

ECO PERSPECTIVES

1^{er} trimestre 2020 (achevé de rédiger le 22 janvier 2020)

Editorial

Vers un léger rebond de la croissance

Au cours des derniers mois, les enquêtes de conjoncture se sont stabilisées dans l'industrie manufacturière tandis qu'une légère progression a été enregistrées dans les services. De plus, deux facteurs d'incertitudes majeurs ont connu une évolution positive.

p. 2



Etats-Unis

p.3

2020, année à haut risque



Chine

p.5

Répét de début d'année



Japon

p.7

Effet incertain de la politique budgétaire



Zone euro

p.8

2020 : l'année du redémarrage ?



Allemagne

p.10

Point de retournement en vue



France

p.12

2020 : nouvelle année, mêmes tendances



Italie

p.14

De nombreux défis à relever



Espagne

p.16

Premiers pas de la nouvelle coalition



Pays-Bas

p.18

Le défi des retraites et du changement climatique



Belgique

p.19

Pression sur la demande intérieure



Grèce

p.20

Le redressement se poursuit



Royaume-Uni

p.21

Actualité du Brexit



Suède

p.23

La croissance continue de ralentir



Danemark

p.24

La croissance résiste



Prévisions

p.25

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
PERSPECTIVES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Éditorial

Vers un léger rebond de la croissance

Au cours des derniers mois, les enquêtes de conjoncture se sont stabilisées dans l'industrie manufacturière tandis qu'une légère progression a été enregistrée dans les services. De plus, deux facteurs d'incertitude majeurs ont connu une évolution positive : un accord commercial a été signé entre les États-Unis et la Chine, et le Royaume-Uni et l'Union européenne peuvent, enfin, entamer des négociations sur l'avenir de leur relation. Le sentiment de marché est resté soutenu. Ajouté à l'orientation très accommodante de la politique monétaire des banques centrales, cela se traduit par un assouplissement des conditions financières et monétaires. Sous l'effet conjugué de ces trois facteurs, les conditions d'un léger rebond de la croissance semblent réunies. La prudence reste, néanmoins, de mise.

■ Stabilisation des données d'enquête

Comme le montre le graphique, à l'exception du Japon, le rythme de baisse de l'indicateur composite avancé de l'OCDE marque le pas, ce qui pourrait suggérer un rebond ultérieur de la croissance le moment venu. Les récentes données d'enquêtes ont également redonné espoir. Les indices des directeurs d'achats (PMI) de l'industrie manufacturière se sont stabilisés à l'échelle mondiale. Certains pays ont enregistré une légère augmentation par rapport aux plus bas enregistrés au cours de l'été et de l'automne 2019 (zone euro, Allemagne, Chine), même si les niveaux restent faibles. Les indices PMI des services affichent un léger mieux et l'effet de contagion tant redouté du ralentissement de l'industrie manufacturière a été, dans une large mesure, évité. En outre, l'évaluation des commandes à l'exportation s'est également améliorée, malgré le niveau qui reste bas.

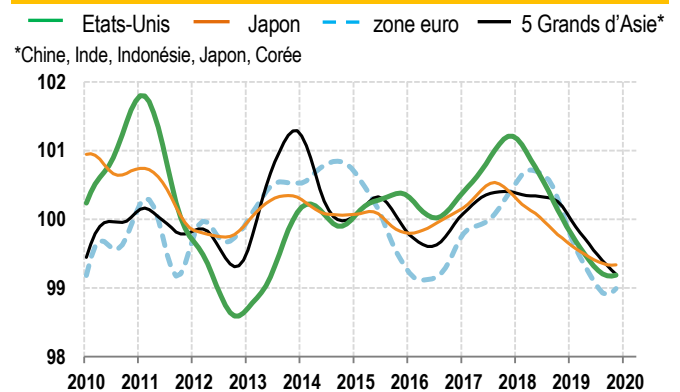
■ Conditions financières et monétaires accommodantes

La Réserve fédérale et la BCE ont accompagné leurs décisions d'assouplissement monétaire de 2019 d'un message (implicite) selon lequel les taux directeurs demeureront à un niveau très bas pendant un certain temps. Même si la politique de la Fed dépend des données économiques, la barre pour envisager un resserrement semble avoir été placée haut et l'accélération nécessaire de l'inflation pour faire pencher la balance est très improbable dans un futur proche. À en juger par la déclaration de Christine Lagarde selon laquelle la projection du *staff* de la BCE d'une inflation à 1,6 % en 2022 ne correspondrait pas à l'objectif visé par la BCE, il ne faut s'attendre à aucun relèvement des taux avant la fin de 2022, sauf sous-estimation de la dynamique d'inflation. Il faudrait pour cela une accélération significative de la croissance de l'activité et des salaires, ce qui ne semble pas être à l'ordre du jour. Cet environnement monétaire très accommodant continue de soutenir l'appétit des investisseurs pour le risque, d'autant plus que l'incertitude décroît comme nous l'expliquons ci-dessous. Image inversée du *rally* consécutif des actions, les rendements des emprunts d'État ont augmenté, indiquant que, pour les investisseurs, les risques relatifs aux perspectives économiques sont, désormais, un peu moins élevés. Dans l'ensemble, les conditions financières et monétaires se sont assouplies, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, devrait contribuer à soutenir la croissance.

■ L'incertitude a diminué, pour le moment

Deux facteurs majeurs, à l'origine d'une longue période d'incertitude, ont connu, récemment, une évolution positive. Ainsi, au Royaume-

Indicateur composite avancé de l'OCDE



Sources : OCDE, BNP Paribas

Uni, la large victoire de Boris Johnson, à l'issue des élections du mois de décembre, a ouvert la voie à une négociation avec l'UE sur la future relation, dissipant les craintes d'un Brexit sans accord. Par ailleurs, la signature d'un accord commercial entre Washington et Pékin a permis d'éviter une nouvelle escalade de la guerre commerciale. De plus, les marchés ont réagi plutôt calmement à la montée des tensions entre l'Iran et les États-Unis au début de l'année. Pour eux, le risque d'une escalade majeure est très faible. Cependant, un retour de l'incertitude n'est pas exclu d'ici quelques mois. Concernant les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE, le temps va manquer, d'ici à la fin de l'année, pour conclure un accord complet. À cela s'ajoutent les déclarations récentes du chancelier de l'Échiquier britannique sur l'intention du Royaume-Uni de fixer ses propres règles et règlements, qui laissent augurer d'après négociations. Concernant l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine, il offre, à y regarder de plus près, peu de raisons de se réjouir. C'est l'exemple même d'un accord commercial aménagé au niveau bilatéral, qui se solde par une réorientation des échanges commerciaux au détriment des pays tiers et le maintien de l'essentiel des relèvements de droits de douane, introduits des deux côtés depuis le début de 2018. Enfin, et il convient de le souligner, il s'agit seulement d'un accord de phase « 1 ». Les négociations de la phase « 2 » pourraient très bien être encore plus difficiles de sorte que les menaces réciproques de sanctions commerciales pourraient finir par faire de nouveau les gros titres.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



Etats-Unis

2020, année à haut risque

La divergence entre tendances économique et boursière s'est accentuée aux Etats-Unis, sur fond d'accommodation monétaire et d'expansion de la dette des entreprises. Les risques pris par les investisseurs (fonds de pension ou d'investissement, sociétés d'assurance-vie) ont augmenté, tout comme la vulnérabilité des marchés face à d'éventuels chocs adverses ou renversements d'anticipations. Or 2020, année électorale, pourrait ne pas être paisible. Pour bienvenue qu'elle soit, la trêve dans le conflit commercial avec la Chine entérine l'essentiel des hausses de droits de douane passées, sans modifier fondamentalement la politique, peu encline au multilatéralisme, de l'administration américaine.

L'une atterrit, l'autre s'envole. Alors que, depuis un an, l'économie américaine a tendance à freiner, le secteur industriel ayant basculé en récession, la Bourse collectionne les records. En 2019, l'indice Standard & Poor's des 500 principales valeurs de la cote a gagné près de 30% ; à 3.230 points (le 31 décembre), il dépasse de 106% le point haut historique d'octobre 2007. Le Nasdaq (l'indice des valeurs technologiques) s'est, quant à lui, apprécié de 35% en 2019, 200% depuis sept ans...

■ Plus vite, plus haut, plus vulnérable

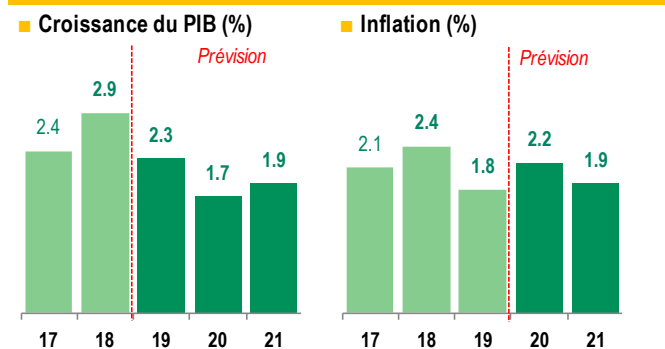
Irrationnelle exubérance ? Le fait est que, aux Etats-Unis, la hausse du cours des actions entretient un rapport assez lointain avec celle, de moins en moins rapide, des bénéfices, aboutissant à des niveaux de valorisation tendus (graphique 2 et FMI¹). Les taux d'intérêt restant bas, elle repose sur une amplification de l'effet de levier. Dans son dernier *Rapport sur la stabilité financière*, le FMI souligne l'importance du recours à la dette dans les activités de fusions, acquisitions, ou rachats d'actions². L'augmentation du poids des survalueurs (*goodwill*) dans le total des actifs, comme les multiples élevés qui sous-tendent les opérations de LBO (*leveraged buy-out*) témoignent de paris plus ambitieux sur l'avenir. La prise de risque s'illustre, enfin, par la compression des *spreads* attachés à la dette à haut rendement (graphique 2), un segment de marché que le FMI juge, lui aussi, surévalué.

Dans la phase actuelle d'élévation du prix des actifs, le rôle des investisseurs institutionnels (fonds de pension ou d'investissement, sociétés d'assurance-vie), américains ou étrangers, s'est renforcé. Alors que les banques ont, dans leur ensemble, mis un frein à l'expansion de la taille de leur bilan et amélioré leur résilience depuis la crise de 2008, ces derniers ont développé leurs activités et concentré une part croissante des financements. Ils ont aussi étendu leur quête de rendement, à mesure que les taux d'intérêt sur la dette souveraine, socle traditionnel de leurs placements, baissaient. Une réallocation s'est opérée, au détriment des avoirs de trésorerie et obligations de haute qualité (classées en catégorie « investissement ») et au profit d'actifs à la fois moins liquides et plus risqués, tels la dette privée non cotée, l'immobilier, ou les

¹ Fonds monétaire international (2019), *Global Financial Stability Report*, Chapitre 1, Octobre, pp 1-4. En septembre 2019, le modèle de valorisation du FMI indique un prix des actions américaines supérieur de 2,5 écarts-types à son niveau d'équilibre (*fair value*).

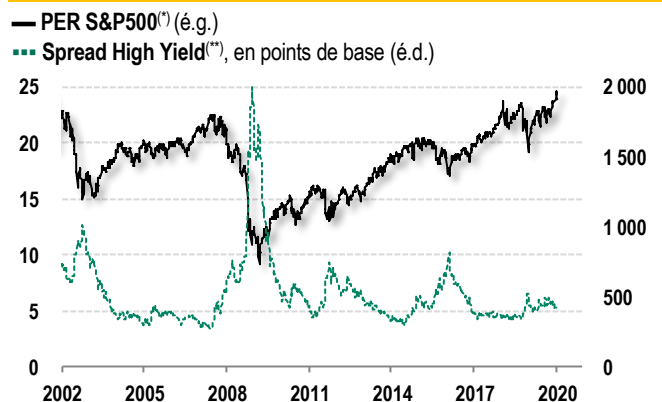
² Ibid, pp 25-37. 60% des prêts à effet de levier (LBO) multiplient par plus de six les résultats opérationnels annuels des sociétés cibles.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Prise de risque accrue



(*) PER : Cours / bénéfices par action ajustés du cycle

(**) Rendement des obligations d'entreprises classées en catégorie « spéculative » – rendement des obligations de l'Etat fédéral à dix ans.

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

infrastructures. Il en résulte une vulnérabilité accrue face à d'éventuels chocs adverses ou renversements d'anticipations³.

Début 2020, la montée des tensions entre les Etats-Unis et l'Iran ne paraît pas devoir constituer un point de bascule. La perspective d'un prolongement de l'accommodation monétaire⁴, tout comme l'espoir

³ Ibid, pp 41-49.

⁴ En 2019, la Réserve fédérale des Etats-Unis a réduit de trois-quarts de point le taux objectif des fonds fédéraux, passé de 2,50% à 1,75% (limite haute). Elle a



d'un début de règlement du conflit commercial sino-américain, soutiennent les marchés.

■ Pression sur les marges et l'investissement

Le scénario de l'apaisement n'est toutefois pas écrit. Certes, un accord entre Washington et Pékin est intervenu le 15 janvier. Il prévoit, dans sa phase « 1 », une pause dans l'escalade tarifaire et, côté chinois, un accroissement des importations, notamment agricoles, des garanties quant au respect du droit de la propriété intellectuelle et une plus grande ouverture du marché au secteur financier. Reste que les racines de l'affrontement - la compétition pour le leadership technologique - sont profondes⁵ et que la véritable désescalade associée à une éventuelle phase « 2 » est remise à plus tard, sans doute après l'élection présidentielle du 3 novembre. La plupart des surtaxes imposées par l'administration Trump resteront donc valides en 2020. Elles auront pour effet de porter de 3% (en 2017) à 19% le taux moyen des droits sur les importations en provenance de Chine, qui se trouveraient ainsi renchéries de quelque USD 70 milliards⁶.

Pour les entreprises américaines, la surcharge s'applique au moment où l'effet des baisses d'impôts de 2018 se dissipe et ne permet plus de compenser l'érosion des marges d'exploitation. La pression sur les bénéfices s'accroît, alors que le levier d'endettement est élevé, une configuration qui précède ou accompagne souvent l'inversion du cycle économique aux Etats-Unis (graphique 3 et encadré 4). Le vent tourne déjà manifestement dans le secteur des gaz et pétrole de schiste, confronté à une baisse de ses rendements marginaux, et qui réduit ses capacités.

Alors que l'emploi et la consommation des ménages freinent peu, l'investissement des entreprises s'inscrit en recul depuis l'automne 2019. Il est aujourd'hui le principal vecteur par lequel l'économie américaine atterrit. À la vue des enquêtes auprès des directeurs d'achat, sa tendance ne s'était pas redressée au moment d'aborder 2020⁷. La croissance du PIB aurait ralenti, les estimations en temps réel (*nowcast*) des Réserves fédérales de New-York et Atlanta la situant dans une fourchette de 1% à 1,8% en rythme annuel.

