, en g.a. après 0% en septembre) et devrait y rester tout au long de l'année 2021. Les salaires resteraient peu allants l'an prochain, les entreprises cherchant dans un premier temps à restaurer leurs marges.

La politique budgétaire sera toujours le principal vecteur de soutien public en 2021. La nouvelle hausse de l'enveloppe budgétaire, actuellement en discussion, intégrera des subventions destinées aux acteurs du secteur des services, qui souffrent des restrictions sanitaires, ainsi que des financements dédiés à la transformation digitale. Dans ce contexte, la Banque du Japon aura pour principal objectif de

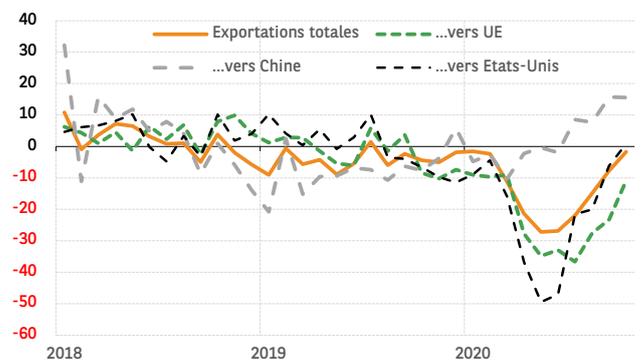
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

EXPORTATIONS (VOLUME, GLISSEMENT ANNUEL)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DES FINANCES

maintenir des taux d'intérêt à 10 ans autour de 0%. Une extension de son programme de soutien au financement des entreprises pourrait également émerger, mais nous n'anticipons pas de changement majeur de politique monétaire en 2021 malgré la faiblesse de l'inflation.

Achevé de rédiger le 07/12/2020

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

ZONE EURO

9

ENTRE PRUDENCE ET ESPOIR

Avec le rebond épidémique, le processus de rattrapage économique est enrayé en zone euro. La fin de l'année 2020 s'annonce plus difficile qu'attendu en raison des nouvelles restrictions sanitaires mises en place dans la plupart des États membres. La production industrielle reste basse au regard de son niveau d'avant-crise et les entreprises des services marchands continuent d'être en première ligne face aux restrictions. Beaucoup d'incertitudes demeurent pour le 1^{er} semestre 2021. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne a annoncé de nouvelles mesures de stimulus monétaire lors de sa réunion du 10 décembre tandis que le soutien budgétaire devrait se réduire progressivement.

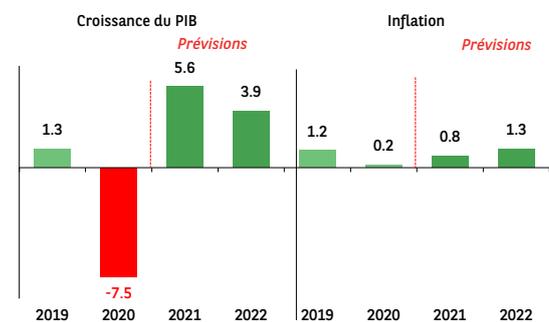
Le choc de la deuxième vague de Covid-19 a enrayé le processus de rattrapage économique en zone euro mais a été moins fort qu'en mars-avril. Les nouvelles relatives au développement d'un vaccin sont encourageantes, les effets sur l'économie pouvant néanmoins prendre du temps.

APRÈS ENVIRON UN AN DE PANDÉMIE, OÙ EN EST L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO ?

La croissance économique de la zone euro a été particulièrement erratique en 2020, dépendant de l'évolution du nombre de contaminations. Quelle est la situation actuelle au regard de celle pré-pandémie ? Le rattrapage économique est incomplet. En d'autres termes, la 2^e vague de Covid a freiné la dynamique économique et la zone euro reste économiquement affaiblie. Depuis les mois de mars et avril, marqués par une chute brutale de la demande et de l'offre, la situation se normalise toutefois. L'ensemble des indicateurs conjoncturels relatifs aux secteurs d'activité, à la production ou à la consommation privée, remontent vers leurs niveaux d'avant-crise (cf. graphique 2). La 2^e vague de Covid, qui a touché la plupart des États membres de la zone euro, a été moins forte que la 1^{ère} car elle a moins affecté la capacité d'offre de l'économie (les écoles sont par exemple en grande partie restées ouvertes, ce qui a permis aux parents de continuer de travailler). Bien qu'imparfaitement représentatives de la consommation finale des ménages, les ventes au détail ont de leur côté fortement rebondi et dépassent même aujourd'hui leur niveau de fin 2019. Au-delà de l'effet de rebond mécanique de la demande (*pent-up demand*), les mesures de soutien budgétaire ont également permis de limiter la perte de pouvoir d'achats des ménages. La production manufacturière reste à l'inverse en deçà de son niveau d'avant-crise, reflétant notamment la faiblesse de l'investissement des entreprises. Toutefois, l'activité manufacturière résiste bien ces derniers mois, comme en témoigne l'indice des directeurs d'achats (PMI¹) du secteur qui s'est installé au-dessus du seuil de 50 depuis le mois de juillet. À l'inverse, l'activité dans les services demeure dégradée, le PMI du secteur étant repassé nettement au-dessus de 50 en novembre (41,7 après 46,9 en octobre). Ces dynamiques témoignent de l'impact asymétrique de cette crise en fonction de la spécialisation sectorielle des États membres.

Au total, l'économie de la zone euro n'est pas tirée d'affaires et nous anticipons une nouvelle baisse du PIB de la zone euro au 4^e trimestre 2020. Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'établirait à -7,5% avant un rebond de +5,6% en 2021, puis une nouvelle décélération de l'activité en 2022 (+3,9%). C'est seulement à cet horizon que le niveau du PIB de la zone repasserait au-dessus de son niveau d'avant-crise. Cela masque des disparités importantes entre les États membres de la

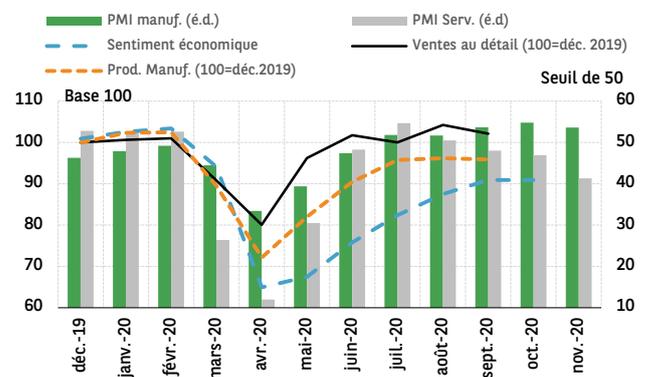
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INDICATEURS CONJONCTURELS EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, EUROSTAT, MARKIT

zone euro, et laisse craindre une accentuation des divergences en son sein. L'Allemagne devrait par exemple rattraper son niveau d'activité pré-crise bien avant l'Espagne. Par ailleurs, les nouvelles entourant la distribution d'un vaccin sont encourageantes. Compte tenu du temps nécessaire pour immuniser une partie suffisante de la population et des incertitudes relatives à l'acceptation du vaccin, l'impact économique de ce dernier pourrait être plus long à se matérialiser.

1. L'indice PMI est une enquête réalisée auprès de chefs d'entreprises. Cette enquête offre une image fidèle de la santé économique des différents secteurs d'activité (manufacturier, services marchands, construction). Le seuil de 50 sépare les phases de contraction et d'expansion.



PAS DE NORMALISATION MONÉTAIRE À ATTENDRE

Le choc désinflationniste de l'épidémie continue d'inquiéter les autorités monétaires. L'inflation en zone euro s'est établie en novembre 2020 en territoire négatif pour le 4^e mois consécutif (-0,3% en g.a.), tandis que la composante sous-jacente, i.e. corrigée des produits dont les prix sont les plus volatils, reste positive mais à un niveau historiquement faible (+0,2%). L'atonie de l'inflation s'observe notamment dans les services relatifs au tourisme, qui sont en première ligne face aux restrictions sanitaires prises à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) a pris de nouvelles mesures lors de sa réunion du 10 décembre, comme cela avait déjà été clairement pré-annoncé. En particulier, l'enveloppe du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) a été augmentée de EUR 500 mds et son horizon étendu au moins jusqu'à fin mars 2022. La distribution d'un vaccin ne devrait par ailleurs pas précipiter un resserrement de la politique monétaire, la BCE demeurant prudente quant aux conditions de financement des États membres (cf. graphique 3).

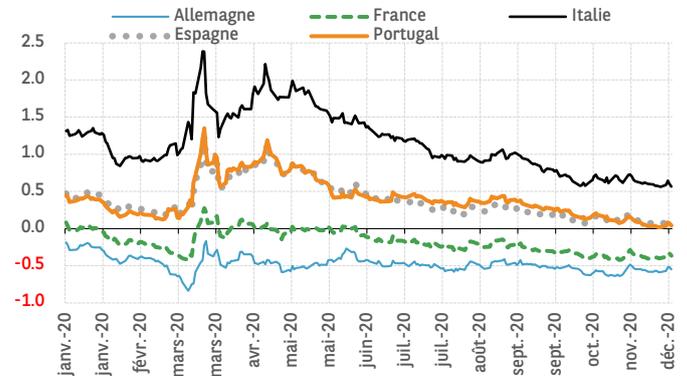
Des signaux importants au regard de la conduite future de la politique monétaire pourraient émerger à l'horizon du milieu de l'année 2021, date à laquelle la BCE prévoit la fin de sa revue stratégique. Cette revue, qui fait suite à celle déjà conduite par la Réserve fédérale américaine (Fed), devrait concerner essentiellement la cible d'inflation et des changements potentiels d'instruments monétaires en vue d'atteindre cette cible. La BCE pourrait modifier le narratif en insistant davantage sur l'emploi et sur le caractère symétrique de la cible d'inflation à moyen terme. Ainsi, la BCE se montrerait, à l'image de la Fed, plus encline à accepter une inflation supérieure à 2% sans resserrement de sa politique. Cela introduirait un nouveau biais monétaire accommodant.

QUEL SOUTIEN BUDGÉTAIRE PEUT-ON ATTENDRE EN 2021?

La relation entre la politique budgétaire et la politique monétaire pourrait être l'une des thématiques de la revue stratégique de la BCE. Les gouvernements des États membres de la zone euro ont bénéficié de la suspension des règles budgétaires européennes et ont donc pu absorber une partie importante du choc en 2020. Mesurée par la variation du solde public structurel primaire², l'impulsion budgétaire a été très importante cette année, bien que son ampleur varie selon les États. Au niveau agrégé, sur base des dernières estimations de la Commission européenne (dont les dernières informations disponibles s'arrêtent au 5 novembre), l'impulsion budgétaire de la zone euro a été de l'ordre de 3,5 points de PIB potentiel. Cette intervention massive était nécessaire compte tenu de l'ampleur du choc et permet de limiter la perte de revenus des ménages et les faillites d'entreprises. En 2021, le soutien des administrations publiques se réduirait sensiblement et serait plus ou moins neutre au niveau agrégé en zone euro (cf. graphique 4). Avec le redémarrage attendu de la croissance et la réouverture espérée de l'ensemble des commerces, les dispositifs d'activité partielle devraient par exemple être progressivement retirés. Les questions du resserrement de la politique budgétaire et de la stabilisation du ratio de dette publique sur PIB reviendront sûrement rapidement au centre des discussions. Néanmoins, même si l'économie de la zone euro accélère sa phase de normalisation en 2021 et au-delà, elle reste pour l'heure encore affaiblie, et un retrait trop rapide du soutien budgétaire pourrait être contre-productif. Par ailleurs, au moins à court terme, le maintien de conditions de financement favorables limite les risques de refinancement de la dette publique.

² Le solde public structurel primaire correspond au solde public corrigé des effets du cycle économique et des charges d'intérêt.

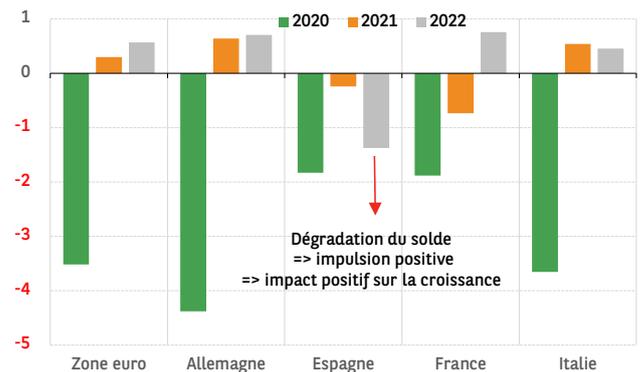
TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS À 10 ANS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

VARIATION DU SOLDE STRUCTUREL PRIMAIRE (% DE PIB POTENTIEL)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : AMECO

En tout état de cause et avec les informations dont nous disposons aujourd'hui, en cumulé sur la période 2020-2022, la politique budgétaire en zone euro serait expansionniste (l'impulsion cumulée serait de l'ordre de 2,5% de PIB potentiel). Le fonds de relance européen (*Next Generation EU*) devrait soutenir les politiques nationales à compter de l'année prochaine. L'accent mis sur l'investissement devrait avoir un effet multiplicateur plus fort sur l'activité à moyen terme.

Achevé de rédiger le 15 décembre 2020

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

ALLEMAGNE

11

FACE À L'INCERTITUDE SUR LES REVENUS, L'ÉPARGNE DE PRÉCAUTION S'ENVOLE

Le deuxième confinement a interrompu une reprise économique qui s'essouffait déjà. Le climat des affaires ne tardera cependant pas à s'améliorer, porté par les anticipations relatives à la disponibilité prochaine de plusieurs vaccins. L'inflation se situe actuellement en territoire négatif en raison de la baisse de la TVA, mais elle redeviendra positive à l'expiration de cette mesure fiscale le 1^{er} janvier 2021. En raison du deuxième confinement, le budget 2021 affichera un déficit supérieur aux hypothèses retenues en septembre, à EUR 180 mds ou 5,2 % du PIB. Au T2, le taux d'épargne des ménages a grimpé à 20,1 %, un nouveau plus haut historique. Lorsque la pandémie sera passée, il pourrait sensiblement reculer avec la réalisation, par les ménages, des achats reportés.

LA REPRISE INTERROMPUE PAR UN CONFINEMENT ALLÉGÉ

Après une contraction historique de 9,1 % au T2, le PIB a vigoureusement rebondi au T3, de 8,5 %, un niveau légèrement supérieur aux attentes. L'activité n'en est pas moins restée en retrait de 3 % par rapport à l'année précédente. Le rebond a été en partie dû à la levée progressive des mesures de confinement à partir de la fin du mois d'avril. L'activité a, par ailleurs, bénéficié du plan de relance du gouvernement, introduit en juin. Au cours du T3, les indicateurs du cycle conjoncturel ont, néanmoins, montré que la reprise était en train de s'essouffler. En septembre, l'indice Ifo du climat des affaires a culminé à un niveau bien inférieur à celui d'avant-crise. De plus, malgré un rebond impressionnant, l'indicateur GfK de confiance des ménages est resté en territoire négatif, la propension aux achats ayant été freinée par les craintes d'une deuxième vague de contamination.

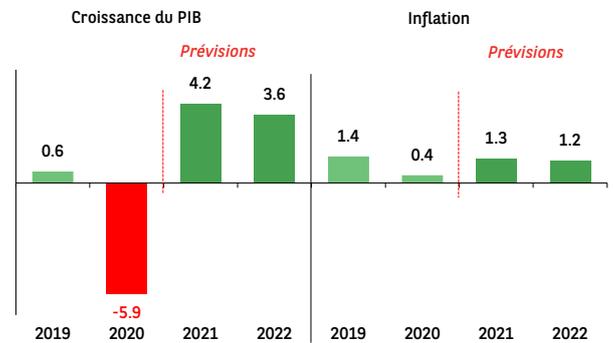
Suite à la forte recrudescence des cas de Covid-19, le gouvernement a dû introduire de nouvelles restrictions. Initialement, il n'a cependant pas voulu instaurer un confinement complet car l'une de ses principales mesures, la baisse du taux de la TVA à partir du 1^{er} juillet, serait devenue inefficace. Il s'est contenté de faire fermer les bars, les restaurants et les théâtres, autorisant les magasins non essentiels à ouvrir. Le nombre de contaminations restant à un niveau très élevé, mi-décembre les autorités ont finalement décidé de les fermer également, ainsi que les écoles et les crèches. En outre, les employeurs ont été invités à fermer leur entreprise durant les vacances ou à autoriser le travail à domicile.

Fin novembre, l'indice Ifo du climat des affaires a perdu 2,5 points en raison d'anticipations nettement plus pessimistes, en particulier dans les services. De plus, l'indicateur GfK de confiance des ménages s'est enfoncé davantage en territoire négatif. Cependant, malgré la détérioration actuelle de la situation des entreprises, les anticipations pourraient rebondir en décembre suite à l'annonce de la disponibilité prochaine de plusieurs vaccins, dont celui du laboratoire allemand BioNTech en collaboration avec le laboratoire américain Pfizer. Les autorités préparent une campagne de vaccination, mais il faudra peut-être attendre jusqu'en 2022 pour que l'ensemble de la population soit vaccinée.

CHUTE DES PRIX DUE À LA BAISSSE DE LA TVA

Le pouvoir d'achat des salariés s'est nettement amélioré au second semestre de 2020, grâce à la baisse des prix à la consommation, due à la diminution temporaire de la TVA. Le taux standard a été abaissé de 19 % à 16 % et le taux réduit, de 7 % à 5 %, avec effet à compter du 1^{er} juillet 2020. Si les entreprises avaient entièrement répercuté la baisse de la TVA sur les consommateurs, la hausse de l'IPCH aurait reflué de 1,8 point de pourcentage. Or cela n'a pas été le cas. En octobre, les prix à la consommation ressortaient en repli de 0,5 % par rapport à 2019. Selon la Bundesbank, la baisse de la TVA semble avoir été entièrement

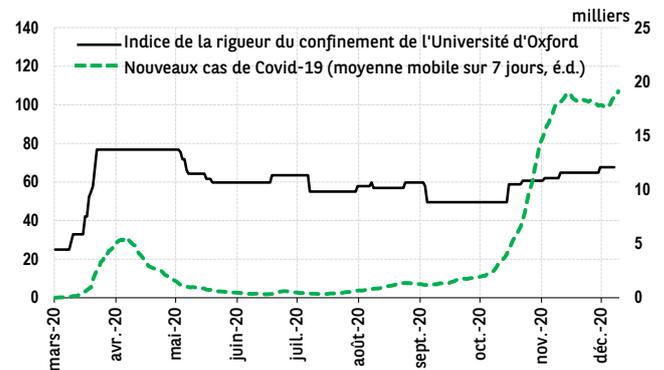
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LE CONFINEMENT ALLÉGÉ N'A PAS PERMIS DE FREINER LA PANDÉMIE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ECDC, UNIVERSITÉ D'OXFORD

répercutée sur les prix de la plupart des denrées alimentaires et biens industriels hors énergie. Dans certains cas, la baisse des prix a même été bien supérieure à celle de la TVA.

Dans les services, en revanche, le consommateur ne semble avoir bénéficié que d'un tiers de la diminution du taux d'imposition. Seulement dans quelques secteurs, comme les télécommunications, les prix ont reculé. Après l'expiration de la mesure de réduction de la TVA au 1^{er} janvier 2021, l'inflation devrait retrouver des valeurs nettement positives. En 2021, l'inflation pourrait atteindre 1,3% contre 0,4% en 2020.



LE BUDGET 2021 S'ENFONCE DANS LE ROUGE

Comme les conséquences économiques de la pandémie de coronavirus continueront à se faire sentir l'année prochaine, la politique budgétaire sera toujours très accommodante en 2021. La clause dérogatoire à la règle du frein à l'endettement au niveau fédéral et aux règles budgétaires de l'UE restera activée. Fin novembre, la commission parlementaire du budget est parvenue à un accord avec l'exécutif sur un budget révisé pour 2021, prévoyant un nouvel endettement de EUR 180 mds (5,2 % du PIB), contre EUR 218 mds en 2020. Ce montant est nettement supérieur à celui présenté par Olaf Scholz, ministre des Finances, dans son projet de budget initial en septembre (EUR 96 mds).

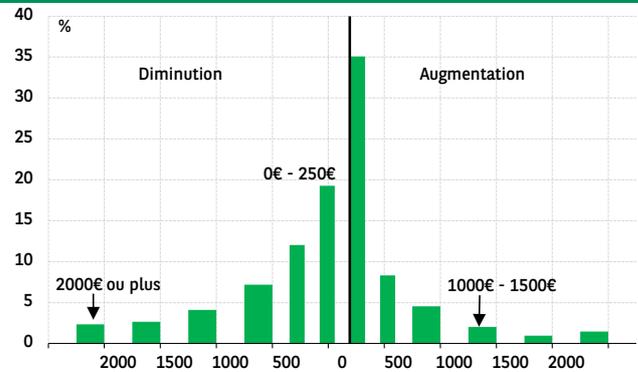
Les dépenses fédérales avoisineront EUR 500 mds, un montant comparable à celui de 2020. Elles augmenteront de EUR 85 mds par rapport au projet initial pour couvrir les coûts supplémentaires liés au nouveau confinement et à la vaccination. Par contre, les recettes fiscales devraient être légèrement en hausse en raison du redressement de l'économie (EUR 293 mds contre EUR 265 en 2020). De nombreuses mesures sont mises en œuvre pour réduire la pression fiscale des ménages. Ainsi, dès 2021, une bonne partie des contribuables allemands ne paiera plus l'impôt de solidarité. Les allocations familiales seront, par ailleurs, augmentées : EUR 15 par mois et par enfant. La tranche de base non imposable sera relevée pour l'ensemble des ménages. L'une des grandes questions est de savoir quand le parlement réactivera le mécanisme de frein à l'endettement. Les élections législatives ayant lieu à l'automne 2021, ce sera au prochain parlement de décider.

DÉPENSES DES MÉNAGES PENDANT LA PANDÉMIE

Les mesures de confinement et les règles de distanciation sociale ont conduit à d'importantes pertes de revenu pour les ménages. Au T2 et au T3, les salaires et traitements nets ont baissé de 3,8 % et de 0,5 %, respectivement, soit une perte mensuelle moyenne par salarié d'environ EUR 130 au T2. Grâce à l'augmentation des dépenses de protection sociale, la variation annuelle du revenu disponible des ménages est ressortie à -0,8 % au T2 et à +0,7 % au T3. Sur la même période, la consommation des ménages a fortement baissé en raison de la fermeture des magasins non essentiels, des bars, restaurants, etc. De plus, avec l'aggravation de l'incertitude sur les revenus, les consommateurs se sont montrés plus réticents à dépenser. Conséquence, le taux d'épargne a grimpé à 20,1 % en T2, un plus haut depuis le début de la série en 1991, pour revenir à 13,5 % au T3. Ce dernier chiffre reste, cependant, bien supérieur à la moyenne de long terme (10,8 %). On s'attend à un rebond de la consommation et à un retour du taux d'épargne à des niveaux proches de cette moyenne de long terme une fois que la pandémie aura disparu et que la situation sera revenue à la normale. Le taux d'épargne pourrait même reculer bien en deçà de sa moyenne de long terme avec la réalisation des achats reportés par les consommateurs.

En mai, la Bundesbank a effectué une enquête sur la manière dont la pandémie a affecté le budget des ménages. Il en est ressorti que plus de 40 %, en moyenne, des personnes interrogées ont accusé des pertes de revenu ou d'autres pertes financières du fait de la pandémie ou des mesures prises par les pouvoirs publics pour y faire face. Comme on pouvait s'y attendre, ce pourcentage est bien plus élevé chez les personnes présentes sur le marché du travail (46 %) que dans le reste de la population, principalement les retraités (28 %). Les panélistes sondés par la Bundesbank s'attendent à une baisse moyenne de leur revenu mensuel net de EUR 64 sur les douze prochains mois. Par rapport à la

DISTRIBUTION DES PROBABILITÉS DE CHANGEMENTS ANTICIPÉS DU REVENU INDIVIDUEL PAR MOIS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : PANEL EN LIGNE DES MÉNAGES DE LA DEUTSCHE BUNDESBANK (BOP-HH)

précédente enquête de mai 2019, les intentions de dépenses ont reculé sous l'effet des pertes de revenu et des anticipations de hausse de l'inflation. Ce dernier facteur est d'autant plus surprenant que, dans la théorie économique classique, les dépenses en biens durables auraient tendance à augmenter en cas d'anticipation de hausse de l'inflation. La perte de revenu n'a eu qu'un impact limité sur la propension marginale à consommer.

Sur la base de cette enquête relative aux anticipations des ménages, un autre groupe de chercheurs de la Bundesbank a étudié la manière dont ces derniers réagissent aux annonces de politiques publiques². Le panel a été divisé en quatre groupes, trois d'entre eux recevant des informations pertinentes sur les annonces réelles et le quatrième, des informations non pertinentes, soit un traitement dit « placebo ». Les trois mesures annoncées par les pouvoirs publics étaient expansionnistes et auraient dû conforter la confiance des ménages. Or, l'étude a montré qu'elles n'ont pas eu un impact significatif sur les anticipations de revenu. Par ailleurs, les personnes ayant reçu des informations sur les plans de relance ont estimé que la croissance du PIB serait inférieure. Une raison possible est que les annonces politiques ont indiqué aux ménages que l'économie était plus affaiblie qu'ils ne le pensaient. Les chercheurs ont pu établir que les ménages ayant un accès limité au crédit ont été plus optimistes après avoir obtenu de nouveaux éléments sur les annonces faites par les pouvoirs publics. Probablement ces ménages étaient-ils déjà conscients des difficultés de l'économie. Ils révisent donc plus volontiers à la hausse leurs anticipations après avoir reçu des annonces sur des politiques expansionnistes. En revanche, les ménages, dont l'accès au crédit n'est pas limité, se sont montrés plus pessimistes, donnant à penser que, dans leur cas, l'effet du « signal » l'a emporté.

Il ne faudrait pas conclure, à partir de ces travaux de recherche, que les plans de relance n'ont pas d'incidence sur les dépenses des ménages. Par leur effet sur les anticipations d'emploi et de revenu, ils peuvent avoir un impact important une fois mis en œuvre. Le résumé de l'étude de la Bundesbank démontre essentiellement combien il est important de soigner la manière de présenter ces programmes pour éviter une réaction négative des ménages.

Achevé de rédiger le 13 décembre 2020

Raymond Van der Puttenraymond.vanderputten@bnpparibas.com

¹ René Bernard, Panagioti Tzamourani, Michael Weber, *How are households' consumption plans affected by the COVID-19 pandemic?* Research Brief, 35^e édition, novembre 2020.

² Olga Goldfajn-Frank, Georgi Kocharkov, Michael Weber, *Households' Expectations and Unintended Consequences of Policy Announcements*, Research Brief, 34^e édition – novembre 2020.



FRANCE

13

DE LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL

Le choc récessif massif du S1 a été suivi d'un rebond tout aussi spectaculaire de l'activité économique au T3 (18,7% t/t) mais de courte durée. Le scénario en « W » s'est, en effet, matérialisé : une rechute est attendue au T4, due au reconfinement instauré le 30 octobre pour endiguer la nouvelle vague épidémique. Le deuxième « V » devrait toutefois être moins marqué que le premier : à la baisse, notamment parce que le confinement est moins strict ; à la hausse, car des contraintes sanitaires subsisteront et l'économie est fragilisée. La route s'annonce encore longue mais l'arrivée de vaccins permet d'entrevoir la lumière au bout du tunnel. Les premiers effets positifs du plan France Relance devraient aussi soutenir la croissance, ce qui permet d'envisager un retour du PIB à son niveau d'avant-crise en 2022.

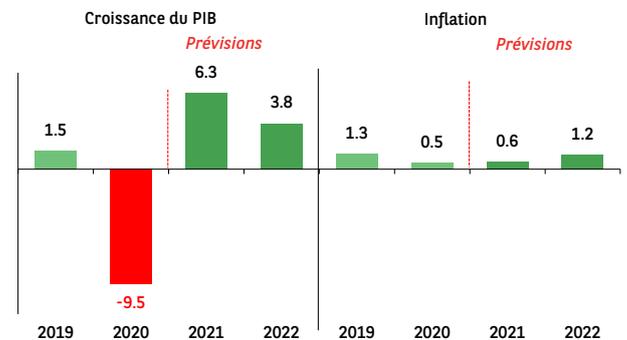
RETOUR SUR QUELQUES CARACTÉRISTIQUES DU REBOND DU T3

D'après la deuxième estimation de l'INSEE, le PIB français a crû de 18,7% t/t au T3, un rebond aussi spectaculaire que le plongeon qui l'a précédé (-19% au S1 2020) et, par ailleurs, revu à la hausse par rapport à la première estimation (18,2% t/t). Ce rebond est le deuxième plus important de la zone euro (l'Irlande fait mieux avec +21,4% t/t). Il ne permet toutefois pas de rattraper tout le terrain perdu : le PIB reste 3,7% sous son niveau de la fin 2019, ce qui est à la fois peu - compte tenu du point bas par lequel l'économie est passée - et beaucoup au vu des freins à l'œuvre (cf. *infra*) qui font que les derniers pourcents à rattraper le seront plus lentement et difficilement que les premiers, plus mécaniques.

L'ensemble des composantes du PIB ont très fortement augmenté, tandis que la contribution très négative des variations de stocks est venue atténuer le rebond. L'évolution de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages retient plus particulièrement notre attention. L'investissement des entreprises a chuté de 21% au S1 avant de rebondir d'autant au T3, des chiffres proches de ceux du PIB alors qu'habituellement les fluctuations de l'investissement sont nettement plus marquées. Il n'y a pas eu d'accentuation de la contraction par le canal des anticipations, de la détérioration du climat des affaires et de l'accroissement de l'incertitude, ni par celui de l'accélérateur financier. L'enquête trimestrielle de l'INSEE sur les investissements dans l'industrie rend compte également de cette relative résistance : la baisse attendue en 2020 (-14%) est moins marquée que celle de 2009 (-22%). Cela illustre la nature foncièrement différente des deux crises et les contraintes financières moins fortes aujourd'hui grâce au vaste soutien budgétaire et monétaire déployé depuis le printemps.