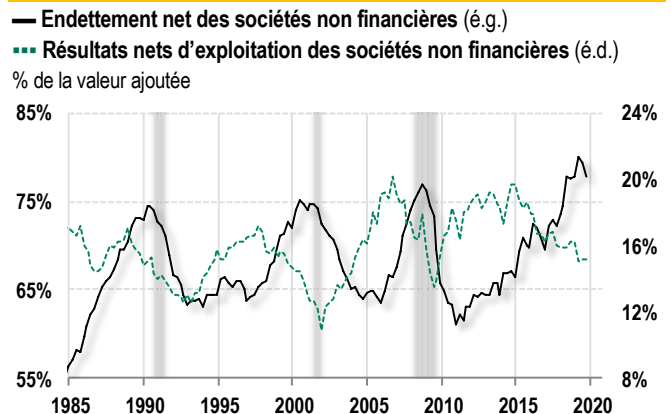
par ailleurs augmenté, à partir d'octobre, la taille de son bilan, de manière à répondre aux tensions apparues sur le marché du *repo*.

⁵ Tout en menant les négociations avec les Etats-Unis, le gouvernement chinois annonçait vouloir remplacer dans les trois ans et dans l'ensemble des administrations les équipements informatiques étrangers (ordinateurs, logiciels...) par du matériel chinois. Cf. Financial Times (2019) *Beijing orders state offices to replace foreign PCs and software*, Dec. 8.

⁶ Impact annuel estimé pour 2020. Aux termes de la phase « 1 » de l'accord, l'administration américaine renonce à taxer une ultime liste de produits chinois (liste « 4B »), pour l'essentiel des biens de consommation grand public; elle abaisse par ailleurs, de 15% à 7,5%, le taux des droits imposés en septembre 2019 sur USD 100 milliards d'achats. Les hausses de tarifs antérieures (25% sur USD 250 milliards d'importations) sont quant à elle confirmées. Au final, les deux-tiers (65%) des importations américaines en provenance de Chine restent taxés. Cf. Brown C.P. (2019), *Phase One China Deal: Steep Tariffs Are the New Normal*, Peterson Institute for International Economics, December 19.

⁷ A 46,8 en décembre 2019, l'indice des commandes industrielles calculé par l'Institute for Supply Management (ISM), historiquement bien corrélé à l'investissement des entreprises, est au plus bas depuis avril 2009.

3- La dette gonfle, la rentabilité s'érode



En grisé : périodes de récession

Sources : BEA, NBER, Réserve fédérale (*Flows of Funds*)

4- Effet de levier : comprendre la mécanique

Pour bien comprendre le lien entre levier financier et rentabilité des capitaux propres, on peut décomposer l'équilibre ressources-emplois ainsi que le compte de résultat des entreprises comme suit :

$$(1) A = CP + D$$

$$(2) RN = RE - I$$

où **A** désigne l'actif économique, **D** l'endettement net, **CP** les capitaux propres, **RN** le résultat net, **RE** le résultat économique, **I** la charge d'intérêts. Pour la simplicité du raisonnement, l'impôt est ignoré.

Par définition, le levier financier (ou leverage en anglais) est égal au rapport entre la dette nette et les capitaux propres soit :

$$(3) L = D / CP,$$

Le rendement économique (**re**) de l'actif se définit comme le rapport du résultat économique au total de l'actif, soit $re = RE / A$;

Le rendement des fonds propres (**r_{fp}**) se définit comme le rapport du résultat net aux fonds propres :

$$(4) r_{fp} = RN / CP$$

$$= (RE - I) / CP \quad \text{d'après (2)}$$

$$= (re.A - i.D) / CP \quad \text{avec } i = \text{taux d'intérêt du marché}$$

$$= [re.(D + CP) - i.D] / CP \quad \text{d'après (1)}$$

$$\Rightarrow r_{fp} = re + (re - i).L \quad \text{d'après (3)}$$

Le recours au levier **L** permet d'élever la rentabilité des fonds propres au-dessus de la rentabilité économique, dès lors que celle-ci dépasse le taux d'intérêt du marché. L'effet de levier s'atténue avec la remontée des taux et/ou la baisse de la rentabilité économique des entreprises. En cas d'inversion ($re < i$) la pression sur le rendement des fonds propres incite à réduire le levier **L** (deleveraging).

Sources : Vernimmen (2010) *Finance d'entreprise*, BNP Paribas

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com



Chine

Répit de début d'année

La croissance économique a ralenti à 6,1% en 2019. Les exportations se sont contractées et la demande intérieure continue de s'affaiblir. L'année 2020 débute sous de meilleurs auspices, puisque l'activité a montré quelques signes de reprise et un premier accord commercial vient d'être signé avec les Etats-Unis. Cependant, les perspectives de croissance pour 2020 restent dégradées, le rééquilibrage du modèle de croissance s'avère lent et difficile, et la gestion de la politique économique est de plus en plus complexe. Cette situation pourrait inciter Pékin à donner une nouvelle impulsion au processus de réformes structurelles, unique solution pour entretenir le regain d'optimisme de ce début d'année et améliorer les perspectives économiques de moyen terme.

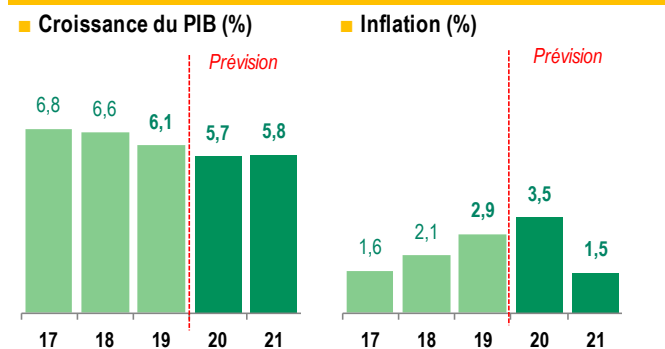
La croissance économique s'est établie à 6,1% en 2019 contre 6,6% en 2018. Ce ralentissement marqué a été causé à la fois par le recul des exportations et l'affaiblissement de la demande intérieure (graphiques 1 et 2). Même si les indicateurs d'activité les plus récents et la signature d'un accord commercial préliminaire par les Etats-Unis et la Chine laissent place à un peu d'optimisme en ce début d'année, la croissance devrait continuer de ralentir en 2020.

Si la politique économique a pris un tour de plus en plus accommodant depuis deux ans, les autorités sont toutefois restées prudentes. Leur marge de manœuvre est en effet fortement restreinte par l'excès de dette de l'économie et par la nécessité de poursuivre les efforts d'assainissement du système financier, des entreprises publiques et du marché immobilier. En réponse à la dégradation des perspectives de croissance et aux difficultés grandissantes pour mener une politique de relance par le crédit, les autorités ont eu recours à des mesures fiscales de soutien aux entreprises et aux ménages. Les tensions avec les Etats-Unis et les difficultés du rééquilibrage des sources de la croissance pourraient aussi pousser les autorités à donner un nouvel élan aux réformes structurelles ?

■ 2019 : choc externe et difficile adaptation du modèle de croissance

Les exportations chinoises ont été durement affectées par les hausses des droits de douane américains et la baisse de la demande mondiale en 2019. Les exportations de marchandises en direction des Etats-Unis ont chuté de 12,9% (en valeur en dollars) par rapport à 2018 et le total des exportations est resté quasi inchangé (-0,1%). Bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB ait été positive sur l'ensemble de 2019, les difficultés du secteur exportateur ont eu des effets importants sur le reste de l'économie. Le ralentissement de l'investissement dans le secteur manufacturier (il n'a progressé que de 3,1% en valeur) s'est aggravé en 2019 du fait de la détérioration des perspectives de ventes et des profits des entreprises, et la consommation privée a pâti des conséquences du ralentissement industriel sur le marché du travail et sur la confiance. La hausse du revenu réel moyen des ménages a fléchi (+5,8% en 2019 contre 6,5% en 2018), d'autant plus que l'inflation des prix à la consommation a accéléré (pour atteindre 4,3% en g.a. au T4 2019). Ces tensions inflationnistes ont principalement résulté de la flambée des prix du porc, qui ont doublé entre le T4 2018 et le T4 2019 et fait bondir l'inflation des prix alimentaires (+17,3% sur la même période). L'inflation sous-jacente a en revanche progressivement diminué de 1,8% en g.a. au

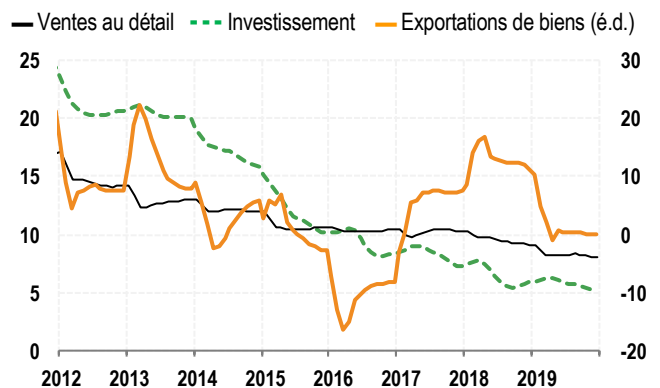
1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Ralentissement généralisé

g.a. % en valeur, cumul annuel, mm3



Sources : NBS, douanes chinoises

T4 2018 à seulement 1,4% au T4 2019, signe de l'atonie de la demande intérieure. Par ailleurs, les ménages ont aussi subi le resserrement de leurs conditions de crédit, alors que le service de la dette pèse de plus en plus lourdement dans leur budget (conséquence de la forte hausse de leur dette, passée de 28% du PIB fin 2011 à 55% fin 2019).

L'accumulation de ces facteurs baissiers explique que la progression des dépenses des ménages se soit peu renforcée au cours des derniers mois en dépit des mesures d'allègement fiscal. Ainsi, les taux de croissance des volumes de ventes au détail et du commerce électronique de biens et services se sont tout juste



stabilisés en novembre-décembre (à 4,9% en g.a. et 12% respectivement). Les ventes automobiles (qui représentent environ 10% du montant total des ventes au détail) ont continué de baisser, mais dans une proportion moindre qu'en début d'année (-2,5% en g.a. au T4 2019, contre -12,5% au premier semestre).

■ Trêve dans le conflit commercial

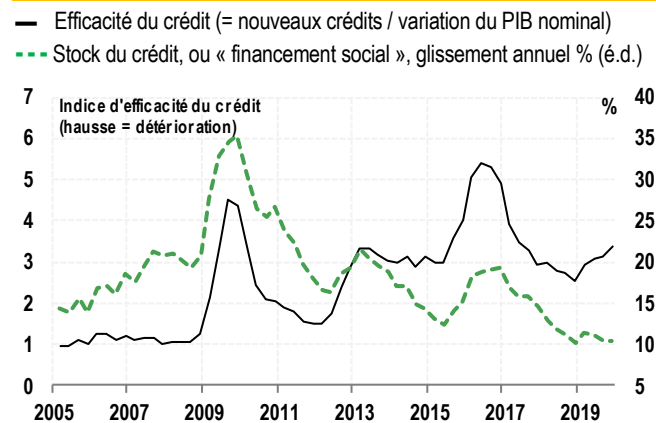
La performance de l'économie chinoise semble toutefois connaître une légère amélioration depuis quelques semaines. La hausse de la production industrielle s'est redressée à 6,2% en g.a. en novembre 2019 et à 6,9% en décembre, contre 4,9% sur la période juillet-octobre. Cette timide reprise accompagne celle des exportations, qui ont rebondi de 7,4% en g.a. en décembre après plusieurs mois de baisse et devraient rester un peu plus dynamiques à court terme. La récente hausse du PMI manufacturier publié par le NBS (passé de 49,3 en octobre à 50,2 en novembre et décembre) est ainsi largement tirée par le rebond de la sous-composante « commandes à l'exportation » (passée de 47 en octobre à 50,3 en décembre).

La trêve dans le conflit entre les Etats-Unis et la Chine depuis l'annonce en décembre dernier d'un premier accord commercial (signé le 15 janvier) explique en partie la meilleure performance industrielle ainsi que le regain de confiance des entreprises et des marchés. Les problèmes de fond à l'origine des dissensions entre Pékin et Washington demeurent, et les prochaines négociations resteront très compliquées. Néanmoins, l'accord de « phase 1 » du 15 janvier réduit considérablement le risque de nouvelles hausses tarifaires américaines en 2020. L'accord prévoit que la Chine augmente ses importations de biens et services américains de USD 200 mds sur les deux prochaines années par rapport aux USD 186 mds achetés en 2017 (dont USD 78 mds dans le secteur manufacturier, USD 52 mds dans l'énergie, USD 32 mds dans le secteur agricole et USD 38 mds dans les services). La Chine semble également s'engager à faire quelques concessions en matière de propriété intellectuelle et d'accès à son marché intérieur par les entreprises étrangères (assouplissement des règles de transferts de technologie et ouverture du secteur financier, par exemple). En échange, les Etats-Unis renoncent simplement à introduire de nouveaux droits de douane et réduisent de moitié la dernière hausse, en vigueur depuis septembre 2019 (de 15% à 7,5% sur environ USD 120 mds d'importations). Les autres barrières tarifaires introduites depuis deux ans sont maintenues. Ainsi, le droit de douane moyen pondéré imposé par les Etats-Unis sur leurs importations de biens chinois ne diminuerait que légèrement de 21% fin 2019 à environ 19% (contre 3% avant le début du conflit commercial), et deux tiers de ces importations restent surtaxées.

■ Quel élan des réformes ?

Depuis 2018, les autorités ont assoupli leurs politiques monétaire et budgétaire afin de soutenir l'activité. Elles sont restées prudentes et ont, dans le même temps, poursuivi des efforts visant à renforcer la réglementation du secteur financier et à contenir la hausse de la dette des ménages et des entreprises les plus fragiles. L'an dernier, en raison du contexte international particulièrement défavorable, de la performance décevante de la demande intérieure et de la montée

3- Nouvelle dégradation de l'efficacité du crédit en 2019



Sources : NBS, BNP Paribas

des difficultés financières des entreprises, le dilemme des autorités – soutien de la croissance contre désendettement et réforme – s'est accru¹. Le recours aux mesures de soutien budgétaire a été étendu et l'assouplissement monétaire s'est poursuivi. La dernière mesure mise en œuvre (effective au 6 janvier 2020) a pour but de stimuler le crédit bancaire aux entreprises via une nouvelle baisse des coefficients de réserves obligatoires (de 50 points de base à 10% pour les petites et moyennes banques et à 12,5% pour les grandes banques). Davantage de mesures de relance pourraient de fait aider la croissance à court terme, mais également retarder le processus d'assainissement de l'économie et dégrader les perspectives de moyen terme, notamment à cause des risques d'instabilité financière et de la baisse de l'efficacité du crédit et de l'investissement. Ce danger est mis en évidence par la nouvelle détérioration de l'efficacité du crédit en 2019 après deux années d'amélioration (graphique 3). Au contraire, une accélération des réformes structurelles peut limiter ces risques.