La consommation des ménages est, avec la consommation publique, la composante du PIB qui s'est le plus redressée : au T3, la consommation publique était revenue à son niveau d'avant-crise et celle des ménages était 1,6% en-dessous (5% pour l'investissement, 15% pour les exportations). Les dépenses de consommation en biens ont dépassé de 1% leur niveau d'avant-crise mais celles de services se situent 5% en-deçà. S'agissant du rebond de la consommation de biens, on peut voir le verre à moitié vide comme à moitié plein. D'un côté, on peut être déçu qu'elle ait dépassé de seulement 1% son niveau d'avant-crise alors même qu'elle est moins empêchée par les restrictions sanitaires que la consommation de services. Mais, dans le contexte actuel, on peut aussi être favorablement impressionné par le fait qu'elle l'ait dépassé. La baisse marquée du taux d'épargne des ménages au T3, à 16,5% de leur revenu disponible brut, va en ce sens d'une lecture positive des chiffres de la consommation. Après avoir bondi de 11,6 points au S1 2020, le taux d'épargne a diminué de quasiment autant au T3 (-10,2 points) : le flux d'épargne forcée, accumulée pendant le premier confinement, semble ainsi avoir nettement dégonflé.

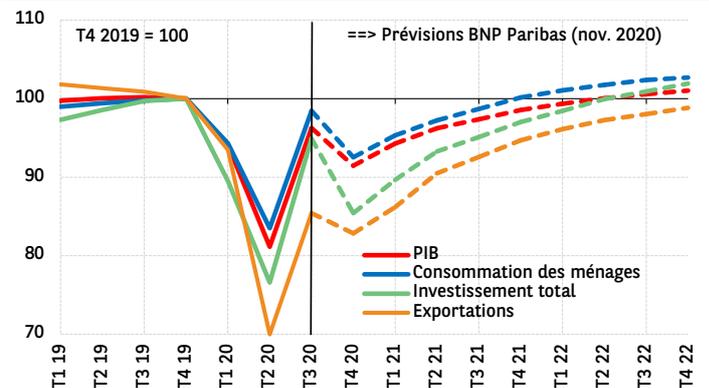
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ILLUSTRATION DU W



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

LE RISQUE DU W S'EST MATÉRIALISÉ

Essentiellement mécanique, on savait que le rebond du T3 serait suivi d'une croissance moins forte, à mesure que les effets de rattrapage s'atténueraient et du fait de la persistance de fortes disparités sectorielles et des contraintes et incertitudes sanitaires. Le reconfinement, débuté le 30 octobre pour endiguer la nouvelle vague épidémique, a remplacé la question de l'ampleur de l'essoufflement par celle de la



contraction. Le risque d'un scénario en W s'est donc matérialisé (cf. graphique 2). Le deuxième « V » devrait toutefois être moins marqué que le premier :

- À la baisse (la contraction au T4 2020) : le deuxième confinement est moins strict que le premier ; l'impact sectoriel est plus concentré (cf. graphique 3) ; les entreprises et les consommateurs se sont adaptés ; l'environnement international est moins détérioré. De fait, la rechute des enquêtes d'octobre et novembre sur le climat des affaires et la confiance des consommateurs est nette mais bien moindre qu'en mars-avril¹. Une particularité négative de l'impact du confinement au T4 réside dans la baisse de la consommation des ménages, attendue légèrement supérieure à celle du PIB quand elle avait été moindre au T2.
- À la hausse (le rebond début 2021) : le confinement n'est allégé que progressivement et sous conditions sanitaires ; l'économie est affaiblie par le premier confinement ; les contraintes et incertitudes sanitaires demeurent, ainsi que les disparités sectorielles ; les incertitudes économiques (Brexit, vacillement de la croissance américaine) continuent de projeter leur ombre.

Il reste une part d'incertitude sur l'ampleur de la rechute du PIB au T4. L'INSEE et la Banque de France estiment que l'économie fonctionnait à 96% de son niveau normal en octobre et à 88% en novembre (contre 71% en avril 2020). Le confinement se poursuivant en décembre, dans une version un peu allégée, ce pourcentage devrait se redresser, mais jusqu'où ? Notre prévision d'une contraction du PIB de 5% t/t (effectuée avant les annonces du 24 novembre sur l'allègement du confinement) repose sur l'hypothèse que ce taux remonte à 90%. Cette hypothèse, et par conséquent notre prévision de contraction du PIB (au T4 et sur l'ensemble de l'année 2020) pourraient se révéler trop pessimistes. Dans son Point de conjoncture du 2 décembre, l'INSEE avance le chiffre de 92% et prévoit une contraction de 4,4% du PIB au T4 et de 9,1% en 2020.

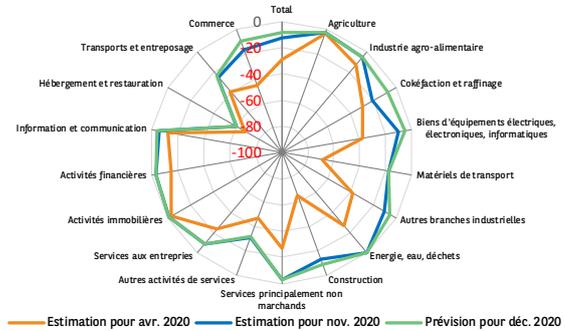
ESPOIRS ET DÉFIS DE 2021 ET 2022

Le redémarrage économique à compter de début 2021 devrait être progressif mais significatif. Progressif pour les raisons susmentionnées à propos du T1, auxquelles s'ajoutent les caractéristiques sectorielles de l'économie française (le poids élevé des services marchands, plus durement et durablement affectés par la crise sanitaire que l'industrie²). Les séquelles du choc récessif massif de 2020, d'ampleur incertaine, pèseront également sur la reprise (défaillances d'entreprises, chômage plus élevé, ratios de dette plus élevés, moindres gains de productivité). Avec une croissance attendue à 6,3%, il s'agit aussi d'un rebond significatif. Cette prévision, ainsi d'ailleurs que celle pour 2022 (3,8%), se situe au-dessus du consensus et des prévisions institutionnelles. Pour 2021, nous voyons même la balance des risques pencher du côté positif, tandis qu'en 2022 elle serait équilibrée.

En plus de la poursuite du rattrapage du niveau normal de l'activité, la croissance devrait être soutenue par les effets amortisseurs des mesures d'urgence et les premiers effets du plan France Relance, notamment sur l'investissement. Le potentiel de rebond de la consommation des ménages est également important compte tenu de l'épargne accumulée pendant la crise. Son caractère liquide la rend facilement mobilisable. Néanmoins, sa concentration dans le haut de l'échelle des revenus entraîne l'effet contraire, les dépenses des plus aisés (voyages, sorties et autres loisirs) étant plus contraintes par la crise sanitaire. Le risque existe aussi que cette épargne soit transformée en épargne de précaution. Ce sera affaire de confiance. Cela dépendra aussi de la situation du marché du travail qui s'annonce, au mieux, mitigée, avec

MOINDRE IMPACT SECTORIEL DU RECONFINEMENT

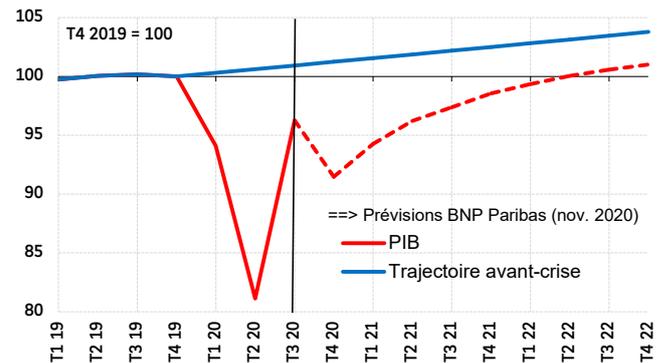
Perte d'activité par branche par rapport au T4 2019, écart en %



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

RETOUR DU PIB À SON NIVEAU D'AVANT-CRISE MAIS PAS SUR SA TRAJECTOIRE D'AVANT-CRISE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

un redressement attendu de l'emploi mais aussi du taux de chômage, le risque étant que le premier soit faible et le second important.

La situation sanitaire importe également. De ce point de vue, la découverte de vaccins contre la Covid-19 et le démarrage d'une large campagne de vaccination dès 2021, en France et ailleurs dans le monde, suscitent un important espoir. Ils permettent d'entrevoir la lumière au bout du tunnel et de laisser les perspectives de croissance, de réduire le risque d'une poursuite du stop-and-go. La diminution progressive du risque sanitaire, des contraintes et des incertitudes associées, devrait jouer favorablement sur les anticipations et les comportements de dépenses. La défiance importante, dont semblent faire preuve les Français à l'égard de ces vaccins, constitue toutefois un aléa négatif non négligeable. Le rétablissement s'annonce long mais 2022 apparaît comme un horizon accessible pour un retour à la normale, c'est-à-dire un retour du PIB à son niveau d'avant-crise et de l'économie à 100% de son niveau de fonctionnement normal. Le PIB resterait, en revanche, loin de sa trajectoire d'avant-crise (cf. graphique 4). Et il est probable qu'il ne la retrouve jamais, actant d'un choc négatif permanent.

Achévé de rédiger le 8 décembre 2020

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

¹ Comme elle s'était à peine redressée entre les deux confinements, la rechute de la confiance des ménages l'amène toutefois à un point bas depuis décembre 2018.

² Le poids des secteurs les plus exposés se monte à 22% de la VA et 29% de l'emploi (matériels de transports, commerce, services de transports, hébergement et restauration, autres services récréatifs).

AUX PRISES AVEC LA DEUXIÈME VAGUE

Après la chute impressionnante enregistrée au premier semestre 2020, l'économie italienne a rebondi durant l'été. La valeur ajoutée s'est fortement redressée dans le secteur de la construction et dans l'industrie manufacturière alors que la reprise a été plus modérée dans les services. Les prix de l'immobilier envoient également des signaux positifs, rendant improbable la réalisation du scénario le plus pessimiste évoqué au début de la pandémie. Pour endiguer la deuxième vague de contamination, le gouvernement italien a pris de sévères mesures restrictives aux effets préjudiciables sur l'activité. L'économie devrait ainsi accuser un nouveau repli au T4. La contraction devrait être plus modérée qu'au premier semestre ; c'est à peine si elle aura un léger impact sur la croissance en 2020, tandis que le report sur 2021 devrait être plus significatif.

REPRISE ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE PENDANT L'ÉTÉ

Après l'effondrement impressionnant du premier semestre 2020 (-5,5% au T1 et -13 % au T2), l'économie italienne a enregistré un rebond pendant l'été. Au T3, le PIB réel a grimpé de 15,9 % (t/t), tout en se maintenant à cinq points de pourcentage en dessous du niveau du T4 2019. La contribution des exportations nettes a été positive (+4%), les exportations ayant progressé de 30,7 % et les importations de 15,9%, alors que la demande intérieure a ajouté treize points de pourcentage à la croissance globale, à la faveur du rebond significatif de l'investissement, qui a augmenté de 31,3% (t/t), compensant largement les replis antérieurs (-7,6% au T1 et -17% au T2).

Entre juillet et septembre, les dépenses en capital ont grimpé d'environ EUR 20 mds par rapport au T2, entraînant une progression de 5,3 % de la croissance globale au T3. La reprise a été générale : les investissements dans le bâtiment (logements et autres constructions) ont augmenté d'environ 45%, soit plus que dans les machines-outils et les équipements (+34%). Les dépenses en produits de propriété intellectuelle, restées quasiment inchangées depuis le début de l'épidémie de coronavirus, ont progressé de moins de 1%.

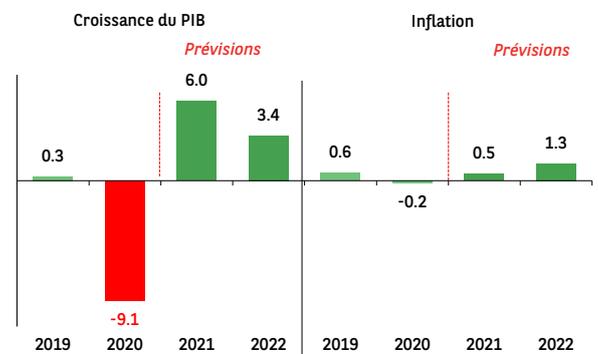
Avec la fin du confinement et l'assouplissement des mesures de distanciation sociale, la consommation privée a fait un bond de 12,4% au T3, après -6,8% au T1 et -11,5 % au T2, soit une contribution positive de 7,5% à la croissance du PIB. Pour autant, la consommation se maintient à environ 7 % en dessous de son niveau du T4 2019. Les ménages italiens ont augmenté leurs dépenses de EUR 27 mds, après une baisse de EUR 47 mds au cours des deux trimestres précédents. Au T3, les achats de biens durables se sont envolés de plus de 45%, dépassant le niveau de 2019, tandis que les achats de services (environ la moitié de la consommation totale), malgré une hausse de 16,4%, restent inférieurs de plus de 10 % aux chiffres enregistrés avant l'épidémie de coronavirus.

REDRESSEMENT DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

Au T3, la reprise économique a été générale. Dans l'industrie manufacturière, la valeur ajoutée a augmenté de 35% (t/t). La production a rebondi dans les secteurs qui avaient accusé la plus forte contraction au cours des trimestres précédents, comme celui du textile, de l'habillement et de la chaussure ou celui des moyens de transport. Malgré l'embellie estivale, l'industrie manufacturière accuse toujours une perte de 4% par rapport au T4 2019, certains secteurs se situant bien en deçà des niveaux d'avant-crise.

La reprise a été plus modérée dans les services, seul secteur à avoir renoué, avant l'épidémie, avec ses niveaux de 2008. La croissance de la valeur ajoutée a été de près de 12 %, après -4,6% au T1 et -11,4% au T2. Grâce à une légère reprise dans le secteur du tourisme, le chiffre d'affaires des activités de service dans l'hôtellerie-restauration a

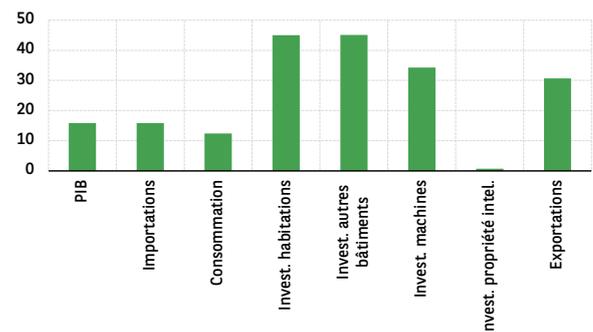
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

PIB RÉEL ET COMPOSANTES (VARIATION T3/T2, EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNL, CALCULS DE L'INSTITUT ÉCONOMIQUE ITALIEN

grimpé de plus de 160%, tout en restant inférieur de vingt-cinq points de pourcentage à celui du T4 2019. Au T3, les dépenses touristiques des non-résidents ont été multipliées par cinq en glissement trimestriel.

IMMOBILIER : UN SCÉNARIO MOINS SOMBRE

Le secteur de la construction a enregistré, au T3, un fort rebond : la croissance de la valeur ajoutée (+46%, t/t) a, en effet, largement compensé la baisse du trimestre précédent. Les prix de l'immobilier envoient aussi des signaux positifs. En fait, la hausse étonnamment



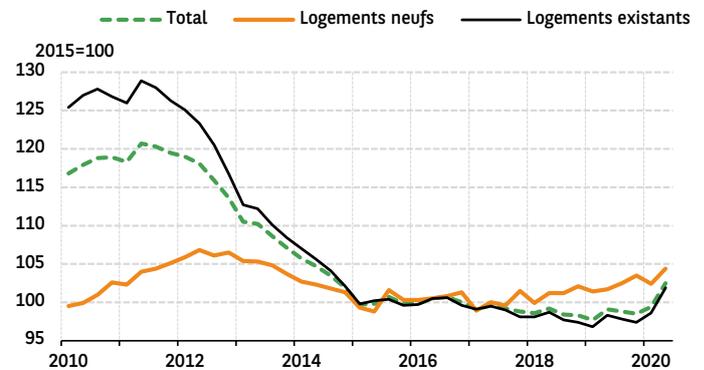
soutenue des six premiers mois de l'année rend très improbable la réalisation du scénario le plus pessimiste évoqué au début de la pandémie (-10% en g.a. pour les prix des logements en 2020). Selon les données de l'Istat, entre avril et juin, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 3,1% (t/t) et de 3,4% en g.a. - la plus forte progression jamais enregistrée depuis le début de cette série de données en 2010 - une performance concernant aussi bien le neuf (+2,7%) que l'ancien (+3,7%). Les données du deuxième trimestre suivent la tendance positive déjà observée au premier trimestre 2020 (+1,7% en g.a., +0,9%, t/t) alors que la pandémie n'en était qu'à ses débuts, la plupart des transactions immobilières concernant des contrats conclus avant le confinement.

Dans l'hypothèse d'une stabilisation des prix au second semestre, le taux de croissance des prix de l'immobilier en 2020 serait de +3,2%, un taux inédit depuis le début de la publication de ces données en 2010 (fait d'autant plus curieux que la pandémie fera chuter, cette année, le PIB italien à un niveau historiquement bas). Les prix ont connu une augmentation assez homogène dans l'ensemble du pays : dans les régions du nord-ouest, ils ont augmenté de 5,5% en g.a., principalement portés par les bonnes performances enregistrées à Milan. Dans ces régions, ils ont progressé pendant dix-neuf trimestres d'affilée et, de manière très inattendue, se sont inscrits en hausse de +13,5% et +15,9% en g.a., respectivement, au premier et au deuxième trimestre 2020. Compte tenu de l'incertitude entourant toujours l'évolution de la pandémie, il est difficile de prévoir la tendance future des prix. Les données semblent indiquer que l'augmentation du temps passé par les ménages à leur domicile (suite aux périodes de confinement et à la diffusion du télétravail) a peut-être contribué à accroître la demande de logements plus grands et plus chers. Le plus probable est qu'en raison du confinement et de la faiblesse de l'activité économique qui a suivi, seules quelques opérations entre des parties résolues à faire l'acquisition d'un logement (ou engagées par un contrat conclu avant la pandémie) ont pu être réalisées. Ces hypothèses semblent être corroborées par la chute sévère des transactions immobilières au cours des six premiers mois de 2020. D'après l'Agence du territoire italienne, après avoir baissé de 15,5% entre janvier et mars, les ventes de logements ont plongé de 27,2% entre avril et juin (43 000 ventes réalisées, soit moins qu'au cours de la même période de 2019). La baisse a été générale sur l'ensemble du territoire, les chiffres les plus bas ayant été atteints dans les régions du sud (-33,4%) et dans les îles (-34,2%).

L'effondrement des transactions immobilières a frappé les principales villes de manière assez homogène, dont Milan, Rome et Turin, où les ventes de logements ont diminué de 26,5%, 23,4% et 27,5%, respectivement, au deuxième trimestre 2020.

Les enquêtes ad hoc, réalisées par des cabinets spécialisés, font ressortir une stagnation de la demande pour les mois à venir, principalement due au souhait d'adapter les logements aux nouvelles habitudes. Les nécessités du télétravail et de l'apprentissage scolaire et universitaire à domicile pourraient entraîner, de la part de bon nombre de familles, un accroissement de la demande de surfaces plus grandes avec des pièces et espaces extérieurs bien séparés. Cependant, les incertitudes du scénario macroéconomique et la baisse de la rentabilité locative (principalement due à l'effondrement des loyers à court terme) pourraient peser sur la demande d'investissement, qui a soutenu le secteur immobilier dans les mois ayant précédé l'apparition de l'épidémie. La baisse des revenus et des loyers, ainsi que la dépendance d'une partie de la demande à l'égard du crédit bancaire sont des éléments susceptibles d'engendrer une contraction. En revanche, le nouvel usage que les familles feront de leur espace de vie pourrait représenter un facteur porteur. Un scénario plus précis ne

PRIX DE L'IMMOBILIER



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BNL, CALCULS DE L'INSTITUT ÉCONOMIQUE ITALIEN

pourra être élaboré avant plusieurs mois, le temps d'évaluer l'ampleur de l'impact de cette longue crise sanitaire sur l'économie italienne et de vérifier si, et dans quelle mesure, cette nouvelle organisation du travail va ou non s'inscrire dans la durée.

LES EFFETS DE LA DEUXIÈME VAGUE SUR L'ÉCONOMIE ITALIENNE

Après avoir reculé d'avril à juin, le nombre de nouveaux cas quotidiens de COVID-19 a de nouveau augmenté depuis le mois d'août, s'accroissant fortement en octobre pour atteindre un pic à la mi-novembre. Pour contenir la deuxième vague de contamination, le gouvernement italien a adopté plusieurs mesures restrictives, dont un confinement partiel, aux effets préjudiciables sur l'activité économique, dans certaines régions. En septembre, la production a baissé de près de 6% m/m ; elle a chuté d'un quart dans le textile, l'habillement et la chaussure et de plus de 10% dans les moyens de transport. Avec la détérioration du scénario global, les exportations italiennes dans les pays non membres de l'UE ont reculé de 2,6% en octobre et la confiance des entreprises s'est de nouveau dégradée. De surcroît, les conditions du marché du travail restent incertaines, entraînant des effets négatifs sur l'évolution du revenu des ménages. Le nombre de personnes ayant un emploi n'a enregistré qu'un redressement partiel ; le nombre d'actifs occupés se situe toujours à plus de 420 000 en dessous de celui du début de l'année. Le recours aux dispositifs de protection sociale a permis d'atténuer les effets de la crise sur le taux de chômage, qui est resté légèrement inférieur à 10%. Malgré plusieurs mesures adoptées par le gouvernement italien pour soutenir le revenu des ménages et des entreprises (en particulier dans les secteurs les plus affectés par la crise), l'activité économique devrait accuser une nouvelle baisse au T4. La contraction devrait être plus modérée qu'au cours du premier semestre de l'année ; c'est à peine si elle aura un léger impact sur la croissance en 2020, tandis que les effets sur 2021 pourraient être plus importants.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

17

UNE RELANCE BUDGÉTAIRE SOUS L'ŒIL ATTENTIF DE BRUXELLES

Les prévisions du début d'année semblent se confirmer. L'Espagne devrait être le pays de la zone euro le plus touché économiquement par la crise de la Covid-19. La contraction de l'activité économique devrait atteindre 11,8% en 2020 suivie d'un rebond de 7,0% en 2021. La situation sociale s'est dégradée, forçant le gouvernement à instaurer de nouvelles aides sociales d'envergure (dont le « revenu minimum vital ») qui seront renforcées en 2021. Le plan de relance massif de EUR 140 mds soutiendra la croissance potentielle et devrait créer de l'emploi. Mais le déficit budgétaire structurel se creuse : une fois la crise sanitaire passée et la reprise enclenchée, la pression de Bruxelles pour que certaines réformes structurelles clés (i.e. le financement du système de retraite) accélèrent risque de s'accroître.

Le trimestre qui s'achève (T4) se soldera, sans nul doute par une nouvelle contraction de l'activité. Même si la seconde vague a ralenti très fortement depuis le pic de mi-novembre, les restrictions d'activité sont restées, jusqu'à la mi-décembre, très élevées et parmi les plus contraignantes en Europe. Le rebond mécanique d'activité au T3 (+16,7% en variation trimestrielle non annualisée) a permis au PIB espagnol de revenir près de 9% en dessous de son niveau de fin 2019. Cela constitue néanmoins un écart bien supérieur à celui constaté dans la plupart des autres partenaires européens¹. Si on décompose par poste de dépense, ce sont sans surprise les exportations de services qui ont le plus de mal à se redresser (-43,6% au-dessous du T4 2019), du fait de la chute du tourisme, suivies de la formation brute de capital fixe (-11,1%) et de la consommation des ménages (-10,5%). En matière de consommation, celle en biens durables a néanmoins rebondi très fortement, repassant au-dessus du niveau du T4 2019².

Les mesures de maintien de l'emploi – et principalement le dispositif ERTE de chômage partiel – ont néanmoins permis d'amortir significativement le choc sur le marché du travail, notamment dans les services. Selon l'agence espagnole pour l'emploi (SEPE)³, le nombre de travailleurs affiliés à la sécurité sociale se situait, en novembre, en dessous du niveau de février dans l'industrie 2,2%, contre 2,6% pour les services⁴. Si l'on rapporte ces chiffres à ceux plus dégradés du PIB, cela montre bien que les mesures de maintien de l'emploi apportées par l'État produisent des effets, même si elles ont un coût très important pour les finances publiques. Selon le ministère du Travail, près de 746 900 salariés bénéficiaient encore du dispositif en novembre. Le dispositif ERTE a été prolongé, pour l'heure, jusqu'au 31 janvier 2021, ce qui devrait permettre de contenir la hausse du chômage, dont le taux s'établissait à 16,2% en octobre.

UNE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE REPOUSSÉE À 2022, AU PLUS TÔT

La politique budgétaire restera donc fortement expansionniste en 2021. Le budget pour 2021, qui a reçu l'aval du Parlement fin novembre, sera doté d'une enveloppe globale record de EUR 239 mds. Certaines mesures sociales, portées par le partenaire de la coalition Podemos, ont été renforcées, et notamment le revenu minimum vital dont l'enveloppe sera augmentée de EUR 3 mds (voir encadré). Néanmoins, la hausse la plus importante du budget sera consacrée à l'investissement, avec des augmentations significatives en recherche & développement, apprentissage et formation professionnelle, et à la modernisation des infrastructures publiques. Du côté des recettes, de nouvelles taxations sur les hauts revenus seront instituées. Pour

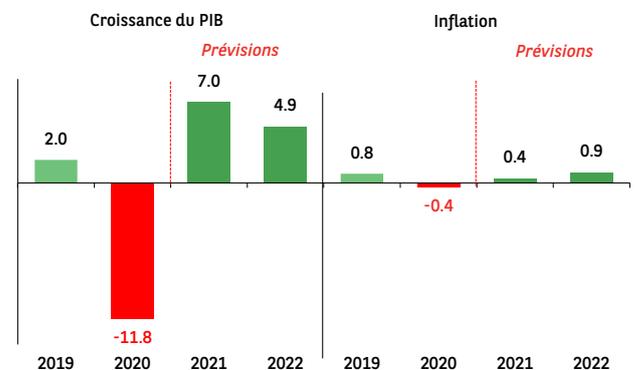
¹ Pour une comparaison des niveaux de rattrapage, voir H. Baudchon et L. Boisset, *Zone Euro : du rebond à la rechute*, BNP Paribas Ecoflash, 4 novembre 2020.

² Une bonne partie de cette hausse peut être attribuée aux ventes automobiles, qui ont rebondi, notamment grâce à l'instauration, en juin, de subventions gouvernementales pour l'achat de véhicules plus propres (programme Renove 2020).

³ Chiffres ajustés des variations saisonnières.

⁴ L'emploi dans la construction s'établissait seulement à 1,1% sous le niveau de février.

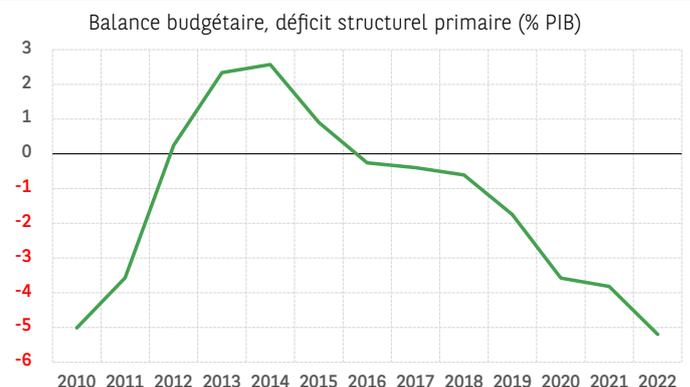
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LE CREUSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE STRUCTUREL SE POURSUIT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : AMECO

financer en partie ce budget, le gouvernement s'appuiera également sur les EUR 27 mds de subventions allouées en 2021 par la Commission européenne à l'Espagne dans le cadre du fonds de relance européen (*Next Generation EU*). Ce budget record s'explique en partie par la mise en oeuvre, résolument rapide, du plan de relance national (« plan



«récupération, transformation et résilience») massif de EUR 140 mds pour 2021-2026, dont la moitié doit être engagée au cours des trois prochaines années. Avec ce plan, le gouvernement espère générer près de 800 000 emplois d'ici à 2023 et accroître le PIB de 2,5 points au cours de la même période.

Néanmoins, avec un déficit public estimé à autour de 120% du PIB à la fin de l'année 2020 – un bond de près de 20 points de PIB en un an – l'exécutif espagnol restera sous la pression de Bruxelles, une fois la crise sanitaire passée, pour mettre en place certaines grandes réformes structurelles qui plombent l'équilibre budgétaire à long terme. La Commission européenne souhaite, en particulier, que le gouvernement espagnol s'engage à garantir la pérennité du système de retraite, et introduise de nouvelles mesures pour réduire le taux de travail temporaire⁵.

La Commission européenne s'appuie en effet sur ses dernières prévisions de novembre selon lesquelles le déficit primaire structurel espagnol (c'est-à-dire le déficit hors variations de recettes/dépenses liées au cycle conjoncturel et hors remboursement des intérêts de la dette) se creusera davantage au cours des deux prochaines années, pour atteindre 5,2% du PIB en 2022 (cf. graphique 2). C'est de loin le niveau de déficit le plus élevé dans la zone euro, et plus du double de la moyenne au sein de l'union monétaire (-2,3%).

LES SNF FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

L'impact de la crise sanitaire sur la liquidité et la solvabilité des entreprises reste pour l'heure difficile à quantifier. Une étude de la Banque d'Espagne⁶ estime néanmoins qu'entre avril et décembre, la demande de liquidité des sociétés non financières (SNF) pourrait excéder 230 milliards dont près des trois-quarts seraient couverts par les prêts garantis d'État. Les secteurs les plus en difficulté sont sans surprise ceux du tourisme et des loisirs, le transport et le secteur automobile. Rappelons néanmoins que les entreprises non-financières étaient entrées dans la crise de la Covid-19 dans une position financière plus solide que par le passé. Leur niveau d'endettement en part du PIB avait baissé de façon continue entre 2010 et 2019 retombant ainsi, fin 2019, jusqu'à atteindre un niveau comparable au début des années 2000⁷.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

L'IMPACT DE LA COVID-19 SUR LES INÉGALITÉS EN ESPAGNE

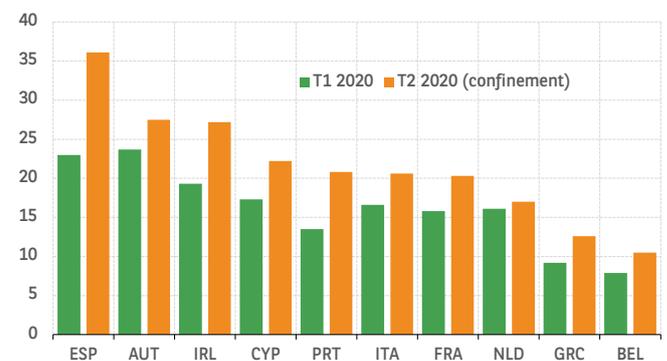
L'un des risques sociaux majeurs de la crise de la Covid-19 sera sans aucun doute l'accroissement des inégalités dans le pays. Dans son rapport annuel sur les salaires¹, le Bureau international du travail montre que le ratio des salaires entre le premier décile et le dernier décile a augmenté sensiblement durant la première vague de l'épidémie, soit entre le T1 et le T2 2020 (cf. graphique 3). À la fin du T2, l'Espagne possédait ainsi, et de loin, le plus mauvais ratio de l'UE. La forte concentration d'emplois précaires dans des secteurs particulièrement touchés par les restrictions d'activité, et peu conciliables avec le télétravail, explique en partie ce fort accroissement des disparités.