Les dernières réformes annoncées visent à accélérer l'ouverture du secteur financier. Les investisseurs étrangers devraient, par exemple, bénéficier d'un plus large accès aux marchés d'actifs et pourront investir d'ici fin 2020 dans des sociétés de gestion de fonds ou de courtage sans limite à la détention du capital. Devant la nécessité d'avancer dans les négociations avec les Etats-Unis, mais aussi et surtout, étant donné ses difficultés grandissantes pour rééquilibrer les sources de la croissance, Pékin pourrait chercher à donner une nouvelle impulsion au processus de réformes structurelles en 2020. En particulier, la poursuite de la restructuration des entreprises publiques (désendettement, fin des garanties implicites de l'état) et de l'assainissement du système financier permettrait une meilleure allocation du capital et un renforcement des perspectives de croissance à moyen terme.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com

¹ Voir EcoPerspectives : *Chine : Que voir dans la multiplication des défauts des entreprises*, T2 2019 et *Chine : Dosage monétaire sous contrainte*, T4 2019.

Japon

Effet incertain de la politique budgétaire

Les autorités japonaises ont décidé en décembre 2019 d'initier un programme budgétaire de relance conséquent pour les années à venir. Face à la succession de catastrophes naturelles touchant le pays, une part importante ciblera la prévention des sinistres. Ce programme permettra aussi de limiter l'effet négatif de la hausse de TVA, intervenue en octobre, qui devrait peser fin 2019 sur la consommation privée. Les dépenses des ménages japonais, en partie par effet d'anticipation, sont demeurées dynamiques au T2 et au T3 2019. À l'inverse, le secteur exportateur a souffert d'un contexte mondial peu porteur. En 2020, l'investissement public viendrait compenser en partie la faiblesse de la consommation privée.

Face à une politique monétaire contrainte, qui devrait rester inchangée à l'horizon 2021, le Japon réactive l'arme budgétaire. Relativement ambitieux, le programme de relance budgétaire serait d'environ 2,0% du PIB¹ et comporterait notamment des projets d'investissements en infrastructure pour la reconstruction et la protection contre les catastrophes naturelles. L'impact économique d'un tel programme reste toutefois incertain.

■ Croissance atone en 2020

Sur les trois premiers trimestres de 2019, la demande interne, privée notamment, a été robuste mais devrait ralentir sensiblement au 4^e trimestre, ce qui pèserait sur la dynamique de 2020. Du côté des ménages, leurs dépenses de consommation seraient affectées par la hausse de TVA intervenue en octobre. Le passage du typhon Hagibis ce même mois pèserait quant à lui sur l'investissement des entreprises. Déjà nettement fragilisées l'an dernier, l'activité manufacturière comme les exportations ne devraient pas connaître de rebond marqué en 2020. En effet, les dernières informations conjoncturelles restent mal orientées : l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier (PMI) s'inscrit en deçà du seuil de 50 points depuis mai dernier (48,4 en décembre). De plus, dans ce même secteur l'indice Tankan de la Banque du Japon ne se redresse toujours pas (-4 points au 4^e trimestre 2019), tandis qu'il fléchit légèrement dans le secteur non manufacturier. L'activité en Chine, compte tenu de son poids dans le commerce japonais, ainsi que la suite des négociations avec les Etats-Unis dans le cadre du conflit commercial seront à suivre de près.

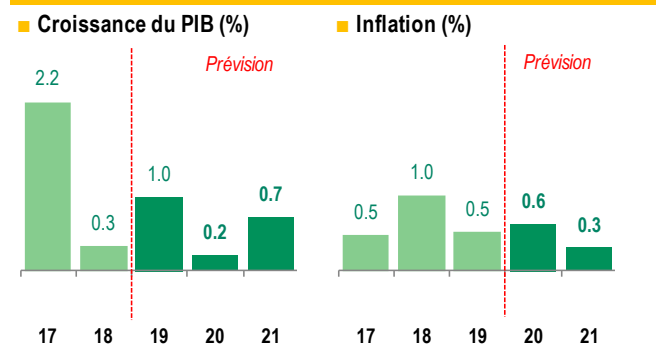
Au total, l'activité économique au Japon ralentirait à +0,2% en 2020 (après +1,0% en 2019) avant de converger vers son potentiel en 2021. Les pressions inflationnistes devraient rester faibles en l'absence d'accélération notable de l'activité.

■ Soutien budgétaire important mais un impact difficile à estimer

Le plan de relance budgétaire adopté par les autorités japonaises limiterait l'impact négatif de la hausse de TVA. Toutefois, malgré une ampleur importante et une composition *a priori* favorable (l'impact de l'investissement public sur la croissance est fort dès la 1^{ère} année), il ne pourrait avoir qu'un effet modéré sur l'activité.

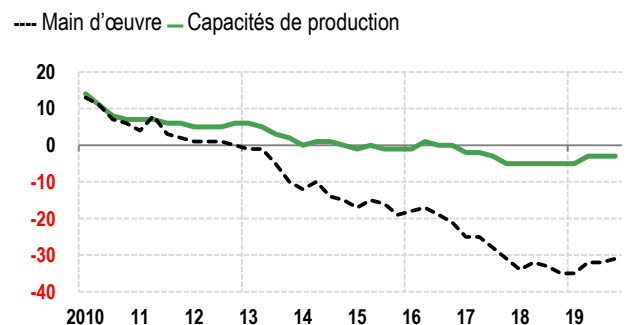
¹ Une partie du plan budgétaire présenté ne concernerait pas directement la demande publique.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Indice de diffusion (en pp)



Source : Banque du Japon

Note de lecture : cet indice montre le nombre d'entreprises indiquant faire face à un excès de capacités (ou de main d'œuvre) moins celles rapportant faire face à une insuffisance.

En effet, l'impact d'un stimulus budgétaire est difficile à évaluer (la distinction entre la tendance et le cycle de l'économie japonaise est difficile) et les multiplicateurs associés sont relativement instables au Japon² (les canaux de transmission des politiques conjoncturelles apparaissent peu opérants). Par ailleurs, le manque de main d'œuvre pourrait nécessiter le report de certains projets d'investissements (cf. graphique 2).

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

² A. Auerbach et Y. Gorodnichenko, *Fiscal multipliers in Japan*, NBER, février 2014



Zone euro

2020 : l'année du redémarrage ?

L'année 2020 sera-t-elle marquée par une accélération de l'activité en zone euro ? Des premiers signes plus favorables semblent émerger, sans toutefois apparaître nettement dans les données dures. En tout état de cause, la croissance de la zone euro devrait rester basse. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes resteraient insatisfaisantes pour les banquiers centraux au regard de leur objectif. Au-delà de la question de l'objectif, de nouveaux chantiers arriveront sur la table du Conseil des gouverneurs de la BCE en 2020. Christine Lagarde a annoncé le lancement de la revue stratégique de l'institution de Francfort. Au programme : monnaies digitales, changements climatique et technologique, et inégalités.

Des indicateurs d'enquêtes qui cessent de se dégrader dans le secteur manufacturier, des évolutions récentes plutôt favorables dans les dossiers des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis et celui du *Brexit*, des conditions de financement qui resteront très accommodantes et un marché du travail qui faiblit mais reste relativement résistant, sont autant de paramètres qui, sans annoncer de rebond marqué, sous-tendent un début de stabilisation de la croissance.

■ Pas de rebond de la croissance

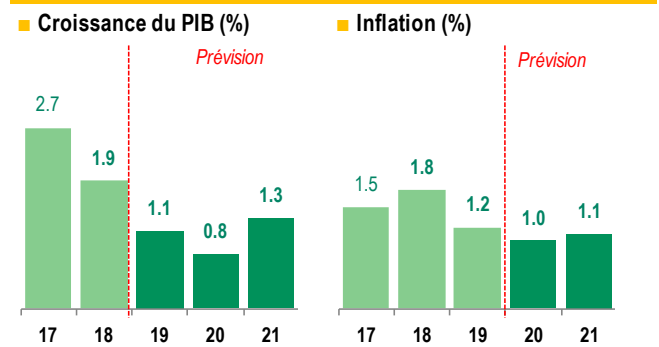
En zone euro, l'année 2019 a été marquée par un ralentissement économique sensible. Les difficultés du secteur manufacturier observées dès la deuxième moitié de 2018 ont persisté l'an dernier. La croissance s'est établie à un robuste 0,4% au T1 2019 avant de diminuer et de se stabiliser à +0,2% aux deux trimestres suivants. Sur l'ensemble de l'année, nous anticipons pour la zone euro une croissance moyenne de +1,1%, après +1,9% en 2018.

Les indicateurs conjoncturels et avancés de l'activité font toutefois état d'une certaine stabilisation. L'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier reste, certes, en territoire récessif (en dessous de 50), à 46,3 en décembre 2019, mais tend à ne plus se dégrader. Dans les services, le PMI est en hausse en décembre (à 52,8) et solidement installé en zone d'expansion (au-dessus de 50). La crainte d'une contagion des difficultés manufacturières au secteur des services ne s'est donc pas, pour l'heure, matérialisée. Ces prochains mois, l'horizon pourrait quelque peu s'éclaircir. En effet, la croissance réelle de l'agrégat monétaire étroit (M1), qui offre une information pertinente concernant un potentiel retournement économique¹, est bien orientée (cf. graphique 2).

Au total, en 2020, la croissance en zone euro baisserait à +0,8% avant d'augmenter en 2021 pour converger vers son niveau potentiel (cf. graphique 3). Bien qu'en ralentissement, la consommation des ménages resterait relativement soutenue dans un contexte de salaires toujours allants. Du côté des entreprises, la bonne tenue de l'investissement se poursuivrait, porté notamment par des conditions de financement très favorables. Il est à souligner que la hausse récente des taux d'intérêt à long terme reflèterait un regain de confiance de la part des agents économiques, en particulier s'agissant de l'éloignement du risque de récession. Ce mouvement haussier devrait néanmoins rester limité face aux

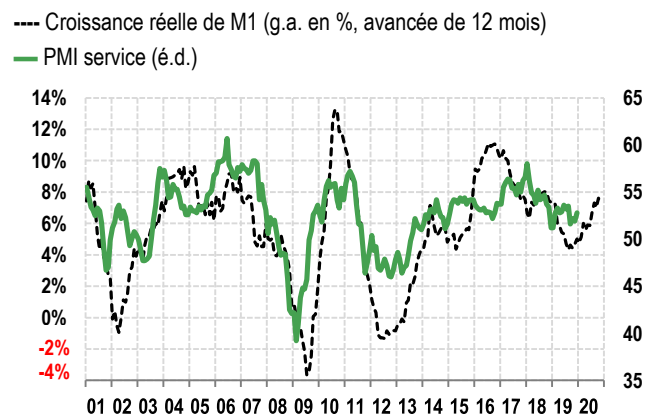
¹ R. Fendel et al., *Predicting recessions using term spread at the zero lower bound: The case of the euro area*, VOX CEPR, janvier 2019

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Croissance du PIB et de l'agrégat monétaire M1



Sources : BCE, Markit

Note de lecture : l'agrégat monétaire étroit M1 regroupe les billets, les pièces et les dépôts à vue.

faibles pressions inflationnistes (1,0% en 2020 comme en 2021). Comme en 2019, la politique budgétaire en zone euro devrait être légèrement expansionniste au niveau agrégé en 2020, et donc n'apporter qu'une timide impulsion à la croissance².

Plusieurs risques entourent ce scénario et certains indicateurs seront à suivre avec attention en 2020. Tout d'abord et comme nous

² European Commission, *European Economic Forecast - Autumn 2019*, Novembre 2019



l'indiquons depuis plusieurs mois, la poursuite de la résilience du marché du travail face à une croissance plus faible sera déterminante. Malgré le choc négatif important que connaît le secteur depuis plusieurs trimestres, l'emploi industriel apparaît moins dynamique mais continue néanmoins de progresser en rythme annuel.

Par ailleurs, les exportateurs de la zone euro devront opérer dans un environnement international encore fragile. La dynamique des échanges internationaux ne parvient pas encore à se redresser (le volume du commerce mondial a affiché en octobre une croissance négative pour le 5^e mois consécutif). Du côté de l'activité économique en Chine, partenaire commercial important de la zone euro, celle-ci ne devrait commencer à ré-accélérer qu'à partir de la seconde moitié de l'année 2020.

Enfin, un choc externe n'est pas à écarter. Une montée des tensions au Moyen-Orient pourrait par exemple faire monter les prix de l'énergie tandis que de nouvelles surtaxes douanières pénaliseraient la demande interne.

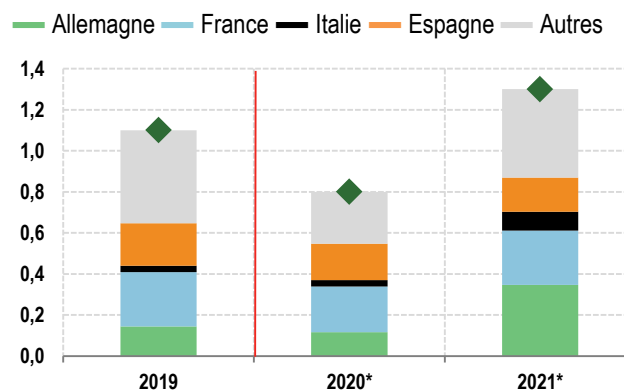
■ BCE : une nouvelle ère

A peine à la tête de l'institution monétaire, la nouvelle présidente de la Banque centrale européenne (BCE), Christine Lagarde, a déjà inscrit sa marque. Son discours lors de la réunion du 12 décembre a par ailleurs confirmé nos précédentes anticipations : la politique monétaire de la BCE restera désormais probablement inchangée jusqu'à l'horizon de notre prévision.

Selon les dernières projections de l'institution, la croissance en zone euro demeurera faible à court terme, malgré des signes de stabilisation. A moyen terme, bien que les risques entourant la dynamique de croissance restent élevés, les équipes de la BCE soulignent que certains d'entre eux pourraient en partie se dissiper (notamment concernant les négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine). La légère accélération de l'activité et la dynamique toujours soutenue des salaires se répercuteraient en partie sur l'inflation, sa composante sous-jacente atteignant 1,6% en 2022 selon la BCE³ (cf. graphique 4). Mme Lagarde a toutefois indiqué que ce rythme ne constituerait pas un « objectif atteint », renforçant l'hypothèse d'une absence de durcissement des conditions monétaires à un horizon relativement long.

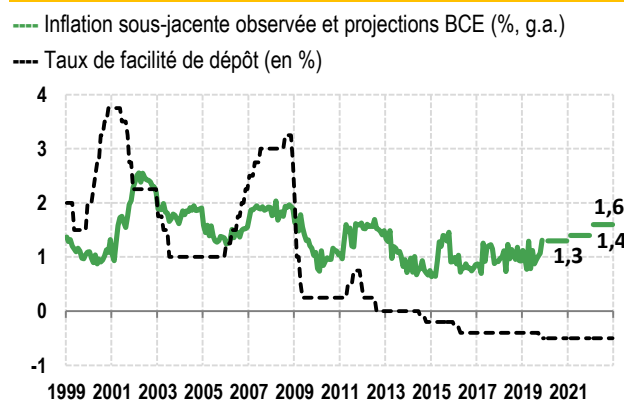
En 2020, l'ouverture de la revue stratégique de la BCE, annoncée par sa Présidente, sera le sujet à suivre. Comme la Réserve fédérale aux Etats-Unis, la banque centrale de la zone euro lance donc une réflexion à propos des objectifs et des instruments de politique monétaire (dans un contexte de marges de manœuvre particulièrement réduites), mais pas uniquement. Les questions liées aux monnaies digitales, aux changements climatique et technologique et aux inégalités seront désormais pleinement sur la table du Conseil des gouverneurs. Cette revue, d'une durée d'un an, stratégique occupera largement les débats entre les observateurs.

3- Contributions par pays à la croissance de la zone euro en prévision (en pp)



Source : Eurostat
* = prévisions

4- Inflation sous-jacente et taux d'intérêt



Source : Banque centrale européenne

Note de lecture = les traits horizontaux verts représentent les projections en moyenne annuelle de l'inflation sous-jacente de la BCE pour les années 2020, 2021 et 2022.

Elle pourrait également buter contre les dissensions apparues lors des derniers mois au sein de la BCE et avec lesquelles Mme Lagarde devra opérer. Les prochaines réunions de politique monétaire offriront évidemment des précisions relatives à ces nouveaux chantiers.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

³ European central bank, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, December 2019



Allemagne

Point de retournement en vue

L'activité économique n'a progressé que de 0,6% en 2019, la baisse de la production manufacturière ayant été contrebalancée par une activité accrue dans des secteurs moins tournés vers l'exportation. Au cours des deux prochaines années, la croissance économique sera soutenue par des politiques budgétaires moins restrictives. Dès le T2 2020, la reprise des exportations liée à la levée partielle des incertitudes pourrait plus que compenser le ralentissement de la croissance de la consommation. Néanmoins, la croissance du PIB devrait rester inférieure à son potentiel. En outre, un possible départ du SPD de la coalition au pouvoir constitue un risque politique majeur.

■ Une période de quasi-stagnation prolongée

Selon les statistiques et les indicateurs conjoncturels les plus récents, l'activité économique progresse à peine au T4 2019. La production industrielle pourrait même s'être contractée encore, le PMI manufacturier, malgré une amélioration timide, restant nettement en dessous de la barre des 50. Le secteur automobile, qui est important en Allemagne, a été particulièrement pénalisé. En octobre et novembre, la production du secteur était inférieure d'environ 20 % à celle réalisée deux ans plus tôt.

En revanche, dans la construction et les services, l'activité a plutôt bien résisté, selon les enquêtes IFO. Dans le tertiaire, l'indicateur a même augmenté en décembre pour atteindre son plus haut niveau des six derniers mois. Dans le secteur de la construction, les entreprises sont restées optimistes quant à leur situation actuelle, mais elles sont plus pessimistes quant aux perspectives des prochains mois.

Malgré la quasi-stagnation, les conditions sur le marché du travail se sont très peu dégradées. En novembre, le taux de chômage n'était que de 3,1 %, soit seulement 0,1 % de plus qu'au mois précédent. En outre, les offres d'emploi demeurent à un niveau relativement élevé. Même dans le secteur manufacturier, de nombreux employeurs déclarent encore que la pénurie de main-d'œuvre bride leur production. Néanmoins, les organisations patronales et les syndicats se sont adaptés à la dégradation du climat des affaires, les récents accords salariaux ayant été moins généreux que ceux conclus un an plus tôt. Les barèmes salariaux négociés au cours de la période août-octobre 2019 sont supérieurs de 2,4 % en glissement annuel (g.a.). Début 2019, le taux se maintenait autour de 3 %.

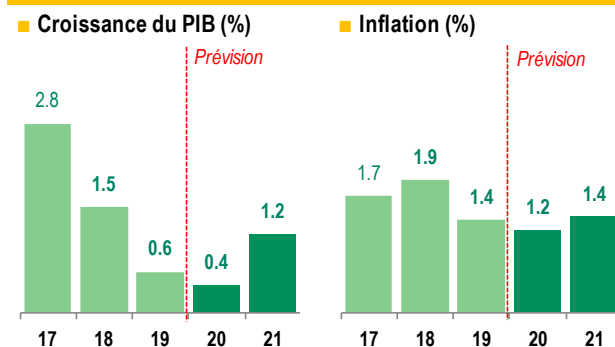
Pour l'instant, la hausse des coûts salariaux ne s'est pratiquement pas répercutée sur les prix à la consommation. En 2019, l'IPCH a reculé à 1,4 % en g.a., contre 1,9 % l'année précédente, la hausse des prix de l'énergie ayant ralenti à 1,3 %. En revanche, les prix des services ont augmenté de 1,6 %.

■ Un assouplissement budgétaire

Pendant le cycle d'expansion économique des années 2014-2018, le gouvernement a suivi le conseil de Keynes de mettre en œuvre des politiques budgétaires strictes afin de rétablir les finances publiques. Il a ainsi réussi à ramener le ratio dette/PIB à 61,2 % en 2019.

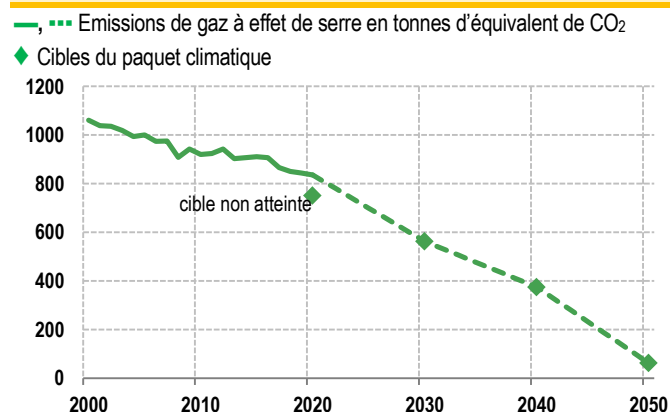
En 2020 et 2021, la politique budgétaire devrait être assouplie conformément à l'accord de coalition. Les investissements publics seront augmentés, en particulier dans les transports, les

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Vers la neutralité carbone en 2050



Sources : Umweltbundesamt, BNP Paribas

infrastructures numériques et l'enseignement. Le gouvernement entend également augmenter les dépenses visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre (voir ci-après). En 2021, la part des dépenses publiques dans le PIB, à l'exclusion des paiements d'intérêts, devrait atteindre son niveau le plus élevé depuis le pic constaté au moment de la réunification.

Du côté des recettes, les impôts sur le revenu seront abaissés, notamment en raison de la suppression partielle de l'impôt de solidarité. En revanche, des recettes fiscales supplémentaires sont attendues grâce à la croissance rapide des salaires et de la progressivité du système fiscal. Par ailleurs, les taxes sur l'énergie devraient augmenter. Dans l'ensemble, la charge fiscale restera pratiquement inchangée.



Les finances publiques devraient rester excédentaires sur l'horizon de projection et le ratio dette/PIB pourrait tomber en dessous de 60 %.

L'incertitude politique s'est accrue, les membres du SPD ayant élu à la tête du parti Saskia Esken et Norbert Walter-Borjans, connus pour leur opposition à la grande coalition. Ils demandent la renégociation de l'accord de coalition. Cependant, il est peu probable que la CDU et la CSU cèdent. Le SPD fait donc face à un choix difficile. S'il veut imposer un changement de politique, cela pourrait conduire à une crise gouvernementale et à de nouvelles élections. Compte tenu de la position du SPD dans les sondages, une défaite sévère est probable, ce qui pourrait jouer en faveur d'une coalition entre la CDU/CSU et les Verts.

■ Des politiques plus vertes dopent l'inflation

En décembre dernier, le Parlement allemand a adopté un plan climat pour ramener les émissions de CO₂ à zéro d'ici 2050 (graphique 2). Dans un premier temps, il vise à réduire les émissions de gaz à effet de serre de 55 % d'ici 2030 par rapport à 1990. Cependant, le gouvernement a admis que le pays n'atteindrait pas l'objectif 2020, qui ciblait une réduction de 40 % des émissions de carbone par rapport au niveau de 1990.

La principale mesure réside dans la création d'une taxe sur le CO₂ pour les secteurs ne relevant pas du champ d'application du système communautaire d'échange de quotas d'émission (ETS). En 2021, la taxe devrait s'élever à 10 euros par tonne de CO₂. Elle augmentera régulièrement pour atteindre 35 euros par tonne d'ici 2025. Les recettes fiscales permettront de financer des mesures de protection du climat telles que la baisse des prix de l'électricité, l'augmentation des aides aux transports et les subventions pour les projets verts.

Au niveau macroéconomique, les effets du plan devraient être limités. La taxe sur le CO₂ gonflera les prix de l'énergie de 2 %, augmentant ainsi l'inflation d'environ 0,2 % en 2021. L'inflation sous-jacente ne sera pratiquement pas affectée. L'incidence sur l'activité économique sera également assez limitée. La taxe réduira le revenu disponible, mais les recettes étant utilisées exclusivement pour les dépenses de protection du climat, l'impact sur l'activité sera neutre. En outre, comme cette mesure n'affecte pas les grands utilisateurs d'énergie soumis à l'ETS, l'effet possible sur la compétitivité des prix devrait être limité. Cependant, elle aura un impact sur la répartition des revenus. En effet, les taxes sur le carbone pénalisent particulièrement les familles à faible revenu et les personnes âgées. Point positif, la mesure détournera la demande des activités polluantes.

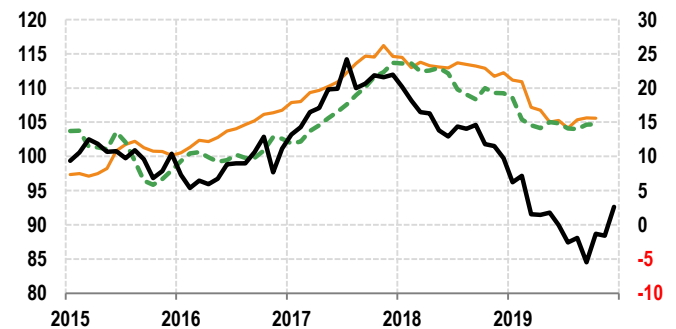
■ Les perspectives d'exportation se sont améliorées

L'ensemble des indicateurs conjoncturels laissent envisager une poursuite de la faible croissance au T1. La contraction de la production industrielle pourrait même perdurer, mais cette évolution serait compensée par une légère augmentation de l'activité dans des secteurs moins tournés vers l'exportation tels que les services et la construction de logements. Dans ces secteurs, la demande demeure soutenue par la forte croissance du revenu disponible et le dynamisme du marché du travail.

3 - Les perspectives des exportations s'améliorent

Commandes (2015=100, moyennes mobiles sur trois mois) :

--- Zone euro, --- Hors zone euro
— Attentes d'exportations (solde d'opinion, é.d.)



Sources : Deutsche Bundesbank, IFO, BNP Paribas

Cependant, le cycle pourrait approcher d'un point de retournement. L'indice IFO des attentes en matière d'exportations progresse de manière significative en décembre, porté par les signes d'atténuation des tensions commerciales et la baisse des incertitudes sur le Brexit depuis les élections générales au Royaume-Uni (graphique 3). Les fabricants de produits électriques et pharmaceutiques, en particulier, attendent une nette augmentation des commandes de l'étranger. Même dans l'industrie automobile, les chefs d'entreprise sont nettement moins pessimistes. Cela compensera le ralentissement de la croissance de la demande intérieure. Malgré des politiques monétaire et budgétaire très accommodantes, la croissance du revenu disponible des ménages devrait ralentir par rapport aux années précédentes. Cela pèsera sur la demande des consommateurs et la construction de logements. En outre, la demande de biens de production durables pourrait marquer le pas, les ratios d'utilisation des capacités étant tombés en dessous de leur niveau à long terme. Au final, la croissance du PIB devrait atteindre 0,8 % et 1,2 % (ajustée des effets calendaires 0,4 % et 1,2 %) respectivement en 2020 et 2021.

Bien que la croissance demeurera très inférieure au potentiel en 2020 et 2021, le marché du travail devrait rester très tendu. D'une part, les fabricants ont eu recours à la réduction des heures de travail et au chômage partiel pour éviter de licencier leurs collaborateurs clés. D'autre part, la croissance de l'emploi reste dynamique, en particulier dans les services non marchands. De plus, l'immigration devrait ralentir à mesure que les possibilités d'emploi diminuent. Le taux de chômage devrait rester à des niveaux très bas. Les rémunérations négociées pourraient encore se détendre en 2020 en raison du ralentissement du secteur industriel, mais remonter l'année prochaine. L'inflation hors produits alimentaires et énergie devrait s'accroître légèrement, à mesure que les hausses de salaire passées, en particulier dans les services, se répercutent progressivement sur les consommateurs. Enfin, l'inflation totale devrait s'établir à 1,2 % en 2020 et légèrement accélérer pour atteindre 1,4 en 2021.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



France

2020 : nouvelle année, mêmes tendances

Après une année 2019 en demi-teinte, marquée par une croissance peu élevée mais résistante grâce à la bonne tenue de la demande intérieure finale, les perspectives pour 2020 sont à l'avenant. La croissance resterait sur un rythme proche (1,1% après 1,3%). Le rebond de la consommation des ménages s'affermirait, porté par les gains importants de pouvoir d'achat, mais le dynamisme de l'investissement, difficilement soutenable, fléchirait et les exportations resteraient limitées par la faible demande mondiale. En ce début d'année, plusieurs risques baissiers extérieurs ont perdu en intensité (tensions commerciales, Brexit, craintes de récession américaine et allemande). Sur le front intérieur, le soutien de la politique économique reste un aléa positif et le contexte social tendu constitue un aléa négatif.