Pour répondre à ces difficultés grandissantes, le gouvernement a donc instauré en urgence en juin le revenu minimum vital (RMV). Il s'agit d'un revenu de subsistance allant de EUR 462 mensuels pour une personne seule, à EUR 1015 pour des ménages plus importants. Ce RMV sera par ailleurs revalorisé de EUR 3 mds en 2021, comme le préconise le budget 2021 approuvé en novembre par le Parlement. Une seconde mesure sociale d'ampleur sera la revalorisation de 5% du point d'indice IPREM utilisé pour le calcul de la plupart des aides sociales. À noter également que le gouvernement s'est engagé, au début de son investiture, à porter le salaire minimum à 60% du salaire médian d'ici à la fin de la mandature actuelle en 2023, soit un montant de 1 200 euros. Le salaire minimum est actuellement de 950 euros.

¹ *Global Wage Report 2020-21: Wages and minimum wages in the time of COVID-19*, Organisation mondiale du travail, décembre 2020

ACCROISSEMENT DES INÉGALITÉS DURANT LE PREMIER CONFINEMENT

Ratio de salaires entre le 90^e décile (haut revenus) et le 10^e décile (bas revenus)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BUREAU INTERNATIONAL DU TRAVAIL, BNP PARIBAS

⁵ « Bruselas apremia a España a reformar las pensiones y el mercado laboral », El País, 7 décembre 2020.

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

⁷ En part du PIB, la dette consolidée des entreprises non-financières a chuté de 108,2% au T2 2010 à 61,0% au T4 2019 (Banque de France).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BELGIQUE

19

L'IMPACT STRUCTUREL RESTE LIMITÉ, MAIS IL FAUDRA TÔT OU TARD PAYER L'ADDITION

D'après nos prévisions, l'économie belge devrait se contracter de 7,2 % cette année, puis progresser de 3,8 % en 2021. Après une reprise dynamique au troisième trimestre, la consommation privée devrait de nouveau reculer à la fin de l'année, mais pas autant que lors du premier confinement. Jusqu'à présent, les dommages structurels semblent avoir été, en grande partie, évités : le taux des faillites se situe à un niveau proche de la normale et le taux de chômage est resté stable depuis le début de l'année. Les mesures de soutien adoptées par le gouvernement n'y sont certainement pas étrangères et une fois qu'elles auront expiré, elles laisseront apparaître des cicatrices de long terme.

À la fin du premier semestre 2020, le PIB réel trimestriel de la Belgique se situait à 15% en deçà du niveau du dernier trimestre 2019. Les révisions à la hausse des comptes nationaux, pour le premier comme pour le deuxième trimestre, ont généré des perspectives plus optimistes, vraisemblablement confortées par un taux de croissance supérieur aux prévisions au troisième trimestre, s'inscrivant à 11,4% en glissement trimestriel.

Le tableau s'est néanmoins obscurci avec la recrudescence de nouveaux cas au début du quatrième trimestre et le renforcement consécutif des mesures de lutte contre la propagation du virus. Nous tablons sur un repli de l'a

ctivité économique au quatrième trimestre de cette année et on ignore encore si une récession technique pourra être évitée au début de 2021.

CHÔMAGE : TENDANCE À LA HAUSSE

Le taux de chômage est resté stable autour de 5% depuis le début de l'année, ce qui est assez remarquable. Sur la même période, le taux de chômage moyen de l'UE a, en fait, augmenté de près d'un point de pourcentage et une tendance similaire a été observée dans les pays voisins. L'extension du plan de « chômage partiel » est, sans aucun doute, pour beaucoup dans cette performance notable du marché du travail en Belgique.

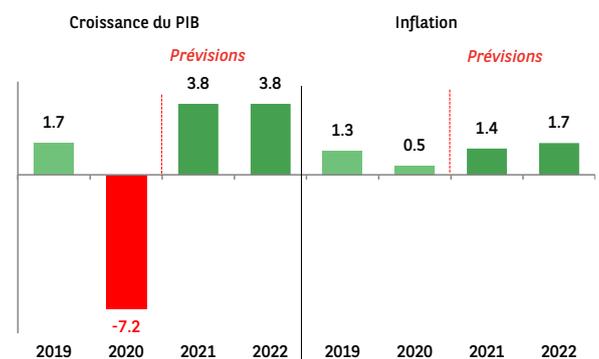
En avril, période au cours de laquelle les mesures adoptées par le gouvernement pour lutter contre la pandémie ont été les plus restrictives, près de 1,2 million de personnes ont eu recours à ce plan. En septembre, ce chiffre est tombé en deçà de 200 000, un niveau qui reste encore deux fois plus élevé que la normale.

Avec le deuxième confinement, imposé au début du mois de novembre, ce nombre devrait de nouveau augmenter : plus de la moitié de l'ensemble des sociétés envisage en effet de placer davantage de salariés en chômage partiel. D'après nos prévisions, environ un demi-million de travailleurs devrait en bénéficier vers la fin de l'année. À partir du deuxième trimestre 2021, ce nombre devrait de nouveau progressivement reculer.

À ce moment-là, le taux de chômage réel repartira à la hausse avec l'expiration attendue des mesures de soutien du gouvernement. Dans l'ensemble, le taux de chômage devrait atteindre un pic bien supérieur à 7 % au début de 2022. Même si la perte de 140 000 emplois, selon les estimations, va entraîner d'importantes difficultés économiques, le taux de chômage se situera à un niveau comparable à celui de 2017.

Cette année-là, à mi-chemin de la législature du gouvernement Michel-I, près de 160 000 emplois avaient été créés depuis la fin de 2014 et autant l'ont été dans les deux années qui ont suivi. Il sera peut-être difficile de retrouver un rythme aussi soutenu de créations d'emplois mais, du fait de la singularité de cette crise par à-coups, un rebond rapide n'est pas exclu.

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

IMPACT NÉGATIF SUR LES ENTREPRISES

Dans son enquête mensuelle, la Banque nationale de Belgique a étudié l'impact négatif de la crise sanitaire sur le chiffre d'affaires des entreprises. Les pertes de chiffre d'affaires ont culminé à plus de 30% pour l'économie dans son ensemble au mois d'avril, mais la situation s'est peu à peu améliorée pour revenir à moins de 15 % en août. Pour le mois de novembre, les entreprises s'attendent à une nouvelle détérioration avec le démarrage du deuxième confinement.

Les secteurs les plus touchés sont ceux en contact avec la clientèle, comme l'événementiel, les services d'hôtellerie-restauration et le commerce non alimentaire. C'est ce que confirment les données agrégées en temps réel sur les dépenses de consommation qui, au cours des deux premières semaines de novembre, ont enregistré un repli de 20% par rapport à la normale. Après avoir affiché une reprise presque complète et renoué avec les niveaux antérieurs à la crise au troisième trimestre, la consommation privée pourrait enregistrer un recul significatif dans les derniers mois de l'année.

Pour autant, l'impact de ce deuxième confinement sera probablement moins sévère, les entreprises semblant à présent mieux à même d'affronter les mesures les plus strictes. En novembre, le télétravail à plein temps a été rapidement réintroduit pour plus de 30% de l'ensemble des salariés. Ce taux, très proche de celui du premier confinement, est bien supérieur à celui de 9 %, indiqué pour le mois de septembre.

De manière générale, les entreprises craignent une forte augmentation du risque de faillite. Comme le montrent les enquêtes, près de 10% d'entre elles pourraient avoir mis la clé sous la porte au second



semestre 2021. Les pertes de chiffre d'affaires et les paiements tardifs seraient les principales raisons à l'origine des problèmes de liquidité, l'insuffisance des lignes de crédit étant, jusqu'à présent, jugée moins grave.

L'impact sur les plans d'investissement est significatif. Dans l'ensemble de l'économie, les entreprises prévoient de réduire leurs plans d'investissement, antérieurs à la crise du coronavirus, de plus de 20% pour 2020 et d'autant pour 2021. Au deuxième trimestre de cette année, cette tendance était déjà manifeste dans les comptes nationaux, les investissements des entreprises étant déjà inférieurs de 23% au niveau atteint à la fin de 2019. Les investissements ne devraient pas, selon nous, retrouver ce niveau avant la fin de 2022.

VERS UNE CHUTE DES RECETTES PUBLIQUES

Le gouvernement De Croo, fraîchement arrivé au pouvoir, a annoncé de nouvelles dépenses de l'ordre de 1% du PIB mais sans donner plus de détails sur le côté recettes de l'équation. Une grande partie des recettes publiques nouvellement budgétées devrait provenir, selon ses prévisions, du redoublement des efforts déployés pour lutter contre la fraude sociale, ce qui ne semble pas vraiment réaliste.

Pour 2020, nous tablons sur une chute des recettes de près de EUR 14 mds, en ligne avec la réduction du PIB. Les dépenses générales de l'administration centrale seront proches du niveau de l'année dernière, avec EUR 16 mds de dépenses supplémentaires liées à la crise Covid-19 à divers niveaux des administrations publiques. En additionnant tout cela, nous aboutissons pour cette année à un déficit égal à 8,7% du PIB. Pour le moment, rien n'indique réellement que le déficit pourrait revenir en dessous de 5% du PIB avant la fin de la législature actuelle en 2024.

Cette situation a naturellement un impact défavorable sur le niveau de la dette publique, qui nous situe, cette année, à 114% du PIB. Une étude récente réalisée par la Banque nationale de Belgique fait état d'une « limite supérieure sûre » de 120% du PIB pour la dette publique belge. Ce plafond est plus élevé que dans des pays comme la France, l'Italie et l'Espagne car les gouvernements belges ont toujours exprimé la volonté de mettre en œuvre une politique budgétaire de stabilisation face à l'accroissement de la dette.

Il reste à savoir si le gouvernement actuel de centre-gauche, emmené par un dirigeant de centre-droit, s'engagera dans la même voie une fois que la crise sanitaire aura été enrayerée.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



LES ENTREPRISES TRÈS FRAGILISÉES PAR LA CRISE DE LA COVID-19

Le gouvernement a décrété un deuxième confinement en novembre dernier en raison de la forte résurgence des contaminations. Les indicateurs conjoncturels font état d'une chute de l'activité économique. Grâce au dispositif de travail partiel, le chômage a à peine augmenté. De plus, l'inflation s'est maintenue à un niveau relativement élevé par rapport à d'autres pays de la zone euro. En 2021, la politique budgétaire va rester très accommodante et le déficit ne pourrait être abaissé qu'à 6,3% du PIB. Après la récession de 2020 (-7,5%), l'économie devrait rebondir de 3,5% en 2021. Le principal risque réside dans l'accroissement de l'endettement des sociétés non financières.

LA REPRISE INTERROMPUE PAR UN DEUXIÈME CONFINEMENT

L'Autriche a assez bien résisté à la première vague de la crise sanitaire, mais la deuxième, cet automne, s'est révélée beaucoup plus sévère. Elle a obligé le gouvernement à imposer un deuxième confinement au début du mois de novembre, entraînant la fermeture des hôtels, bars, restaurants et théâtres au moins jusqu'au 6 janvier 2021. Après une reprise vigoureuse au troisième trimestre (11,1%), le deuxième confinement a provoqué un nouveau ralentissement, quoique moins sévère qu'au printemps. L'indice du climat des affaires de l'institut autrichien WIFO a plongé dans le rouge : dans leur évaluation de la situation actuelle, les entreprises considèrent que celle-ci a empiré et se disent très préoccupées pour les prochains mois. En particulier, les conditions économiques dans les secteurs du tourisme, des transports et des biens de consommation sont jugées très défavorables.

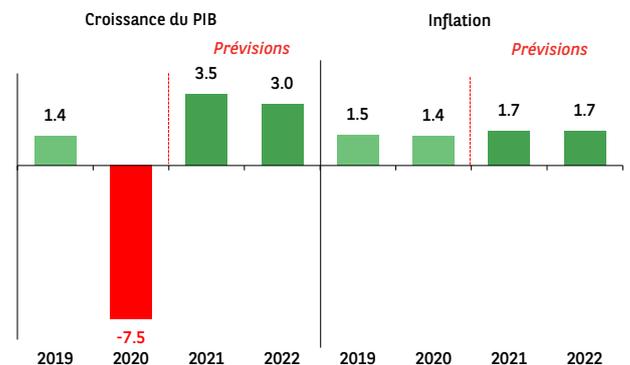
Les conditions du marché du travail ont connu une détérioration, quoique moins sévère que prévu grâce au dispositif du chômage partiel. Le taux de chômage a atteint un pic à 5,9% en juin contre 4,5% avant la crise. Il a reculé, au cours des derniers mois, atteignant 5,4% en octobre. Cependant, l'indicateur avancé du service de l'emploi autrichien laisse entrevoir une augmentation des licenciements dans les semaines à venir.

Pour apporter une aide financière au secteur de l'hôtellerie, le taux de la TVA dans les services de l'hôtellerie et de la restauration a été temporairement abaissé à 5% en juillet 2020. Ce taux restera probablement applicable jusqu'en décembre 2021. Cependant, conformément à la volonté du gouvernement, la baisse du taux de la TVA n'a pas été répercutée sur les consommateurs. En premier lieu, cela pourrait être considéré comme une sorte de compensation pour le secteur, qui doit faire face à une hausse des frais et à une baisse des revenus en raison des réglementations sanitaires visant à arrêter la propagation du virus. De plus, de nombreuses entreprises du secteur font face à des problèmes de liquidité. Par ailleurs, l'inflation est restée relativement élevée par rapport à d'autres pays européens, principalement en raison de la hausse des prix dans le secteur des services. De manière générale, elle est attendue aux environs de 1,5% en 2020.

L'ORIENTATION BUDGÉTAIRE RESTE ACCOMMODANTE

Comme en 2020, plusieurs règles budgétaires, telles que le frein à l'endettement et celles du Pacte européen de stabilité et de croissance, seront suspendues en 2021, en raison de l'impact persistant de la crise de la Covid-19 sur le budget. Les mesures de soutien aux secteurs les plus affectés – comme l'aide aux charges fixes, le programme de chômage partiel ou le fonds d'aide en faveur des organisations à but non lucratif – seront maintenues. Les dépenses d'investissement, en particulier dans les domaines de la lutte contre le changement climatique, des transports publics et de la digitalisation, sont en hausse. Les politiques actives du marché de l'emploi vont remplacer les dépenses au titre des indemnités de chômage partiel.

COISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Quoi qu'il en soit, les dépenses publiques devraient baisser de 1,3% par rapport à 2020, où elles ont été poussées à la hausse par plusieurs mesures d'urgence. Côté recettes, l'effet de certaines mesures d'aide comme l'imputation des pertes sur exercices antérieurs, se fera pleinement sentir. Par ailleurs, le taux marginal d'imposition de la première tranche de revenu sera abaissé. Cependant, cela sera compensé par l'accroissement des recettes fiscales liées au dynamisme attendu de la reprise. Le ratio des recettes des administrations publiques devrait reculer à 47,1 % du PIB contre 47,9 % en 2020. Le déficit pourrait être ramené à 6,3 % du PIB, contre 9,5 % en 2020. Enfin, le ratio dette/PIB devrait augmenter à 84,8 % contre 84 % en 2020. En 2019, il s'élevait à 70,5 %.

UN SECTEUR PRIVÉ SÉRIEUSEMENT FRAGILISÉ

Après la récession de 2020 (-7,5 %), l'activité économique devrait rebondir à 3,5 % en 2021. La fragilité du secteur des sociétés non financières constitue le principal risque pesant sur l'économie. La rentabilité des entreprises, qui se situait déjà à un niveau bien inférieur à celui de la Grande récession, a accusé une nouvelle contraction. De surcroît, le ratio d'endettement du secteur des entreprises a augmenté de treize points de base, à près de 324%, au premier semestre 2020. Malgré la forte baisse de l'activité, le nombre de procédures de faillites et d'insolvabilité, enregistré en 2020, sera probablement inférieur à celui de 2019, en raison des mesures juridiques prises pendant la crise de la Covid-19. Néanmoins, on peut s'attendre à une augmentation des procédures d'insolvabilité une fois que ces mesures auront expiré.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



FINLANDE

22

UNE ÉCONOMIE RÉILIENTE, MAIS PEU DYNAMIQUE

Au deuxième trimestre, la Finlande s'est distinguée en Europe comme le pays ayant enregistré la plus faible baisse de son PIB, avec une chute de « seulement » 4,4%. Néanmoins, la reprise a ensuite été moins vigoureuse que chez ses voisins, et continuera certainement à l'être dans les mois à venir. Pour autant, l'économie finlandaise reste une des plus résistantes d'Europe, notamment grâce à la relativement faible progression du virus et au soutien des autorités fiscales et monétaires.

Au premier semestre, la Finlande a moins souffert économiquement que la plupart des autres pays développés. Elle a en effet été relativement moins touchée par la pandémie, ce qui a permis aux autorités d'imposer des mesures de restriction plus souples que dans la plupart des autres pays d'Europe.

LE BILAN ÉCONOMIQUE DE 2020

Cela étant dit, la reprise économique au second semestre sera certainement moins forte qu'ailleurs. L'économie finlandaise était entrée déjà affaiblie dans la crise liée à la pandémie de Covid-19, son PIB s'était même contracté au dernier trimestre 2019. De surcroît, ses exportations ont chuté particulièrement lourdement, et devraient constituer le premier facteur expliquant la chute du PIB cette année. Le ministère des Finances, la Commission européenne et l'OCDE anticipent tous une chute des exportations de l'ordre de 12% cette année.

En termes de croissance pour 2020 dans son ensemble, la comparaison de la Finlande avec ses voisins nordiques est intéressante. Au premier semestre, les PIB de la Suède et du Danemark avaient chuté 8,1% et 8,3%, respectivement, alors que celui de la Finlande avait baissé de « seulement » 5,7%. D'après ses prévisions d'automne¹, publiées en novembre, la Commission européenne anticipe une chute du PIB pour l'ensemble de l'année 2020 plus lourde en Finlande qu'au Danemark ou qu'en Suède. Cela signifierait donc une reprise plus vigoureuse dans ces deux derniers pays. De plus, les prévisions de la Commission impliquent que cette tendance se confirmera en 2021 (cf. graphique 2).

À QUOI DOIT-ON S'ATTENDRE DANS LES PROCHAINES ANNÉES ?

Ainsi, le retour à la normale de l'économie ne sera pas rapide en Finlande, d'autant que la seconde vague qui touche actuellement le pays, ainsi que ses voisins et partenaires commerciaux, devrait encore ralentir la reprise économique. De surcroît, si les récentes annonces concernant l'efficacité de plusieurs vaccins contre le virus laissent entrevoir une sortie de crise dans les prochains mois, une troisième vague pourrait frapper l'Europe avant qu'une vaste campagne de vaccination n'ait pu être menée. Néanmoins, l'économie finlandaise devrait dans tous les cas pouvoir compter sur les autorités monétaires et fiscales pour soutenir le retour à une croissance durable.

À sa réunion de décembre, la Banque centrale européenne a encore assoupli sa politique, notamment en augmentant l'enveloppe consacrée à son programme d'achats d'actifs de EUR 500 mds et en étendant l'horizon fixé pour ses achats nets au moins jusqu'à fin mars 2022².

Dans son *Economic Survey* d'automne³, le ministère des Finances finlandais anticipe un déficit de 7,7% du PIB cette année et, malgré une diminution dans les années à venir, de près de 3% en 2024. En 2019, le déficit avait été de 1%. Dans son budget prévisionnel pour 2021 le gouvernement prévoit que ses mesures pour faire face à la crise sanitaire et économique s'élèveront toujours à près de 1% du PIB, après

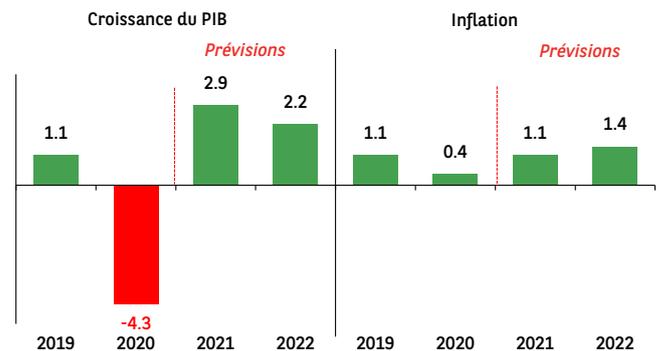
¹ Autumn 2020 Economic Forecast, Commission européenne.

² Décisions de politique monétaire, 10 décembre 2020, Banque centrale européenne.

³ Economic Survey, Autumn 2020, Ministry of Finance

⁴ Economic Outlook, December 2020, OCDE.

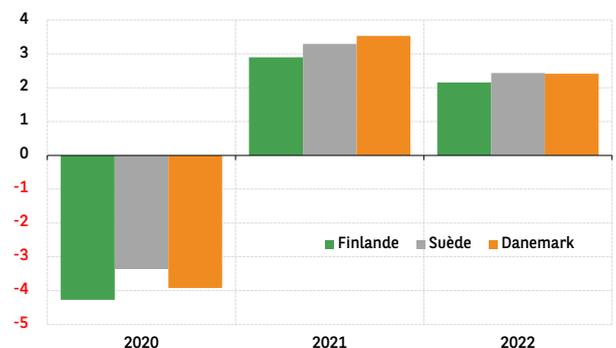
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

un peu plus de 2% en 2020. En effet, si la consommation privée et les exportations devaient supporter la croissance dans les mois à venir, certaines zones de l'économie mettront plus de temps à se remettre de la crise. Dans son dernier *Economic Outlook*⁴, l'OCDE affirme que le retour à la normale de l'investissement dans le pays sera long. De plus, d'après le ministère des Finances, le taux de chômage atteindra 8,2% l'an prochain et se maintiendra au-dessus de 7,5% en 2024.

Achévé de rédiger le 10 décembre 2020

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com



UN REDÉMARRAGE EN 2021 PLUS LENT QU'AILLEURS ?

La reprise de l'activité sera pavée d'incertitudes en 2021. Le tourisme, secteur très important de l'économie grecque, pourrait être impacté plus durablement que d'autres industries par la crise actuelle. La chute de la fréquentation touristique cet été a entraîné un rebond du PIB au T3 2020 très inférieur à celui enregistré dans les autres pays européens. Certains indices de confiance, notamment ceux sur les perspectives de chômage, se sont dégradés cet automne. Le gouvernement conservateur compte s'appuyer sur les sommes importantes allouées par le fonds de relance européen pour financer son plan dont les détails seront finalisés début 2021. Malgré cela, l'endettement public pourrait rester au-delà de 200% du PIB à la fin 2021, un niveau très préoccupant sur le long terme.

Avec un rebond trimestriel de seulement 2,3% au T3, la Grèce est le pays européen dont le rattrapage économique a été le plus faible durant l'été. Au début du T4, le PIB réel se situait encore 12,1% en dessous de son niveau de fin 2019¹. La chute des exportations de services – liée au tourisme – s'est poursuivie au T3, ce qui a entraîné une forte contribution négative des exportations nettes au PIB, les importations ayant pour leur part rebondi dans le sillage de la consommation des ménages². La Commission européenne anticipe désormais une chute de l'activité de 9,0% en 2020, une baisse près de deux fois supérieure à celle initialement prévue dans le programme de stabilité. L'activité devrait croître de 5,0% en 2021.

L'économie grecque étant fortement dépendante du tourisme, la reprise économique a de grandes chances d'être davantage freinée que dans les autres pays européens en 2021. Le secteur risque, en effet, d'être touché plus durablement par la crise actuelle, même si l'épidémie devrait ralentir progressivement grâce à la diffusion prochaine d'un ou plusieurs vaccins. Cela devrait peser sur l'emploi : la confiance des ménages concernant l'évolution future du chômage enregistré, en novembre, son pire niveau depuis août 2013³, période où les tensions sur la dette souveraine grecque étaient encore très fortes. Les projections gouvernementales tablent néanmoins sur une remontée « contenue » du chômage en 2020 (+1,6 point de pourcentage, à 18,9%) avant un reflux en 2021 (17,9%), des estimations assez proches de celles de la Commission européenne.

Dans ce contexte de reprise fragile, la politique budgétaire jouera donc une nouvelle fois, en 2021, un rôle crucial de soutien à l'activité. Le budget 2021 (encore en discussion au Parlement au moment d'écrire ces lignes) contient, entre autres choses, une réduction des cotisations salariales ainsi que de nouvelles subventions pour les entreprises embauchant des chômeurs de longue durée. En parallèle, le plan de relance national, qui sera finalisé au cours du premier trimestre 2021, s'appuiera en grande partie sur les sommes perçues du fonds de relance européen. En part de PIB, la Grèce sera le troisième plus important bénéficiaire de subventions directes (10,0%) derrière la Croatie (12,1%) et la Bulgarie (11,5%). Si on ajoute les prêts, le pays pourrait recevoir EUR 32 mds entre 2021 et 2026, soit 17% du PIB de 2019.

Les aides européennes n'empêcheront cependant pas les finances publiques grecques de rester fortement dégradées en 2021. La Commission européenne a révisé à la hausse le déficit à la fois pour 2020 et 2021, qui s'élèverait désormais respectivement à 6,9% et 6,3% du PIB. L'endettement public atteindrait dès lors 207,1% du PIB en 2021 avant de fléchir à 200,7% en 2021, grâce au rebond de l'activité.

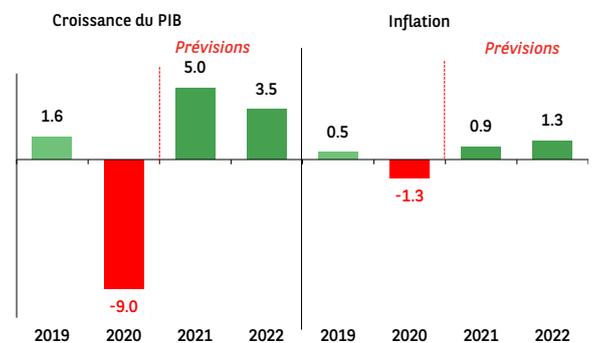
¹ Contre une moyenne européenne de -4,4% (Eurostat).

² Après ajustement des variations saisonnières

³ Données de la Commission européenne.

⁴ L'écart de taux (le « spread ») avec le Bund allemand a par ailleurs chuté le 18 novembre, sous la barre de 1,6 point de pourcentage pour la première fois depuis plus de dix ans.

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Cela dit, les taux d'intérêt souverains grecs, qui ont continué leur déclin au cours de l'automne⁴, devraient rester bas en 2021, grâce à l'appui conjugué de la Banque centrale européenne, du fonds de relance européen, et du faible niveau d'inflation, ce qui permettra de réduire le poids du remboursement de la dette. Selon l'OCDE, le paiement net des intérêts sur la dette publique grecque fléchira encore en 2020 (2,51% de PIB) et en 2021 (2,43%). Pour rappel, en plein cœur de la crise européenne, ce taux a atteint un pic à 7,2% du PIB (en 2011).

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



ROYAUME-UNI

24

UNE RECHUTE EN FIN D'ANNÉE, AVANT LA REPRISE DÉFINITIVE ?

La baisse record du PIB du Royaume-Uni au deuxième trimestre a laissé place à un rebond lui aussi inédit au troisième, et l'arrivée prochaine d'un vaccin efficace contre la Covid-19 laisse penser que l'économie entrera dès 2021 dans sa phase de reprise définitive. Cependant, le Royaume-Uni n'est pas encore tiré d'affaire. Au regard de la réimposition d'un confinement généralisé durant le mois de novembre, il fait peu de doute que l'activité économique chutera de nouveau au dernier trimestre. De surcroît, l'intensité de la reprise est, du fait du Brexit, plus incertaine qu'ailleurs. Cela est dû non seulement au caractère inédit de la décision du Royaume-Uni de sortir du marché unique et de l'union douanière de l'UE, mais aussi aux incertitudes quant à la signature d'un accord de libre-échange.

D'après la première estimation du Bureau de la statistique nationale (*Office for National Statistics*, ONS), le PIB du Royaume-Uni a rebondi de 15,5% au troisième trimestre. Ce fort rebond a fait suite à une baisse de 22% au premier semestre, et s'explique par la remise en marche de l'économie après le premier confinement. Pour rappel, les bars et restaurants avaient par exemple dû attendre jusqu'au début du mois de juillet pour rouvrir leurs portes.

UNE ÉCONOMIE QUI ACCUSE UN RETARD IMPORTANT

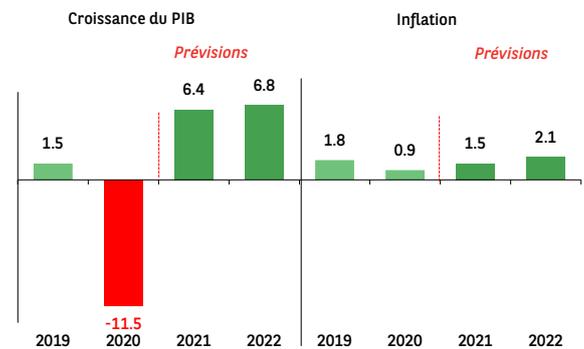
Malgré cette augmentation record, le PIB britannique reste près de 10% inférieur à son niveau de la fin de l'année 2019. Si le cas de l'Espagne est similaire, les PIB des États-Unis, de la France, de l'Allemagne et de l'Italie sont tous revenus à environ 5% de leur niveau d'alors (cf. graphique 2). Une des explications à ce retard est la chute importante de la consommation des ménages. Alors que, par exemple, celle-ci a diminué d'environ 2% en France et de 3% aux États-Unis, au Royaume-Uni elle a chuté de plus de 12% en termes réels depuis la fin de l'année 2019. Dans son dernier *Economic Outlook*, daté de décembre, l'OCDE anticipe une chute près de deux fois plus lourde de la consommation privée au Royaume-Uni qu'en France ou en zone euro.