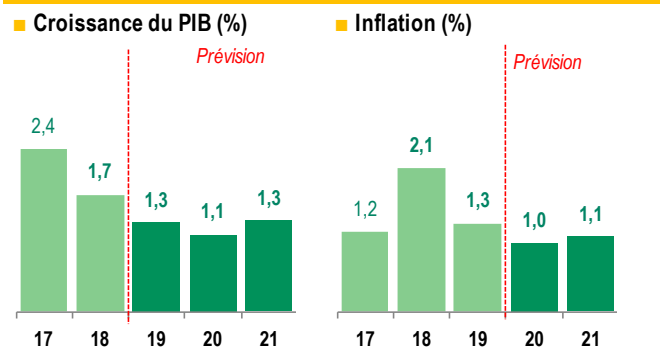
■ 2019 : fausse modestie de la croissance

Au T3 2019, le PIB a progressé de 0,3% t/t, en ligne avec les attentes. C'est la quatrième hausse à ce rythme sur les cinq derniers trimestres (exception faite du 0,4% du T4 2018). Il s'agit d'un « petit » 0,3% (0,27%), qui marque une légère inflexion par rapport à la moyenne du T3 2018 au T2 2019 (0,4%). Toutefois, plus encore que les trimestres précédents, la croissance est moins modeste qu'il n'y paraît : elle masque une contribution de 0,6 point de pourcentage de la demande intérieure finale (versus 0,5 point en moyenne sur les quatre trimestres précédents). La consommation des ménages et l'investissement des entreprises ont progressé un peu plus vite qu'au T2 (permettant au rebond tant attendu de la première de se dessiner peu à peu et au dynamisme du second de se confirmer). Les variations de stocks ont contribué un peu moins négativement (-0,1 point après -0,2). Ces évolutions favorables ont été contrebalancées par le net ralentissement de l'investissement des ménages (après un sursaut singulier au T2) et, surtout, par la contribution négative du commerce extérieur (-0,3 point), due au rebond des importations et à un nouveau léger recul des exportations.

Les perspectives de croissance pour le T4 sont favorables au regard des enquêtes sur le climat des affaires, disponibles jusqu'en décembre. Elles plaident, en effet, pour un maintien de la croissance sur son rythme de 0,3% : en moyenne sur le T4, l'indicateur synthétique de l'INSEE se situe au même niveau (élevé) qu'au T3 et au T2 (106), tandis que le PMI composite de Markit progresse à nouveau légèrement (52,2 après 51,9 et 51,3).

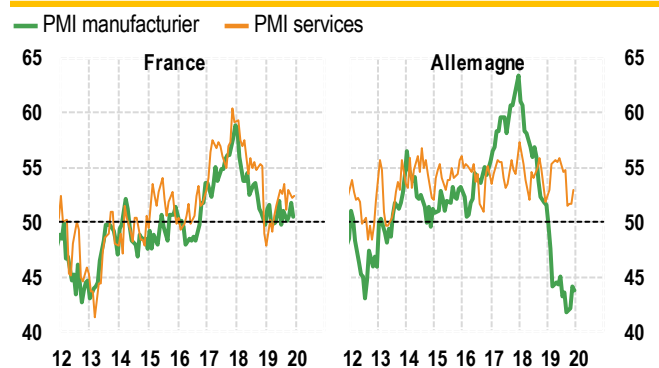
L'évolution relativement favorable des enquêtes françaises en 2019, en particulier en comparaison avec l'Allemagne, est remarquable (cf. graphique 2). La différence d'évolution est frappante dans le secteur manufacturier : l'indice PMI se situe loin en zone de récession en Allemagne ; en zone d'expansion, de peu, en France. Une différence existe aussi dans les services, pour partie liée : le secteur manufacturier français ne traversant pas les mêmes difficultés que son voisin allemand, l'activité dans les services est restée favorablement orientée en France alors qu'elle a suivi un profil « en bosse » en Allemagne. En France, les deux indices se situaient à peu près au même niveau en fin d'année (PMI manufacturier à 50,4, PMI services à 52,4) quand un écart de 9,2 points les séparait en Allemagne (43,7 et 52,9, respectivement), le deuxième seulement de cette ampleur après celui observé au creux de la grande récession, fin 2008-début 2009. La manière dont cet écart va se résorber sera une des tendances à surveiller en 2020 car c'est un élément-clé du scénario allemand et, par ricochet, français. La résorption devrait se faire par le haut, grâce à un

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Climat des affaires des deux côtés du Rhin



Sources : Markit, BNP Paribas

redressement du climat des affaires dans le secteur manufacturier : au regard des derniers chiffres, il pourrait même être déjà entamé. La question suivante porte sur l'ampleur du rebond de la croissance qui s'ensuivra : elle devrait être modeste.

Pour en revenir aux perspectives pour le T4, notre modèle *nowcast* vient quelque peu tempérer notre lecture positive des données d'enquête puisque, sur la base de celles-ci, il estime la croissance à 0,2% t/t. Mais il donnait le même résultat pour le T3. La croissance s'étant avérée un peu meilleure, une nouvelle sous-estimation pour le T4 est possible. L'estimation sur la base des données d'activité, plus élevée (0,5%), va aussi en ce sens. Elle est toutefois fragile car les seules données disponibles sont celles pour octobre et novembre.

Notre prévision s'établit à 0,3%, comme l'INSEE, tandis que la Banque de France est un peu moins positive avec une estimation de 0,2%. En termes de composition, la croissance serait soutenue par une contribution très positive du commerce extérieur (0,3 point), portée par un rebond marqué des exportations observé chaque T4 depuis 2016¹. Ce soutien serait contrebalancé par une contribution aussi négative des variations de stocks, signalée par les enquêtes. La demande intérieure finale contribuerait un peu moins positivement qu'au T3 (0,4 point), la consommation des ménages progressant un petit peu moins vite, l'investissement des entreprises, celui des ménages et la consommation publique nettement moins rapidement, et l'investissement public aussi vite.

Les grèves et manifestations contre la réforme des retraites, en cours depuis le 5 décembre, risquent d'affecter la croissance au tournant 2019-2020. Si le climat des affaires de décembre n'en porte pas la trace, ce n'est peut-être que partie remise. La confiance des ménages s'est montrée plus sensible, enregistrant une baisse marquée (-3 points), la première en un an. L'impact négatif est immédiat sur la consommation de services de transports et, par ricochet, sur l'activité dans le commerce, l'hôtellerie, la restauration, les loisirs, le tourisme. Les blocages (raffineries, ports) ont aussi des effets perturbateurs. Les impacts sectoriels, microéconomiques, régionaux, peuvent être conséquents mais de faible importance à l'échelle macroéconomique. Si certaines dépenses passent définitivement à la trappe, d'autres sont stimulées, remplacées, différées. À titre d'ordre de grandeur, les estimations de l'INSEE de l'impact négatif sur la croissance des épisodes notables précédents de grèves se situent entre 0,1 et 0,2 point. Et si impact négatif il y a, il est suivi d'un rattrapage et donc d'un surcroît de croissance.

En moyenne annuelle (cjo), la croissance atteindrait 1,3% en 2019, après 1,7% en 2018. La perte de vitesse est nette. Elle est cependant trompeuse car, d'une part, elle masque une importante contribution de la demande intérieure finale, qui plus est en hausse (1,8 point après 1,3 point). La baisse de la croissance est imputable à la contribution plus négative des variations de stocks (-0,4 point après -0,3) et au retour à la normale de la contribution du commerce extérieur (-0,1 point après +0,7). D'autre part, cette baisse de régime de la croissance française est moins importante qu'au niveau de la zone euro (1,1% après 1,9%) et en Allemagne (0,6% après 1,5%).

■ 2020 : même refrain, dans les grandes lignes

Dans les grandes lignes, 2020 devrait entonner le même refrain que 2019, celui d'une croissance peu élevée mais résistante. Le moteur serait toutefois différent : selon nos prévisions, la contribution de la consommation des ménages (0,7 point après 0,6 en 2019) dépasserait celle de l'investissement total (0,5 point après 0,8), une configuration plus coutumière de l'économie française.

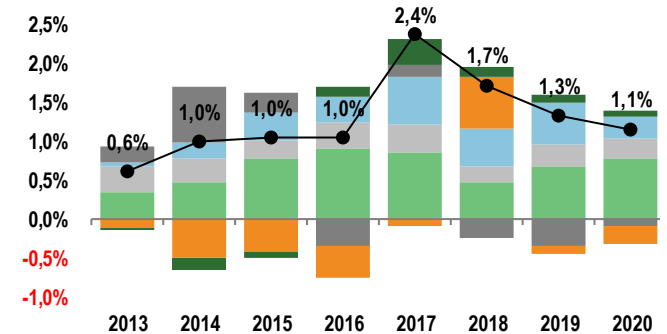
Les conditions d'une croissance plus forte de la consommation des ménages semblent en effet réunies : confiance en hausse, gains de pouvoir d'achat élevés (portés par la progression de l'emploi, des salaires, les baisses d'impôts, une inflation contenue), crédit dynamique et bon marché. La question est de savoir plus forte à quel point. En effet, ces conditions étaient déjà réunies en 2019,

¹ INSEE, *La chronique trimestrielle des exportations françaises dépend fortement du secteur aéronautique et naval*, encadré pp 58-60 Note de conjoncture, décembre 2019

3- Décomposition de la croissance

Taux de croissance en moyenne annuelle et contributions

— Croissance ■ Consommation privée ...publique ■ Commerce extérieur
■ Investissement des entreprises ■ ...des ménages ■ Variation de stocks



Sources : INSEE, BNP Paribas

pourtant le rebond est resté limité, en partie parce que les ménages réagissent avec retard à un surcroît de pouvoir d'achat. Cette année, cet effet ne devrait plus jouer, moins en tout cas. Nous nous attendons cependant à ce que les ménages français restent prudents. La hausse de leur consommation ne serait donc qu'un peu plus forte (1,4% après 1,2%). Mais le rebond pourrait être plus marqué au regard de l'importance des gains de pouvoir d'achat (environ 2% en 2019 comme en 2020 selon nos prévisions).

Du côté de l'investissement, les conditions d'une décélération semblent réunies. La baisse de régime de l'investissement des entreprises serait pour partie mécanique (dynamisme difficile à soutenir). Les perspectives de demande mitigées joueraient aussi un rôle important et, dans une moindre mesure, la baisse des tensions sur l'appareil de production. Les conditions de financement favorables viendraient amortir la décélération. L'investissement public subirait le contrecoup de la fin du cycle des élections municipales². Quant à l'investissement des ménages, sa progression porterait quelque peu la trace du dynamisme du marché immobilier dans l'ancien mais resterait limitée par la morosité de l'activité dans le neuf.

La croissance des exportations resterait modeste, dans le sillage de la faiblesse de la demande mondiale. La France devrait maintenir ses (faibles) parts de marché, comme c'est le cas depuis 2013. Elle peut compter sur ses points forts (aéronautique, produits pharmaceutiques, luxe, cosmétique, agroalimentaire, équipements automobiles) et un change favorable.

Au final, la croissance atteindrait 1,1% en 2020 (1,3% en données non cjo). La légère baisse par rapport à 2019 n'est pas significative à nos yeux. Elle masque un profil trimestriel en légère accélération. La croissance reste supérieure à celle prévue en zone euro (0,8%) et en Allemagne (0,4%). Nous voyons 2020 comme une année de consolidation : consolidation des effets positifs des gains de pouvoir d'achat sur la consommation des ménages et, plus globalement, consolidation des effets positifs attendus des réformes engagées.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

² INSEE, *Le cycle des élections municipales : quels effets sur l'investissement public, l'emploi et la production ?*, article pp 33-45 Note de conjoncture, décembre 2019



Italie

De nombreux défis à relever

Le cycle d'activité reste très modéré en Italie. Le taux de croissance annuel du PIB réel peine à dépasser zéro en raison de la faible croissance des services, de la reprise modeste dans la construction et de la contraction persistante du secteur industriel. Du T1 2018 au T3 2019, la production manufacturière accuse un recul de plus de 3 %, les baisses les plus marquées touchant les secteurs des moyens de transport, des produits sidérurgiques, du textile, des vêtements et de la maroquinerie. Parallèlement au ralentissement à court terme, l'Italie va être confrontée à des défis à plus long terme liés au vieillissement de sa population, à son impact sur la population active et les dépenses de retraite.

■ Ralentissement des exportations, croissance modérée

Depuis début 2018, l'Italie connaît un cycle d'activité réduite. Au T3 2019, le PIB réel n'a augmenté que de 0,1 % en glissement trimestriel pour le quatrième trimestre consécutif, malgré une contribution positive des stocks de 0,3 %, avec un taux de croissance annuel légèrement supérieur à zéro.

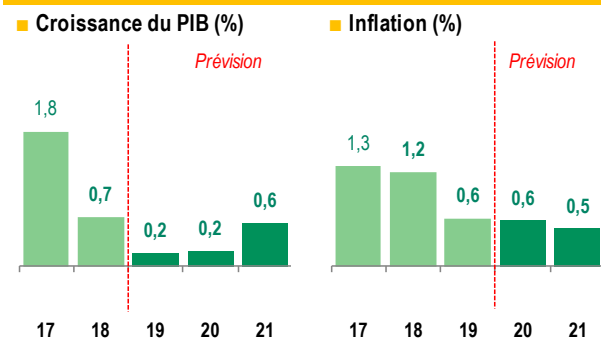
Au T3, les exportations nettes ont soustrait 0,4 % de la croissance globale du PIB, les importations ayant augmenté de 1,3 % en glissement trimestriel, tandis que les exportations ont diminué de 0,1 %. Concernant la balance commerciale, les exportations ont considérablement marqué le pas, reflétant un environnement international toujours fragile. Freinées par le ralentissement de la zone euro, les ventes à l'étranger ont augmenté de 2,7 % en base annuelle au cours des dix premiers mois de 2019, contre +3,6 % en 2018 et +7,6 % en 2017 ; les exportations vers l'Allemagne, qui représentent environ 13 % du total, sont inchangées et sont pénalisées par la contraction marquée du secteur manufacturier dans ce pays. Les ventes de produits sidérurgiques ont ainsi baissé de plus de 3 %. À l'inverse, le risque croissant d'un Brexit sans accord a soutenu les exportations vers le Royaume-Uni, tandis que celles vers les États-Unis ont bénéficié du renforcement de l'activité industrielle dans ce pays. Les ventes de machines sont par conséquent en hausse de 9 %.

■ Consommation forte, investissements faibles

Au T3, la demande intérieure a ajouté 0,2 % à la croissance trimestrielle du PIB, la forte dynamique des dépenses privées ayant plus que compensé la nouvelle contraction des investissements. De juillet à septembre, la consommation a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel, la propension à épargner demeurant stable aux alentours de 9 %. Le revenu disponible nominal des ménages a poursuivi sa hausse, bénéficiant à la fois de l'introduction du « revenu de citoyenneté » en début d'année et de la poursuite de l'amélioration modérée du marché du travail. Par ailleurs, le nombre de personnes employées a dépassé les 25,5 millions, soit le niveau le plus élevé des vingt dernières années, et celui des heures travaillées s'est en partie redressé, bien qu'il soit resté bien en deçà du niveau d'avant la crise. Par ailleurs, la faible dynamique des prix, avec une inflation annuelle inférieure à 0,5 %, a encore soutenu l'évolution du pouvoir d'achat des ménages italiens.