La reprise a, de plus, commencé à montrer des signes d'essoufflement depuis la fin de l'été. D'après les données mensuelles de l'ONS, le PIB n'a augmenté que de 1,1% en septembre. De surcroît, une rechute du PIB est très probable au dernier trimestre de 2020. En effet, au regard de la détérioration de la situation sanitaire, le gouvernement a mis en place un second confinement dans toute l'Angleterre entre le 5 novembre et le 2 décembre. À l'issue de celui-ci, l'Angleterre est retournée à un système de niveaux d'alertes plus contraignant encore que celui qui avait été mis en place en octobre. Dans les régions où le niveau d'alerte est le plus élevé (« *Very High* »), les rencontres sociales entre foyers ne sont permises que dans la limite de six personnes et uniquement dans des lieux publics en extérieur ; de plus, les bars, restaurants et hôtels ne peuvent pas accueillir de clients.

Cela étant dit, ce deuxième confinement pèsera probablement moins sur l'économie britannique que le premier. D'une part, il a été plus court et moins restrictif. D'autre part, le niveau de départ de l'économie est bien inférieur à ce qu'il était au premier trimestre. Ainsi, BNP Paribas anticipe une baisse de l'activité de « seulement » 3,7% au dernier trimestre.

Par ailleurs, les craintes d'une remontée violente du chômage dès la fin de cette année se sont quelque peu dissipées. Il est vrai que les difficultés se sont accrues pour les entreprises contraintes pour la deuxième fois de ralentir, voire d'arrêter, leur activité. Néanmoins, le gouvernement a aussi décidé de remettre en place son programme de chômage partiel (*Coronavirus Job Retention Scheme*, CJRS) jusqu'en mars 2021. Celui-ci a déjà prouvé son efficacité. Le taux de chômage a certes augmenté depuis le début de la crise, mais la hausse s'est limitée à moins d'un point de pourcentage. En octobre, le taux de chômage se situait à 4,8%. Le CJRS devait en fait prendre fin en octobre

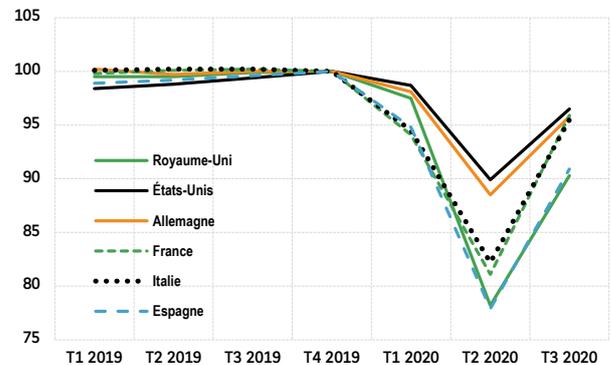
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNPPARIBAS

PIB EN VOLUME (BASE 100 = T4 2019)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, OCDE

pour être remplacé par un programme mois généreux, ce qui amenait l'*Office for Budget Responsibility* (OBR) à anticiper un taux de chômage au-dessus de 10% avant la fin de l'année. Depuis son extension, l'OBR a revu ses prévisions et anticipe désormais un pic à 7,5% au deuxième trimestre 2021.

QUELLE SUITE AU SOUTIEN MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ?

En 2020, ce sont plus de GBP 280 mds qui ont été déboursés par l'État britannique pour contrer les crises sanitaire et économique. D'après l'OBR, le déficit du gouvernement atteindra 19% du PIB cette année. Dans sa dernière revue des dépenses, le Chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak a annoncé que GBP 55 mds seront mis à disposition des services



publics en 2021-2022. D'ailleurs, l'impact de ces crises sur les finances publiques devrait aussi se faire sentir dans les années suivantes. L'OBR estime que le déficit sera toujours autour de GBP 100 mds en 2025-2026, soit 4% du PIB. Côté croissance, le PIB Royaume-Uni ne retrouverait son niveau de la fin 2019 qu'au dernier trimestre 2022¹.

Face à la détérioration des finances publiques, le gouvernement pourrait réagir rapidement. D'ailleurs, il existe un risque qu'il intervienne trop rapidement. Même si le FMI a récemment alerté contre un resserrement trop rapide de la politique fiscale du Royaume-Uni², le chancelier a pris l'engagement de rééquilibrer les finances publiques dès que possible. Dans son scénario central, l'OBR estime que l'État devra dégager GBP 20-30 mds avant 2024 en hausse des impôts et baisse des dépenses s'il veut ramener à l'équilibre ses revenus et ses dépenses courantes. Ce resserrement pourrait arriver dès l'annonce du Budget 2021, qui sera présenté en mars prochain.

De son côté, la Banque d'Angleterre a assoupli un peu plus sa politique monétaire. Si elle a laissé son taux directeur à 0,10%, elle a augmenté son programme d'achats d'actifs de GBP 150 mds au début du mois de novembre. Au total, sa cible d'achats a plus que doublé depuis le début de la crise jusqu'à près de GBP 900 mds, soit environ 40% du PIB.

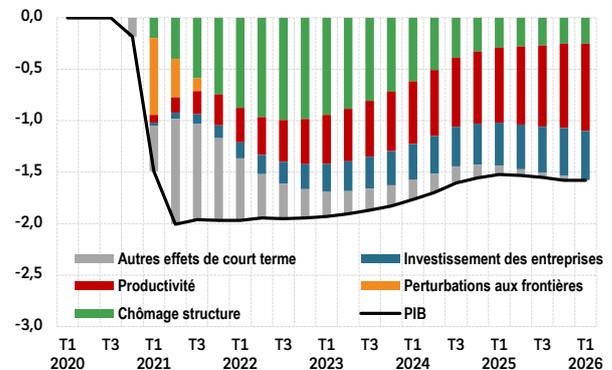
BREXIT : JUSQU'ICI TOUT VA BIEN

Pendant ce temps-là, si le Royaume-Uni a trouvé un accord de libre-échange avec le Canada, les négociations avec l'UE n'ont toujours pas abouti. D'après la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, les contours d'un accord final sont là sur la plupart des sujets, mais il demeure trois points de désaccord importants.

Le premier concerne l'engagement des parties à respecter un « *level playing field* », c'est-à-dire à définir des critères visant à maintenir une concurrence loyale dans le long terme. Le deuxième point de désaccord met au centre de ces négociations un secteur minoritaire : celui de la pêche. Alors que les Européens demandent que leurs pêcheurs conservent un large accès aux eaux territoriales du Royaume-Uni, les Britanniques souhaitent en retrouver une souveraineté totale. Enfin, Britanniques et Européens n'arrivent pas à s'entendre sur la gouvernance de l'accord, c'est-à-dire sur un mécanisme de résolution des litiges. Quoi qu'il arrive, le Royaume-Uni va quitter le marché unique et l'union douanière de l'UE. Il se dirige donc vers un Brexit dur, et de nombreuses barrières non-tarifaires vont dès le 1^{er} janvier 2021 entraver ses échanges avec l'UE³. Dans le cas des échanges de biens, celles-ci incluront des procédures supplémentaires, notamment pour se conformer aux standards de l'UE, et des contrôles douaniers renforcés, entraînant des coûts et délais aux frontières additionnels pour les exportateurs britanniques.

Si aucun accord n'est trouvé, à ces barrières non-tarifaires s'ajouteront des droits de douane sur les biens échangés entre les deux parties. D'après l'OBR, une sortie sans accord réduirait de deux points de pourcentage la croissance du Royaume-Uni en 2021. Le rebond anticipé de 5,5% en 2021, dans le cas d'un accord, étant déjà timide au regard de sa chute en 2020, il serait donc très faible dans ce scénario. Ce manque à gagner serait dû notamment aux perturbations aux frontières, à une baisse de l'investissement, à une productivité moindre, à une augmentation du chômage structurel, et à d'autres effets de court terme sur l'offre et la demande résultant en partie d'une augmentation de l'incertitude et du resserrement des conditions de crédit (cf. graphique 3). Tout cela repousserait d'un an la date à laquelle le PIB du Royaume-Uni retrouverait son niveau d'avant la crise (cf. graphique 2).

DIFFÉRENCE DE CROISSANCE DE PIB ENTRE UN «NO DEAL» ET UN ACCORD (PT DE %)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : OBR

À long terme, l'OBR estime que le PIB du Royaume-Uni sera dans tous les cas 4% inférieur à ce qu'il aurait été sans le Brexit, et qu'une sortie sans accord coûterait deux points de pourcentage supplémentaires. Ainsi, si l'échec des négociations serait néfaste pour l'économie, c'est la sortie du marché unique qui aura le plus gros impact négatif sur la croissance.

En influant sur l'économie du Royaume-Uni, le Brexit aura certainement des répercussions sur sa politique fiscale et monétaire. Du point de vue fiscal, si les conséquences du Brexit s'avéraient négatives pour l'économie – ce qu'anticipent la plupart des études sur le sujet – les finances publiques seraient un peu plus détériorées par la baisse des rentrées fiscales et l'augmentation des dépenses (chômage...). De plus, les bénéfices tirés de la fin des contributions au budget de l'UE seront faibles et certainement compensés dans les prochaines années par l'acquittement des engagements passés du Royaume-Uni (« *Brexit financial settlement* »), estimés à plus de GBP 30 mds. Le Royaume-Uni pourrait être tenté de déréguler son économie, mais celle-ci se situe déjà parmi les moins encadrées, et l'assouplissement de la régulation pourrait l'éloigner encore plus de l'UE, ce qui ajouterait de nouvelles barrières non-tarifaires entre les deux blocs.

Du point de vue monétaire, la Banque d'Angleterre pourrait se retrouver confrontée, d'un côté, à un affaiblissement de l'économie et, de l'autre, à de fortes pressions inflationnistes – par exemple du fait d'une chute de la livre et de l'imposition de droits de douane sur les importations du Royaume-Uni. Néanmoins, dans ce scénario, la banque centrale pencherait certainement de nouveau du côté d'un assouplissement de sa politique, comme elle l'avait fait lorsqu'elle fut confrontée à ce même dilemme après le référendum en 2016.

En résumé, ce feuilleton qui a débuté il y a plus de quatre ans va connaître son dénouement avant la fin de l'année. Si les effets du Brexit sur l'économie britannique ont jusqu'ici été plus modérés que beaucoup le craignaient, le vrai choc n'arrivera qu'au 1^{er} janvier 2021, et ses conséquences pourraient se faire sentir pendant des années. L'important, ce n'est pas la chute, c'est l'atterrissage.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com

¹ *Economic and fiscal outlook*, November 2020, OBR.
² *United Kingdom: Staff Concluding Statement of the 2020 Article IV Mission*, FMI, 29 octobre 2020.
³ *Quelles seront les conséquences économiques d'un Brexit dur ?*, BNP Paribas, 30 novembre 2020.



UNE ÉCONOMIE DUREMENT TOUCHÉE

Depuis mars 2020, la Suède se distingue des autres pays européens par l'absence de confinement et connaît actuellement une reprise des infections. Cette recrudescence de l'épidémie vient assombrir les perspectives de reprise au quatrième trimestre de 2020. Les exportations et l'investissement des entreprises suédoises restent freinés par l'incertitude ambiante tandis que la consommation des ménages vient soutenir la reprise économique. En 2021, la Riksbank poursuivra et approfondira son vaste programme de rachats d'actifs. De nouvelles mesures de soutien viendront également renforcer une politique budgétaire déjà accommodante.

Après avoir chuté de 8% au T2 2020, le PIB a rebondi de 4,9% au T3 2020. La baisse du produit brut devrait atteindre 3,4% en moyenne sur 2020 selon la Commission européenne. L'économie devrait renouer avec la croissance en 2021, la Commission prévoyant une hausse du PIB de +3,3%. Néanmoins, il faudra du temps à l'économie pour retrouver son niveau d'avant-pandémie. Les effets d'une nouvelle vague de Coronavirus sur l'économie restent également à craindre puisque la Suède connaît l'un des plus forts taux de mortalité parmi les pays de l'Union Européenne avec à ce jour 7000 morts pour 10 millions d'habitants.

RÉSILIENCE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES

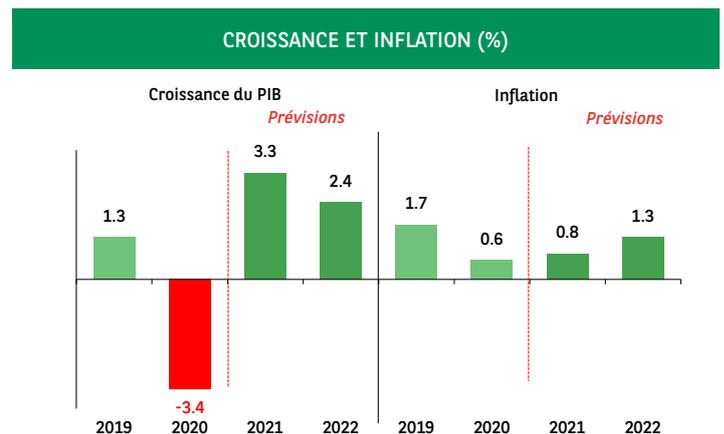
La Suède, petite économie ouverte, a été durement touchée par la chute du commerce mondial en 2020, affichant une baisse des exportations de plus de 18% au deuxième trimestre. Celles-ci ont néanmoins rapidement rebondi, puisque leur niveau de mai s'est rapproché de celui de décembre 2019. Cependant, la résurgence de l'épidémie, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni¹, et le risque d'un Brexit dur, pourrait interrompre la dynamique de reprise au premier trimestre de 2021. Ainsi, après avoir diminué de nouveau au troisième et quatrième trimestres de 2020, les exportations ne devraient retrouver leur niveau d'avant-crise qu'à partir du second semestre de 2021.

Du côté de l'investissement des entreprises, l'incertitude demeure mais les dirigeants des entreprises manufacturières sont tout de même moins pessimistes qu'au troisième trimestre (l'indice PMI manufacturier atteint 59,1 en novembre). La reprise de l'investissement devrait néanmoins être lente en raison des faibles capacités financières actuelles des entreprises malgré le soutien financier déployé par le gouvernement.

La flambée des prix de l'immobilier depuis mai illustre le relatif regain d'optimisme des ménages². La consommation privée, en baisse de 4% en 2020, devrait gagner en vigueur en 2021 si un vaccin venait à être déployé. La croissance des ventes au détail a été plus élevée au T3 2020 qu'en décembre 2019³. Néanmoins, l'épargne des ménages a fortement augmenté durant la pandémie du fait de la restriction des loisirs en extérieur et de la dégradation du marché du travail. Le chômage devrait en effet atteindre 8,6% en 2020 puis 9% en 2021 contre 6,8% en 2019.

DES MESURES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES TOUJOURS ACCOMMODANTES

L'inflation a ralenti en 2020. Selon les estimations de la Commission, elle devrait s'être limitée à 0,6%, loin de la cible de 2%. Elle pourrait néanmoins accélérer de nouveau à 0,8% en 2021 à la faveur de la reprise et grâce à une politique monétaire toujours accommodante. La Banque centrale suédoise a en effet annoncé prolonger la durée et l'ampleur de son programme de rachats d'actifs. Ainsi, ce sont



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

SEK 700 milliards d'actifs qui pourront être rachetés par la Riksbank jusqu'au 31 décembre 2021 contre SEK 500 milliards décidés initialement. En revanche, Stefan Ingves, gouverneur de la Riksbank, a précisé que le taux de repo resterait inchangé à 0% et ce jusqu'en 2023.

La politique budgétaire se veut également accommodante puisque de nouvelles mesures ont été introduites dans le budget de 2021 et 2022 pour un montant de SEK105 milliards en 2021 (2% du PIB) et SEK 85 milliards en 2022 (1,7 du PIB). Ces mesures visent principalement les entreprises et les actifs les plus touchés par le chômage tels que les 19-23 ans, les salariés peu qualifiés et les immigrés. De vastes programmes de formation devraient être mis en place. Un soutien aux régions a également été déployé (avec un doublement de l'allocation de fonds) et une subvention supplémentaire de SEK 10 milliards a été versée aux hôpitaux au début du T4 2020. Ces mesures viendront creuser le déficit public à -4% en 2020 et -3,8% en 2021. Les investissements publics dans la transition écologique et les infrastructures devraient également se poursuivre et venir soutenir la demande intérieure.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Kenza Charef (alternante) et Jean-Luc Proutat
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Les États-Unis et le Royaume-Uni sont les troisième et quatrième partenaires commerciaux de la Suède et font partie des économies les plus frappées par la crise du Coronavirus.

² L'indice des prix des logements n'a cessé d'augmenter depuis mai 2020 pour atteindre 261,81 en octobre 2020 contre 239,55 en avril (base 100 : janvier 2005).

³ L'indice des ventes de détail excluant les véhicules et services de réparation s'est élevé à 112,28 en moyenne de juin à octobre 2020 contre 110 en décembre 2019 (base 100=2015).



NORVÈGE

27

UNE ÉCONOMIE TOUCHÉE, MAIS LOIN D'ÊTRE COULÉE

Par rapport à ses voisins européens, la Norvège a été relativement peu affectée par la pandémie de Covid-19. De plus, l'économie a pu compter sur les mesures de soutien considérables mises en place par les autorités fiscales et monétaires. Dans son budget pour 2021, présenté en octobre, le gouvernement s'est engagé à maintenir une politique expansionniste – même si les dépenses seront logiquement moins importantes qu'en 2020. De son côté, face à la remontée des cas de Covid-19 et au resserrement des mesures de restriction, la banque centrale a adopté un ton plus conciliant.

Après une chute de 6,0% au deuxième trimestre, le PIB de la Norvège *mainland* – c'est-à-dire hors secteur pétrolier – a rebondi de 5,2% entre juillet et septembre. Sans surprise, ce sont les secteurs qui ont le plus souffert de la crise sanitaire et des mesures prises pour y faire face qui ont connu la reprise la plus forte au troisième trimestre. De même la consommation des ménages a connu un rebond important, avec une hausse de près de 10%. Comme ailleurs, c'est immédiatement après la levée des mesures de restriction que la reprise a été la plus forte. L'indicateur mensuel du Bureau central de statistiques (SSB) montre que le PIB a augmenté de seulement 0,6% en septembre.

Face à une nouvelle accélération de la progression du virus, les autorités norvégiennes ont décidé au début du mois de novembre d'imposer de nouvelles mesures de restriction, notamment en ce qui concerne les rassemblements, et de recommander aux habitants de rester chez eux autant que possible.

LE RÔLE DES POLITIQUES FISCALE ET MONÉTAIRE

Lorsqu'il a dévoilé son budget pour 2021¹ avant le nouveau resserrement des mesures de restriction, le gouvernement reconnaissait déjà le besoin de maintenir une politique fiscale expansionniste. Le déficit du gouvernement est financé depuis 2001 par des transferts du fonds pétrolier, c'est ce que l'on appelle le déficit public structurel du secteur non-pétrolier. En 2021, ce dernier devrait représenter 3,0% de la valeur totale du fonds pétrolier (ou 9,4% du PIB), après 3,9% (12,3% du PIB) en 2020. Si le gouvernement est contraint dans l'utilisation du fonds, il dispose tout de même d'une certaine flexibilité pour faire face à des chocs tels que celui qu'a connu l'économie norvégienne cette année.

Pendant ce temps-là, la Norges Bank a quelque peu adouci son langage. Dans son communiqué faisant suite à sa réunion de septembre, la banque centrale discutait de l'augmentation de son taux de base dans les prochaines années. Cependant, à l'issue de sa dernière réunion début novembre, elle est retournée à plus de prudence, soulignant le fait que son taux directeur restera inchangé à 0% jusqu'à ce qu'il y ait des signes clairs que les conditions économiques se normalisent². Dans son dernier rapport, la Norges Bank indiquait que l'augmentation du taux de contagion et le resserrement des mesures de restriction en Norvège et à l'étranger allaient probablement freiner la reprise de l'économie à court terme.

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES POUR 2021

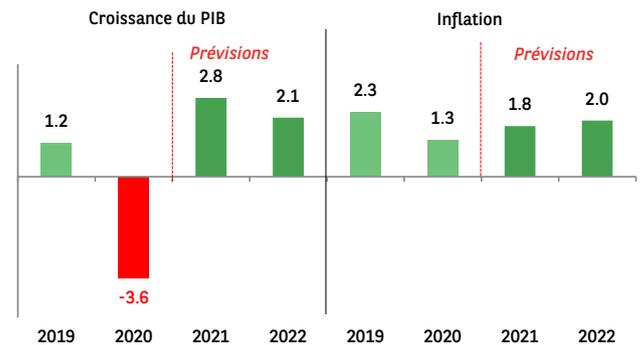
Depuis le début de la crise, la Norvège est le pays d'Europe qui a été le moins touché par la pandémie en termes du nombre de décès rapporté à la population. Cela a permis aux autorités d'imposer des mesures de restriction moins sévères qu'ailleurs. Ainsi, même si le pays a souffert dans le même temps d'une forte chute des prix du pétrole, son principal produit d'exportation, son économie a été particulièrement résiliente.

¹ [The National Budget 2021](#), gouvernement norvégien.

² [Rate decision November 2020](#), Norges Bank.

³ [Economic Outlook](#), December 2020, OCDE.

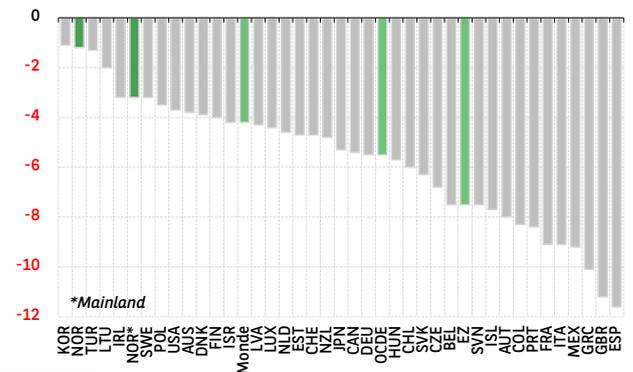
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DE PIB EN 2020 DE L'OCDE (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : OCDE

Dans son dernier *Economic Outlook*³, l'OCDE estime que le PIB de la Norvège *mainland* s'est contracté de 3,2% en 2020. C'est la cinquième meilleure performance anticipée parmi les trente-sept pays membres de l'OCDE. En ce qui concerne l'économie norvégienne dans son ensemble – incluant le secteur pétrolier – la chute ne serait que de 1,2%. Seule la Corée du Sud ferait mieux (cf. graphique 2).

Achevé de rédiger le 7 décembre 2020

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DANEMARK

28

L'INCERTITUDE DEMEURE

L'économie danoise s'est rapidement redressée après la réouverture des frontières mais un rattrapage complet prendra du temps puisque la recrudescence de l'épidémie de Coronavirus maintient la situation économique du pays dans l'incertitude. Les exportations de services ont été durement touchées par la crise en 2020 mais sont compensées par le regain de la consommation des ménages danois, soutenu par des mesures gouvernementales. La politique budgétaire devrait rester accommodante en 2021 et la Banque centrale du Danemark continuera de défendre son peg vis-à-vis de l'euro.

Le PIB danois a connu un rebond de 4,9% (t/t) au troisième trimestre 2020 qui ne parvient néanmoins pas à compenser sa forte chute de 7% (t/t) au deuxième trimestre. Le PIB devrait se contracter de 3,9% en moyenne sur l'année 2020. La croissance devrait reprendre en 2021 à 3,5% selon les prévisions de la Commission européenne. De nouvelles mesures de lutte contre la Covid-19 et un environnement extérieur affaibli pourraient cependant venir griffer la reprise.

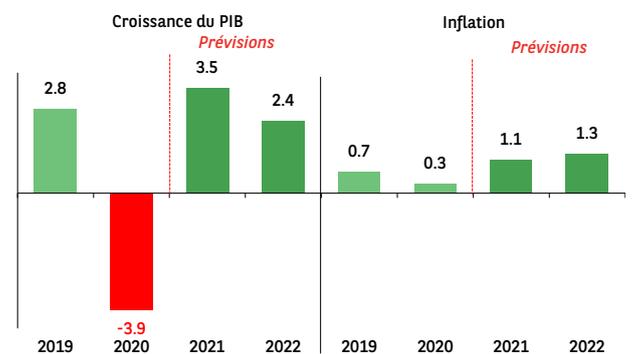
REGAIN DE CONFIANCE CHEZ LES MÉNAGES

La vitesse de rétablissement de l'économie danoise dépend de la reprise du commerce mondial. Depuis le début de la crise, les exportations de services ont été durement touchées puisqu'elles ont diminué de 11,6% au deuxième trimestre de 2020 notamment en raison de l'absence de touristes étrangers. Le rebond intervenu au T3 (+5,6%) est loin d'être suffisant pour permettre aux exportations de retrouver leur niveau de 2019. En outre, la perspective d'un Brexit dur pourrait ajouter un frein supplémentaire, le Royaume-Uni étant le quatrième partenaire commercial du Danemark. Après une chute de 6,38% (t/t) au deuxième trimestre et malgré un rebond de 3,3% (t/t) au troisième trimestre, l'investissement des entreprises ne devrait retrouver son niveau d'avant-crise qu'à l'arrivée d'un vaccin courant 2021. Face à la seconde vague de l'épidémie de Coronavirus, la confiance des chefs d'entreprises reste basse (le PMI manufacturier de novembre atteint 47,7) et devrait le rester au premier semestre de 2021. Le marché de l'immobilier connaît cependant un rebond marqué depuis la fin du mois de juin avec une croissance des prix de l'immobilier supérieure à son niveau d'avant-crise¹.

La consommation des ménages a rebondi rapidement depuis la fin du premier confinement en mars 2020 et retrouvé son niveau d'avant-crise dès le mois de juin 2020. Elle ne devrait donc décliner que de 2% en 2020 et augmenter de 4% en 2021. Cet optimisme des ménages devrait se poursuivre grâce aux mesures de soutien à la consommation et à la résistance du marché du travail². Une partie du plan spécial de retraite a ainsi été versée aux ménages en octobre, ce qui a provoqué une hausse de leurs revenus représentant 2,6% du PIB. Par ailleurs, la relance de la consommation pourrait augmenter la volatilité des prix en 2021.

Lors du confinement des mois d'avril et mai 2020, l'inflation a atteint 0% et se situait à 0,2% au mois d'octobre 2020. Ce fort ralentissement est lié à la chute brutale du cours du baril de pétrole. Il aurait été plus marqué encore sans l'introduction d'une taxe supplémentaire sur le tabac³ au mois d'avril. L'inflation devrait accélérer en 2021 et se rapprocher de 1%. La priorité pour la Banque centrale du Danemark reste cependant de stabiliser la monnaie, alors que le cours de la couronne en euro a tendance à monter, jusqu'à dépasser régulièrement

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

le « peg » (EUR 0,1340 pour 1 DKK) ; la Banque centrale du Danemark se dit ainsi ouverte à la vente massive de couronnes danoises pour en limiter l'appréciation. Le taux directeur a diminué de 15 points de base, à -0,6%, en mars 2020 ne devrait pas être abaissé de nouveau en 2021.

Au second semestre de 2020, le gouvernement a rapidement remplacé les larges programmes de subventions du premier confinement par des mesures plus ciblées, notamment à destination des entreprises à l'arrêt et de leurs salariés. La politique budgétaire expansionniste devrait se poursuivre en 2021 et 2022 et pourrait continuer de creuser le déficit budgétaire qui atteindra probablement 3,4% du PIB en 2020. Sur les DKK 66 milliards de garantie de prêts mis à la disposition des entreprises en 2020, seuls DKK 4,8 mds ont été réclamés ; les montants restants pourront donc toujours être octroyés aux entreprises en difficulté en 2021. De vastes programmes de formation devraient également être déployés. L'agenda de réformes structurelles, notamment en matière de transition écologique, sera maintenu en 2021 et 2022.

Achévé de rédiger le 7 décembre 2020

Kenza Charef (alternante) et Jean-Luc Proutat
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Les prix de l'immobilier ont augmenté de 4,3% au troisième trimestre de 2020 contre 3,6% au quatrième trimestre de 2019.

² La chute de 3% du taux de participation sur le marché du travail durant le confinement s'était résorbée de moitié dès le mois d'août 2020.

³ Le prix d'un paquet de cigarette a augmenté de 24% en avril suite à la mise en place de la taxe sur le tabac, passant de DKK 41 à DKK 55 et il devrait atteindre DKK 60 en janvier 2022.



PRÉVISIONS

29

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2019	2020 e	2021e	2022e	2019	2020 e	2021e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.6	3.7	3.2	1.8	1.3	1.9	1.9
Japon	0.7	-5.4	1.5	1.8	0.5	0.0	-0.4	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-11.5	6.4	6.8	1.8	0.9	1.5	2.1
Zone euro	1.3	-7.5	5.6	3.9	1.2	0.2	0.8	1.3
Allemagne	0.6	-5.9	4.2	3.6	1.4	0.4	1.3	1.2
France	1.5	-9.5	6.3	3.8	1.3	0.5	0.6	1.2
Italie	0.3	-9.1	6.0	3.4	0.6	-0.2	0.5	1.3
Espagne	2.0	-11.8	7.0	4.9	0.7	-0.4	0.4	0.9
Chine	6.1	2.0	8.6	5.3	2.9	2.6	2.3	2.8
Inde*	4.2	-11.4	11.6	5.0	4.8	5.8	4.3	3.8
Brésil	1.1	-4.5	3.0	3.0	3.7	3.1	4.0	4.0
Russie	1.3	-4.5	3.8	3.0	4.3	3.4	3.5	3.5

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS), MISE À JOUR AU 23/11/2020

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e		
E-UNIS	"Fed Funds (borne supérieure)"	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.10	1.20	1.30	1.40	1.40	1.50
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.35	-0.50	-0.40	-0.20	-0.20	0.10
	OAT 10a	-0.10	-0.25	-0.15	0.10	0.10	0.50
	BTP 10 ans	0.75	0.60	0.80	1.20	1.20	1.70
R-Uni	BONO 10 ans	0.35	0.20	0.40	0.60	0.60	1.00
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
	Gilt 10a	0.40	0.40	0.50	0.60	0.60	0.75
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	0.15

Taux de change		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e		
USD	EUR / USD	1.22	1.24	1.25	1.25	1.25	1.30
	USD / JPY	101	100	98	98	98	95
	GBP / USD	1.39	1.41	1.44	1.44	1.44	1.59
EUR	EUR / GBP	0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.82
	EUR / JPY	123	124	123	123	123	124

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E PRÉVISIONS), MISE À JOUR LE 23/11/2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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