Après avoir augmenté au premier semestre 2019, bénéficiant également du renouvellement des incitations fiscales, les investissements ont baissé de 0,2 % au T3. Ils se sont tout

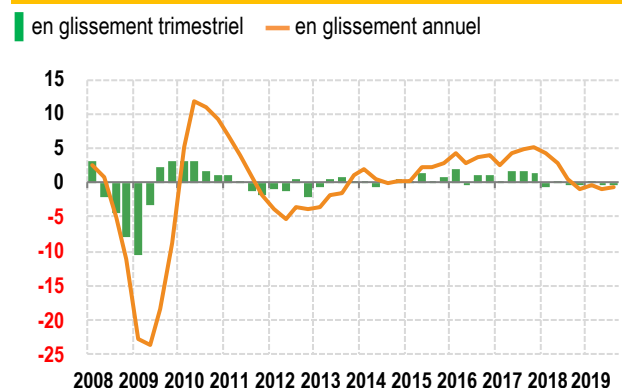
1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Italie : valeur ajoutée du secteur manufacturier

(Variation en %)



Source : calculs BNL sur données Istat

particulièrement contractés dans les moyens de transport et sont restés pratiquement inchangés dans la construction. Les investissements ont continué de souffrir de l'évolution difficile de la rentabilité des entreprises italiennes, qui sont restées extrêmement prudentes dans leurs choix de dépenses. La propension à investir, mesurée par le rapport entre l'investissement et la valeur ajoutée, reste inférieure d'environ 2,5 points au niveau d'avant-crise, avec USD 20 mds de dépenses en capital annuelles en moins. En raison de l'incertitude persistante entourant le scénario économique et politique, les entreprises ont accru leurs réserves de liquidités : la valeur de leurs dépôts bancaires dépasse désormais USD 370 mds.



■ Le secteur manufacturier plombe la croissance économique

L'évolution décevante de l'économie italienne reflète la croissance légèrement positive de la valeur ajoutée dans les services, la reprise modeste de la construction et la contraction persistante du secteur industriel. Au T3, la valeur ajoutée du secteur manufacturier recule de 0,2 %, après -0,3 % au trimestre précédent, avec un taux de croissance annuel en territoire négatif (-0,6 %), contre +5 % fin 2017. Entre le T1 2018 et le T3 2019, la production manufacturière a diminué de plus de 3 %, en partie à cause du ralentissement de l'industrie allemande. Une forte contraction a été enregistrée dans les secteurs de l'automobile (-23 %), des produits sidérurgiques (-7 %) et du textile, de l'habillement et de la maroquinerie (-6,9 %).

■ Vieillesse de la population : de nouveaux défis

Au cours des derniers mois, le débat sur la soutenabilité de la dette publique en Italie est venu s'ajouter au défi du vieillissement de la population et à la difficulté de maintenir des prestations vieillesse satisfaisantes tout en limitant la pression fiscale sur les actifs. Cette inquiétude est d'autant plus justifiée en Italie où la charge des dépenses publiques de retraite est, en pourcentage du PIB, le double de la moyenne de l'OCDE (16,2 % contre 8 %).

Selon les données les plus récentes de l'OCDE, en Italie, le ratio personnes âgées sur personnes en âge de travailler s'élève à 40 (soit 40 personnes âgées de 65 ans pour 100 personnes âgées de 20 à 64 ans), chiffre qui place l'Italie juste derrière le Japon (52). D'ici à 2050, ce ratio devrait atteindre 75,5 en Italie, contre 56 en France, 60 en Allemagne et 77,7 en Espagne.

L'évolution de ce rapport dépend, entre autres choses, de la dynamique du taux de fécondité. En Italie, ce dernier est en baisse depuis plusieurs années. Selon l'Istat, 439 747 naissances ont été enregistrées en 2018, soit environ 18 000 de moins qu'en 2017 (-4 %) et 140 000 de moins qu'en 2008 (-24 %). Cette est imputable à 67 % à la baisse du nombre de femmes fertiles (celles âgées de 15 à 49 ans), qui sont aujourd'hui un million de moins qu'en 2008, et à 33 % à une baisse du taux de fécondité, passé de 1,45 enfant par femme en 2008 à 1,29 en 2018. La contribution des femmes migrantes à la fécondité totale est également en baisse.

Le recul de la fécondité s'accompagne d'une baisse de la mortalité, qui a conduit à une augmentation significative de l'espérance de vie dans le pays : de 66,5 ans en 1950-55, elle est passée à 83,3 ans en 2015-20, l'une des plus élevées dans le monde. L'espérance de vie à 65 ans (20,9 ans) dépasse également la moyenne de l'OCDE (19,7).

L'augmentation de l'espérance de vie a entraîné une hausse significative de la proportion de personnes âgées : les plus de 65 ans, qui représentaient 8,1 % de la population italienne totale en 1950, en représentaient jusqu'à 22,8 % en 2019. Sur la même période, le poids de la classe des 0-14 ans a pratiquement diminué de moitié, passant de 26,7 % à 13,2 %. Parmi les personnes âgées, 14 456 sont au moins centenaires : l'Italie partage ce record en Europe avec la France. Entre 2009 et 2019, leur nombre a ainsi augmenté de plus de 30 %.

L'âge de départ à la retraite en Italie (71 ans) est l'un des plus élevés des pays de l'OCDE, avec le Danemark (74 ans), l'Estonie et les Pays-Bas (71 ans). Comme de nombreux autres pays (les Pays-Bas et l'Espagne notamment), l'Italie a récemment introduit des mesures (comme le décret dit « Quota 100 » en 2019) qui reviennent sur les politiques antérieures mises en œuvre pour augmenter l'âge de départ à la retraite. Le décret « Quota 100 » est une mesure temporaire applicable jusqu'à fin 2021. Il permet de partir à la retraite à 62 ans à condition d'avoir cotisé pendant 38 ans (au lieu de 67 ans obligatoires en 2018, avec un record de cotisations de 42,8 ans pour les hommes et 41,9 ans pour les femmes). La mesure comporte un plafond de revenus provenant du travail visant à limiter l'incitation au travail. Selon l'INPS (Institut national de sécurité sociale), en novembre 2019, 205 208 employés ont demandé à bénéficier du décret « Quota 100 », principalement dans les régions du sud. Parmi les demandeurs, environ 74 % sont des hommes, 40 % ont moins de 63 ans et 18 % ont plus de 65 ans. Selon certaines analyses préliminaires, la plupart des demandeurs résident dans des provinces où le taux de chômage est particulièrement élevé et la valeur ajoutée par habitant inférieure à la moyenne.

Au-delà du fardeau qu'il représente pour les dépenses publiques, le système de retraite italien comporte d'importantes faiblesses qui mériteraient d'être corrigées : tout d'abord, l'impact des interruptions de carrière sur les prestations de retraite finales. La relation étroite entre les cotisations et les prestations individuelles dans le régime notional à cotisations définies de l'Italie rend particulièrement douloureuse toute interruption de carrière : selon les estimations de l'OCDE, une interruption de 5 ans entraîne pour un travailleur moyen une baisse de 10 % de sa pension en Italie, contre environ 6 % en moyenne dans l'OCDE. Le problème est aggravé par la multiplication des emplois temporaires ces dernières années. Selon l'Istat, la part des intérimaires dans l'emploi total est progressivement passée de 13,5 % au T2 2008 à 16,9 % au T2 2019. Le temps partiel involontaire est également en hausse, tandis que le nombre de travailleurs indépendants, bien qu'en légère baisse par rapport à 2008, reste nettement supérieur à la moyenne de l'OCDE (20 % contre environ 15 %). Cette différence a son importance, car les travailleurs indépendants paient des taux de cotisation inférieurs et reçoivent, en moyenne, une pension inférieure à celle des salariés retraités. Cet écart atteint le maximum en Italie (30 %), avec l'Allemagne et la France.

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli
simona.costagli@bnlmail.com



Espagne

Premiers pas de la nouvelle coalition

La croissance espagnole reste solide, sans pour autant être immune au ralentissement économique européen. Elle devrait continuer de freiner cette année et s'établir autour de 1,7% en 2020, après presque 2% en 2019. En outre, l'effet sur le marché du travail de ce ralentissement commence à se faire sentir. Côté politique, le Parlement a voté début janvier l'investiture de Pedro Sanchez, sorti vainqueur, mais pas renforcé, des élections législatives du mois de novembre dernier. Il sera à la tête d'un gouvernement de coalition minoritaire, avec le parti d'extrême gauche Podemos, qui dépend du soutien implicite des partis régionaux et nationalistes, et notamment d'une partie des indépendantistes catalans.

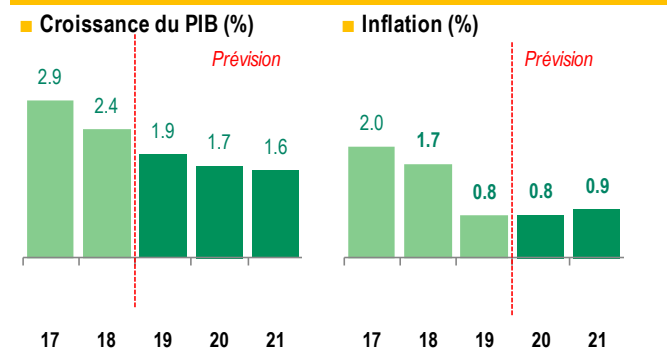
La croissance espagnole devrait, cette année encore, être l'une des plus dynamiques des grands pays européens. Après avoir crû de près de 3% en moyenne au cours des 5 dernières années, l'activité a vraisemblablement encore progressé de près de 2% en 2019, bien au-dessus de la moyenne de la zone euro.

■ Atterrissage en douceur

Bien entendu, le ralentissement qu'on observe partout en Europe s'installe également dans la péninsule ibérique et, ce, d'autant plus que l'économie est désormais nettement plus ouverte que par le passé, avec des exportations de biens et services qui représentent près de 34% du PIB en volume, contre 26% en 2007. Malgré tout, le ralentissement est jusqu'ici resté plutôt progressif avec, notamment, une certaine résilience de la demande intérieure. La consommation des ménages étaient ainsi en hausse de +1,4% g.a. au troisième trimestre, et l'investissement des entreprises de +2,4%. S'agissant de la fin de l'année 2019, la Banque d'Espagne estime que la croissance s'est probablement poursuivie au T4 sur un rythme trimestriel proche de celui observé aux deux trimestres précédents (0,4% t/t). Les quelques informations disponibles permettent notamment de tabler sur une bonne tenue des ventes au détail en fin d'année, ainsi que sur un rebond des exportations automobiles.

Les enquêtes menées auprès des directeurs d'achats accréditent pour l'instant l'idée d'une déconnexion croissante entre l'évolution de l'activité dans les secteurs industriels, où la production se contracte depuis quelques mois, et la conjoncture des services (cf. graphique), beaucoup plus résistante, soutenue notamment par la demande des ménages, le redressement du secteur immobilier, et le tourisme. À l'avenir, il est certain que l'évolution des revenus et du comportement des ménages seront déterminants pour permettre à la croissance espagnole de résister. De ce point de vue, les nouvelles sont plutôt partagées. Soutenue par les créations d'emplois et les hausses de salaires, la croissance du revenu disponible nominal dépasse 3% g.a. depuis deux ans et continuait d'accélérer mi-2019. Cela a permis aux ménages espagnols de renforcer leur épargne, dont le taux, s'il reste faible au regard de la moyenne européenne, s'est sensiblement redressé depuis le début de 2018. Les marges de manœuvre ainsi reconstituées pourraient finir par servir, alors que l'effet sur le marché du travail de ce ralentissement commence à se faire sentir. En effet, alors que près de 2,5 millions d'emplois ont été créés depuis le creux de fin 2013, la croissance de l'emploi vient de tomber à 1,8% g.a. au T3, au plus bas depuis 5 ans, et le taux de chômage se stabilise depuis quelques mois, à un niveau encore très élevé (14%).

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- L'activité dans les services résiste

Indices des directeurs d'achats (points)



Source : Markit

■ Une coalition fragile

Comme le laissaient présager les sondages, Pedro Sanchez est arrivé en tête des élections législatives du 10 novembre dernier, mais sans pour autant parvenir à enrayer la fragmentation du paysage politique espagnol. De fait, celle-ci n'a cessé de s'accroître depuis l'irruption de Podemos et de Ciudadanos sur la scène politique (vers 2015) et la fin du bipartisme, au fur et à mesure des quatre élections générales qu'a connues le pays au cours des quatre dernières années. À gauche, l'élection de novembre dernier a laissé les rapports de force globalement inchangés par rapport au scrutin du mois d'avril 2019, le parti socialiste espagnol (PSOE) occupant 120 sièges dans la nouvelle assemblée, soit à peine plus



d'un tiers des députés, et Podemos 35 sièges. À droite, le scrutin a surtout été marqué par l'effondrement des centristes de Ciudadanos, qui perdent les 4/5^e de leurs sièges au bénéfice du Parti populaire (89 sièges), et par un nouveau bond du parti d'extrême droite Vox, dont le nombre de députés a plus que doublé, et peut désormais prétendre être la troisième force politique du pays. Après plusieurs semaines de discussions, Pedro Sanchez a finalement été investi Premier ministre au début du mois de janvier. Il a pris la tête d'une coalition de gouvernement minoritaire PSOE – Podemos, grâce au soutien des députés nationalistes basques du PNV et à l'abstention bienveillante de partis régionalistes, et notamment des indépendantistes catalans d'Esquerra Republicana de Catalunya (ERC).

■ **Politiques économique et institutionnelle, la voie étroite**

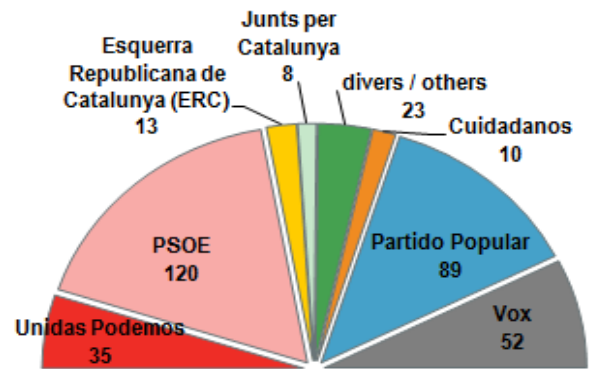
Quelle sera la politique de cette coalition, son orientation et sa capacité d'action ? Le vote d'investiture a montré que Pedro Sanchez dispose d'une majorité relative extrêmement courte, de seulement deux voix¹, au Congrès des députés. On peut donc s'attendre à de fréquentes épreuves de force avec les partenaires ou les soutiens de la coalition et, ce, tout au long du mandat. Sur la question catalane, il s'est engagé, pour obtenir l'appui d'ERC, à ouvrir des négociations avec le gouvernement régional, et à soumettre un éventuel compromis à l'approbation des Catalans. Si la reprise du dialogue est une bonne nouvelle, le chemin sera long et ardu, notamment parce que les deux parties n'ont vraisemblablement pas la même vision du contenu et de l'objectif des discussions (réforme du statut d'autonomie pour le parti socialiste, droit à l'autodétermination pour les indépendantistes).

S'agissant de politique économique, rappelons que Pedro Sanchez avait refusé après les élections d'avril 2019 de former un gouvernement de coalition avec Podemos. Il ne s'y est résolu que dans la mesure où cela restait la seule option envisageable après le scrutin de novembre. L'accord de coalition conclu entre les deux partis table sur des hausses d'impôt pour les hauts salaires et les grandes entreprises, et une augmentation du salaire minimum. Plus précisément, l'impôt sur les revenus des particuliers augmenterait de deux points de pourcentage au-delà de 130 000 euros par an, et de quatre points au-dessus de 300 000 euros. L'impôt sur les plus-values augmenterait également de 4 points au-dessus de 140 000 euros, passant à 27% contre 23% actuellement. Enfin, une réforme de l'IS assurerait un taux d'imposition minimum de 15%, porté à 18% pour les institutions financières et les compagnies pétrolières. Du côté des dépenses, il s'agira de renforcer les services publics, dans la santé, l'éducation et le logement notamment, mais aussi d'augmenter certaines prestations familiales et de revenir à un mécanisme d'indexation des retraites sur l'inflation.

¹ Pedro Sanchez n'a été investi qu'au second tour du vote d'investiture, au cours duquel un vote des députés à la majorité simple était suffisant. C'est donc l'abstention d'un certain nombre de députés qui a permis au socialiste de l'emporter avec 167 voix favorables, contre 165 opposées, et de former un gouvernement minoritaire.

3- Coalition minoritaire

Groupes politiques au sein du Congrès des députés à l'issue des élections de novembre 2019, en nombre de sièges

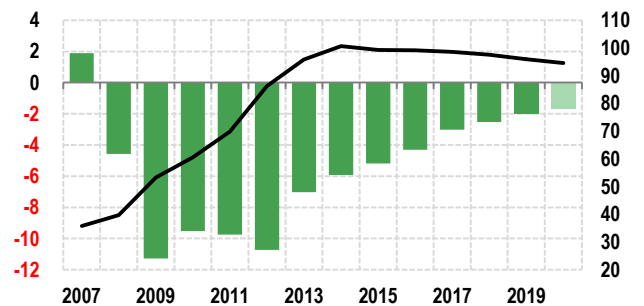


Source : Wikipedia

4- Prévisions budgétaires

En % du PIB

■ solde budgétaire, — ratio de dette publique



Sources : Commission européenne, plan budgétaire pour 2020 d'octobre 2019

Enfin, et bien que le taux de chômage se soit stabilisé à un niveau encore très élevé au cours des derniers trimestres, le gouvernement prévoit également de poursuivre la hausse du salaire minimum (+8% en 2017, 4,0% en 2019, +22,3% en 2019) pour le porter progressivement à 60% du salaire moyen d'ici 4 ans (soit une hausse d'environ 30% supplémentaire). A ce stade, toutefois, le budget pour 2020 n'est pas formalisé, et encore moins voté. Pedro Sanchez reste désireux d'apparaître comme le garant d'un certain sérieux budgétaire, même si une orientation clairement restrictive de sa politique économique est peu probable². La voie sera donc étroite, particulièrement en période de ralentissement économique. En 2019 déjà, le pays a manqué ses objectifs, son solde budgétaire s'étant vraisemblablement stabilisé autour de -2,5% du PIB selon la Banque d'Espagne, contre -2,0% attendu en octobre dernier.

Frédérique CERISIER
frederique.cerisier@bnpparibas.com

² Ce, malgré les recommandations de la Commission européenne. En effet, dans le cadre du volet préventif du Pacte de Stabilité, celle-ci recommande à l'Espagne de poursuivre les efforts de consolidation tant que le solde structurel des finances publiques n'est pas proche de l'équilibre.

Pays-Bas

Le défi des retraites et du changement climatique

L'activité pourrait avoir nettement ralenti au T4 2019, en raison du fléchissement du commerce mondial et du durcissement de certaines normes (émissions d'azote, composés perfluorés). La politique budgétaire devrait devenir très accommodante, même si on peut s'interroger sur la capacité du gouvernement à mettre en œuvre tous les plans de dépenses. La croissance pourrait se replier cette année, avant de rebondir en 2021 à la faveur du redressement de l'économie mondiale. Cependant, les enjeux climatiques et les pénuries de main-d'œuvre continuent de peser sur l'activité, en particulier dans la construction. De plus, les retraités pourraient être confrontés à une nette réduction des prestations, suite à la détérioration de la situation financière des fonds de pension.

■ Forte baisse de l'activité au quatrième trimestre

L'indicateur conjoncturel du Bureau central de la statistique s'inscrit en retrait depuis le mois de juillet 2018, une évolution qui ne transparait pas, jusqu'à une date récente, dans les données d'activité. La croissance économique a, en effet, assez bien résisté. Au troisième trimestre, elle est ressortie à 0,4 %, un niveau quasiment inchangé depuis la mi-2018.

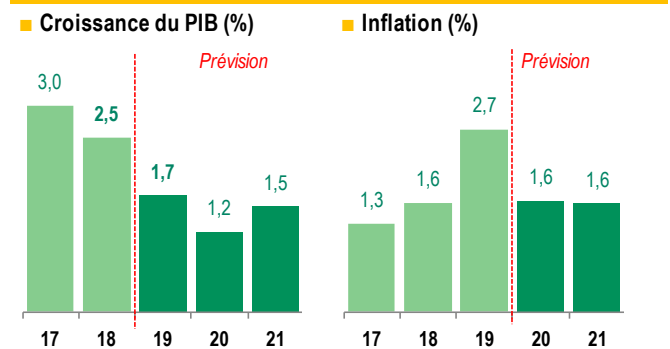
Cependant, les premières statistiques montrent que l'activité a nettement marqué le pas au quatrième trimestre. En novembre, la production industrielle a enregistré un repli de 1,1 % par rapport au mois précédent, en partie imputable au ralentissement du commerce mondial. De plus, l'activité dans le secteur de la construction a été fortement impactée par la crise relative aux émissions d'azote. En effet, selon une décision de la Cour suprême, les règles concernant l'octroi de permis pour les activités agricoles et celles du BTP, qui émettent d'importantes quantités d'azote, violent les lois européennes. Le secteur du bâtiment a, en outre, été affecté par le durcissement des normes sur les composés perfluorés (PFC). Les principales répercussions de ces problèmes sur l'activité sont attendues pour 2020 et 2021.

De plus, les données relatives au marché du travail indiquent aussi un ralentissement de l'activité. Le taux de chômage a cessé de baisser depuis août, mais comme il s'inscrit à 3,5 % le marché du travail reste exceptionnellement tendu. Conséquence, les salaires négociés ont augmenté de 2,9 % en 2019, un plus haut depuis une décennie. L'effet sur les prix à la consommation est resté limité. En 2019, l'inflation a grimpé à 2,7 %, contre 1,6 % un an plus tôt, mais cette hausse était due à une augmentation de trois points du taux réduit de la TVA.

■ Les projets d'investissement prennent du retard

La politique budgétaire devrait être plus accommodante en 2020. Au regard du budget, les dépenses publiques augmenteront à hauteur de 0,6 % du PIB, principalement en raison de la mise en œuvre d'accords sur le changement climatique et les pensions. Le budget prévoit, en outre, des réductions d'impôts, en particulier, pour les ménages. Les finances publiques devraient rester excédentaires, mais il faut s'attendre à une détérioration du solde budgétaire structurel de l'ordre de 0,7 % du PIB. Cependant, il reste à savoir si le gouvernement parviendra à augmenter les dépenses d'infrastructures. Les projets d'investissement ont subi des retards, dus à un marché du travail tendu et à la longueur des procédures,

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

dont la décision récente de la Cour suprême a aggravé la complexité.

Lors de la présentation du budget, le gouvernement a également annoncé la création d'un fonds d'investissement afin de bénéficier des taux d'intérêt négatifs. Selon la plupart des hypothèses, ce fonds pourrait générer EUR 50 mds de projets d'investissement, financés en grande partie par des investisseurs institutionnels.

■ Des perspectives incertaines

La croissance du PIB devrait reculer à 1,2 % cette année, sous l'effet conjugué de l'essoufflement de la croissance du commerce mondial et de l'important retard des projets de construction liés aux problèmes des émissions d'azote et aux normes sur les PFC. Dans l'hypothèse d'un Brexit avec accord et de l'apaisement des tensions commerciales internationales, la croissance économique pourrait s'accélérer à 1,5 % l'année prochaine. L'inflation devrait reculer à 1,6 % en 2020 et progresser légèrement en 2021, avec la répercussion de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre sur les prix à la consommation. Les risques entourant les prévisions sont néanmoins nombreux. L'un des plus importants au plan national réside dans l'environnement de taux d'intérêt extrêmement bas, qui a affaibli la situation financière des fonds de pension. Certains d'entre eux pourraient être contraints d'abaisser le montant des prestations versées. Cette évolution des taux affectera également les droits à pension des futures générations.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



Belgique

Pression sur la demande intérieure

La croissance du PIB belge devrait ralentir à 0,8% en 2020, contre 1,3% en 2019. La demande intérieure, qui reste le principal moteur de l'économie, est partiellement contrebalancée par une contribution nette négative des échanges commerciaux. La consommation privée ralentit car, après quatre années de forte croissance, l'emploi augmente désormais à un rythme plus modéré. Soutenue par les dépenses publiques, la croissance des investissements, quant à elle, accélère. L'absence de gouvernement majoritaire a, par ailleurs, contribué à un nouveau dérapage budgétaire, ce qui constitue un risque majeur pour l'économie belge.

La croissance économique belge s'est révélée remarquablement résistante, notamment au cours du deuxième semestre 2019. Tirée par la consommation privée, elle a été vigoureuse au troisième trimestre, et la confiance des consommateurs a connu un rebond modéré à la fin de l'année. La confiance des entreprises a poursuivi une hausse de quatre mois jusqu'à fin décembre, tandis que les investissements des entreprises ont maintenu le rythme de croissance enregistré en 2018. Les annonces récentes concernant un changement du régime fiscal flamand visant à soutenir l'accession à la propriété sont à l'origine d'une volatilité du nombre de transactions au second semestre 2019. Ainsi, sur la base des chiffres actuels, il semble qu'une partie importante des transactions aient été avancées pour bénéficier de l'ancien régime.

■ Marché du travail

Le taux de chômage s'est établi à 5,6% en octobre 2019. Après une forte hausse entre 2014 et 2018, la création d'emplois a ralenti. La Banque nationale de Belgique (BNB) prévoit 169 000 nouveaux emplois entre 2019 et 2022, soit près d'un tiers de moins que lors les quatre années précédentes.

Cette récente hausse a porté le taux d'emploi à 70% en 2018. Une nouvelle amélioration est attendue, mais l'objectif de 73,2% de la stratégie Europe 2020 restera hors de portée. L'intensité d'emploi de la croissance de l'activité devrait à nouveau baisser, après avoir augmenté ces dernières années. Le ralentissement de la croissance de l'offre de main-d'œuvre explique ce phénomène, les taux de vacance restant bien supérieurs à la moyenne de l'UE.

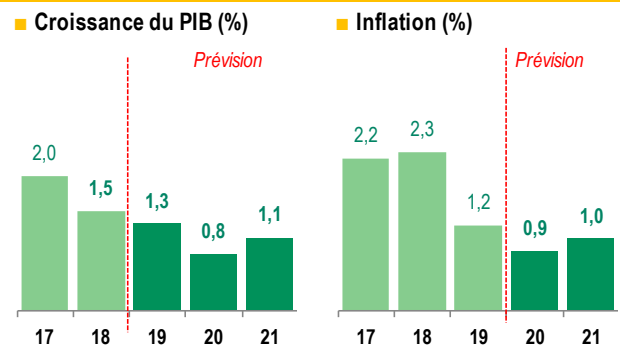
D'après le Bureau fédéral du Plan, le mécanisme d'indexation des salaires entrera en vigueur en mars 2020. Ainsi, les transferts sociaux et les salaires des fonctionnaires augmenteraient de 2% au cours des deux mois suivants. Le pouvoir d'achat par habitant devrait augmenter d'environ 5% d'ici 2022 selon la BNB.

■ Prix et échanges commerciaux

Parallèlement, les coûts salariaux repartent à la hausse, et leur croissance annuelle dépasse une fois de plus la moyenne de l'UE19. Au niveau national, cet effet ne devrait sans doute que partiellement gonfler l'inflation sous-jacente, le reste étant absorbé par des marges bénéficiaires plus faibles dans les entreprises.

Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, le niveau élevé des coûts salariaux constitue depuis longtemps une préoccupation majeure. La perte continue de parts de marché mondiales depuis le début du siècle a rendu le problème encore plus prégnant.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

Selon une étude récente de la BNB, les efforts de modération salariale n'ont que marginalement renforcé sa compétitivité-coût. Cet effet découle des caractéristiques particulières des flux d'exportation belges. Ceux-ci sont centrés sur les biens intermédiaires, avec un contenu technologique supérieur à la moyenne, et ces flux échangés entre entités de mêmes groupes multinationaux. Ils sont par conséquent beaucoup moins sensibles aux variations des coûts salariaux. L'étude souligne cependant le rôle à jouer des autorités belges à travers la promotion des exportations et l'élimination des barrières contraignantes.

■ La politique du gouvernement

Tirées par les investissements des collectivités locales, les dépenses publiques ont fortement augmenté en 2019. Des dépenses publiques supplémentaires sont attendues en 2020 et 2021, pour financer un grand projet d'infrastructure près d'Anvers notamment.

La dette publique s'est établie à un peu moins de 100% du PIB en 2019, après une révision à la hausse du PIB dans le cadre d'une mise à jour majeure de la méthodologie de calcul des comptes nationaux. Le déficit budgétaire a atteint un plus bas d'après-crise de 0,7% en 2017 et 2018, et devrait se dégrader sensiblement à l'avenir. L'amélioration de ces 2 années résulte d'événements non récurrents, et l'absence d'un gouvernement majoritaire en 2019 a sans doute creusé le déficit de 2%. Les dépenses publiques augmentent, mais les recettes stagnent. Le Conseil supérieur des Finances prévoit des déficits supérieurs à ce niveau dans un avenir proche. Or, les dérapages fiscaux constituent un risque majeur pour l'économie belge.

Arne MAES

arne.maes@bnpparibasfortis.com



Grèce

Le redressement se poursuit

Portée par des effets de rattrapage, l'économie grecque est parvenue à légèrement accélérer dans un environnement européen orienté à la baisse. Le moral des agents économiques s'améliore nettement et le retour de l'Etat grec sur le marché des capitaux est un succès. Le nouveau gouvernement de centre droit cherche à alléger les taxes sur le travail et le capital sans sacrifier la rigueur budgétaire. Le rétablissement sera long mais il est engagé.

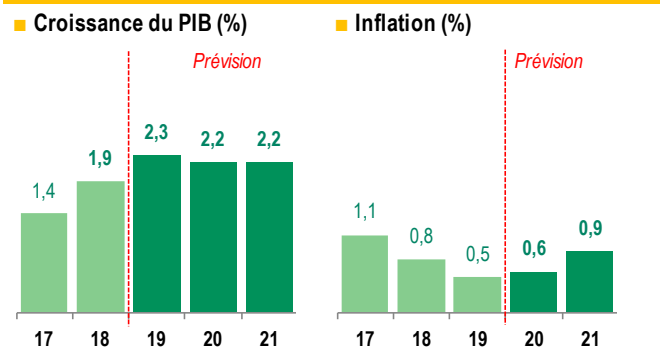
■ Légère accélération de la croissance

La Grèce entame en 2020 une quatrième année consécutive de reprise économique. Celle-ci est désormais bien installée, même si son accélération se révèle plus laborieuse. Un peu terne en début d'année 2019, l'activité s'est finalement raffermie à l'été, et vraisemblablement maintenue tout au long du second semestre à un niveau relativement solide. Nous estimons ainsi que la croissance a pu s'établir autour de 2,3% l'an dernier, après 1,9% en 2018. L'activité aura été essentiellement soutenue par un rebond des exportations de biens et services (+9,5% g.a. en volume au T3 2019) et de l'investissement (+2,0% g.a. au T3), la consommation des ménages apparaissant, pour sa part, en retrait. Les données d'activité et d'enquêtes les plus récentes autorisent un certain optimisme. Si le secteur manufacturier reste à la peine, en ligne avec le cycle économique européen, les recettes touristiques sont solides, les prix immobiliers ainsi que l'activité du secteur de la construction entament un redressement. Le rebond des ventes au détail et des immatriculations laisse également penser que la consommation des ménages se renforçait fin 2019. Enfin et surtout, les enquêtes de la Commission européenne révèlent une forte amélioration de la confiance des ménages et de l'indice du sentiment économique en fin d'année dernière, qui permet d'espérer un soutien un peu plus marqué de la demande intérieure en 2020. Les évolutions sur le marché du travail illustrent également cette reprise, la poursuite des créations d'emplois constituant évidemment un déterminant majeur de l'amélioration de la situation des ménages, dont le taux de chômage était revenu à 16,8% de la population active en septembre 2019. Au final, la croissance devrait conserver en 2020 un rythme proche de celui de 2019, en ligne, donc, avec les scénarios généralement établis au moment de la sortie du troisième plan d'ajustement.

■ Alternance politique

Comme le laissaient présager les sondages, les élections législatives anticipées de juillet 2019 ont été remportées par le parti de centre droit Nouvelle Démocratie, qui dispose d'une majorité absolue à la Vouli. Le Premier ministre Kyriakos Mitsotakis n'a pas remis en cause le paquet fiscal adopté au printemps 2019 par le précédent gouvernement à la veille des élections (0,6 pp de PIB en faveur des ménages). Son budget pour 2020 revendique, pour sa part, un ensemble de mesures, essentiellement des baisses de taxes destinées à stimuler la croissance. Le plan prévoit en particulier une baisse du taux de l'impôt sur les sociétés (de 28% à 24%), une autre de l'impôt sur le revenu des ménages, des

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

mesures en faveur des familles, une baisse de cotisations sociales et de la taxe sur les dividendes. L'ensemble de ces mesures, à hauteur de 0,6 pp de PIB serait, selon le gouvernement, entièrement financé par un nouveau renforcement des mesures en faveur du développement des paiements électroniques et de la lutte contre la fraude à la TVA, une hausse des taxes municipales et des taxes sur les transactions immobilières. La Commission européenne a vu ce projet de budget d'un œil favorable et table, comme le gouvernement, sur un excédent budgétaire de 1,0% du PIB en 2020, après 1,3% attendu en 2019. Elle a également donné cet automne son feu vert au lancement d'un plan de titrisation qui pourrait permettre aux banques de se débarrasser de presque la moitié des créances douteuses qui alourdissent encore leur bilan¹. Un véhicule du nom d'Hercules rachètera les créances douteuses aux banques et revendra des produits de titrisation aux investisseurs, les tranches seniors de ces produits bénéficiant d'une garantie publique accordée par l'Etat grec.

Dans ce contexte et dans un environnement monétaire favorables, le retour de l'Etat grec sur le marché des capitaux en 2019 est un succès, avec quatre émissions à 5, 7 et 10 ans pour un total EUR 9 mds l'année dernière. Bénéficiant d'un resserrement marqué des spreads, les taux grecs à 10 ans étaient en deçà de 1,5% fin décembre.

Frédérique Cerisier
frederique.cerisier@bnpparibas.com

¹ Bien qu'ayant beaucoup diminué ces dernières années, les prêts non-performants représentaient encore 42% de l'encours de prêts des banques grecques, soit EUR 71 mds en septembre 2019.



Royaume-Uni

Actualité du Brexit

Le 31 janvier 2020, le Royaume-Uni quittera officiellement l'Union européenne et toutes les institutions qui la composent. Le Brexit aura donc lieu de jure, mais pas de facto, puisque, durant une période dite de « transition » devant s'achever le 31 décembre 2020, l'économie britannique demeurera partie intégrante du marché unique et de l'union douanière européenne. Ses biens, services et capitaux continueront de s'échanger librement avec l'UE, qui restera maître en matière juridique et réglementaire. Ce n'est qu'ensuite, lorsque le cadre de la relation future aura été convenu, qu'interviendra la véritable séparation. Or, pas plus aujourd'hui qu'hier, celle-ci ne promet d'être facile.

Avec 43,6% des voix et 365 sièges (sur 650) remportés à la Chambre des communes, le Parti conservateur du premier ministre, Boris Johnson, est sorti grand vainqueur de l'élection générale anticipée du 12 décembre 2019. Au Parlement, plus aucun obstacle ne s'oppose donc à une séparation du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE).

Le 19 décembre 2019, les députés britanniques ont voté, à 358 voix contre 234, la loi britannique ou *Brexit bill* transposant l'accord de retrait conclu entre le Royaume-Uni de l'UE (cf. encadré). Sa ratification devait intervenir dans la foulée, après lecture à la Chambre des Lords et approbation par la Reine, normalement une formalité. Suivront les votes au Parlement européen (à la majorité simple) puis au Conseil (à la majorité qualifiée) pour une séparation juridique intervenant le 31 janvier 2020 à minuit (heure de Paris). Le Royaume-Uni quittera alors officiellement toutes les institutions communautaires (Parlement, Cour de Justice, Commission, etc.), mais pas immédiatement le marché unique, dont il sera tenu de respecter les règles tout au long d'une période de transition prévue de s'achever le 31 décembre 2020.

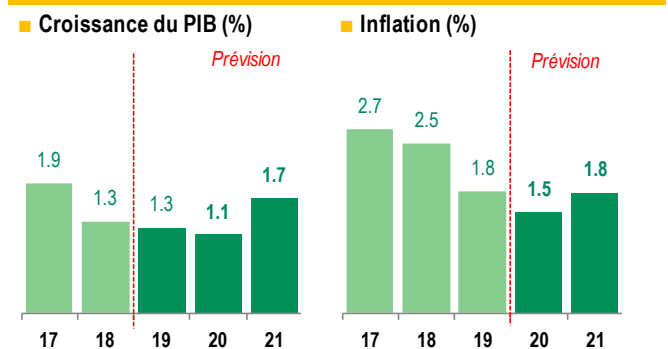
■ Une ligne dure qui va droit dans le mur

À cette date, Royaume-Uni et UE sont supposés avoir bâti le cadre de leur relation future et se séparer réellement. Or, pour nombre d'observateurs européens, le délai imparti (onze mois) est trop court pour y parvenir. L'Accord de retrait ouvre bien la possibilité d'étendre la période de transition, mais celle-ci a été formellement rejetée par M. Johnson, qui a fait inscrire la date du 31 décembre 2020 dans la loi de transposition britannique. La ligne radicale défendue par le premier ministre, à savoir un retrait complet (hors de l'union douanière et du marché unique) et rapide du Royaume-Uni de l'UE, sera toutefois difficile à tenir.

D'abord parce qu'elle va se heurter à une résistance politique forte. Le mode de scrutin à l'élection générale (*first past the post*) fait que les tenants d'un Brexit dur se sont imposés au Parlement tout en étant minoritaires dans le pays. Outre la victoire des conservateurs à la Chambre des communes, l'autre fait marquant de l'élection générale du 12 décembre est la poussée des partis nationalistes nord-irlandais, gallois et écossais globalement opposés au Brexit et favorables à un maintien de leur région dans l'UE.

Ensuite parce que le principe de réalité va tôt ou tard s'appliquer. Dans tous les domaines, de l'industrie, de l'agriculture, de l'énergie, des transports, des échanges de données, etc., les liens qui unissent le Royaume-Uni à l'UE sont régis par un vaste corpus

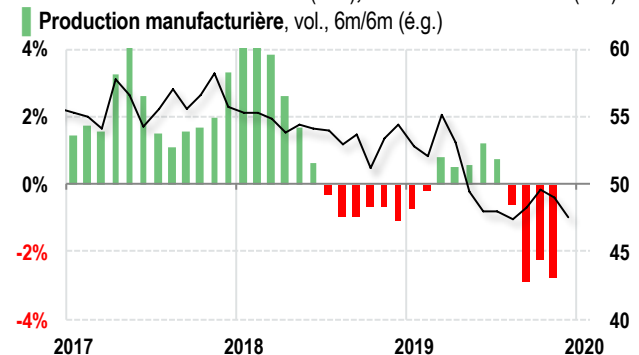
1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Récession industrielle

— Indice des directeurs d'achat (PMI), secteur manufacturier (é.d.)



Sources : Markit, ONS

législatif et réglementaire, comptant quelque 600 dispositifs. Ils impliquent le respect mutuel de normes (techniques, sociales sanitaires, environnementales) et de droits (d'appellations d'origine de propriété intellectuelle...). La tâche consistant à les défaire pour leur substituer, au cas par cas, des accords tarifaires ou de coopération, sera lourde et complexe. Elle promet des discussions serrées avec l'UE, dont le négociateur en chef, Michel Barnier, a maintes fois répété qu'il n'accepterait aucune forme d'accord recouvrant un risque de distorsion de concurrence de la part des Britanniques. Le travail, en outre, ne s'arrête pas là. En faisant cavalier seul, le Royaume-Uni aura aussi à renégocier avec 168 interlocuteurs différents tous les traités commerciaux (236 au total) que l'UE a conclus avec les pays tiers.



Le plus difficile - mettre en œuvre concrètement le Brexit - est donc à venir, de sorte que le soulagement apporté par l'obtention d'un accord de sortie pourrait être de courte durée. À l'approche du 31 décembre, le risque encouru est bien que, par manque d'ambition ou de temps, le Royaume-Uni et l'UE finissent par se séparer sans s'accorder. Les règles de l'OMC (Organisation mondiale du commerce) s'appliqueraient alors par défaut, sans bénéfice pour quiconque.

■ Economie au ralenti

Les derniers mois de 2019 ont vu les indices du climat des affaires poursuivre leur recul et la récession industrielle s'accroître (graphique 1). L'économie, dans son ensemble, aurait stagné au quatrième trimestre, et progressé de 1,3% en moyenne sur l'année. Cette performance s'inscrit dans la moyenne européenne, l'économie de la zone euro ayant elle-même freiné, l'Allemagne frôlant la récession. Elle paraît toutefois modeste eu égard à l'évolution de la livre¹, dont la chute est normalement de nature à soutenir l'activité.

Outre-Manche, l'élasticité-change du commerce extérieur est toutefois réputée faible². En 2019, les exportations nettes ne se sont pas redressées, contribuant négativement à la croissance. Bien entendu, les achats opérés à l'étranger en anticipation du Brexit ont pu jouer, mais le Royaume-Uni a aussi vu sa compétitivité-coût se détériorer. L'action en faveur du salaire minimum n'est pas la première cause : fût-elle qualifiée d'historique, la hausse annoncée par M. Johnson (+6,2% en avril) ne fait que prolonger le rattrapage initié en 2016 par le gouvernement de D. Cameron ; elle vise essentiellement - sans y être encore parvenu - à combler la perte inédite de pouvoir d'achat des salaires enregistrée après la crise de 2008³. Son effet de diffusion, quant à lui, dépend beaucoup de la conjoncture ; il cesserait d'être significatif au-delà du premier quintile de la distribution des revenus (NIESR, 2018)⁴.

L'affaiblissement de la position concurrentielle s'explique en réalité surtout par le ralentissement de la productivité, particulièrement marqué au Royaume-Uni depuis une dizaine d'années⁵. Il est douteux que le Brexit, sur ce terrain, apporte une solution.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Entre décembre 2015 et décembre 2018 la livre s'est dépréciée de 20% contre euro et de 16% en termes effectifs nominaux. Source : *Bank of England*.

² Voir par exemple Bussière M., Gaulier G. and Steingress W. (2016) *Global Trade Flows: Revisiting the Exchange Rate Elasticities*, Banque de France, Document de travail n°608, novembre.

³ Du premier trimestre 2008 au premier trimestre 2015, l'indice des salaires hebdomadaires réels (fixes et variables) dans l'ensemble de l'économie a reculé de 11%. S'il s'est redressé par la suite, son niveau de fin 2019 reste inférieur (de 3% environ) à celui d'avant la crise. Source : ONS.

⁴ National Institute of Economic and Social Research (2018), *National Minimum Wage and National Living Wage impact assessment: counterfactual research*, February.

⁵ Depuis 2009, le taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire du travail est de 0,5% au Royaume-Uni, contre 1% en zone euro. Source : Eurostat.

3- Les principaux points de l'Accord de retrait

Le 17 octobre 2019, le premier ministre britannique, Boris Johnson, et les 27 chefs d'Etat ou de gouvernement de l'UE parvenaient à un accord de retrait (AR). Celui-ci reprend l'essentiel de la version initiale conclue par Theresa May en novembre 2018 (mais jamais ratifiée par la suite) à l'exception des dispositions concernant l'Irlande du Nord, largement réécrites. En résumé, aux termes de l'AR :

1/ Une période de transition est aménagée à la date du Brexit et jusqu'au 31 décembre 2020, pour permettre au Royaume-Uni et à l'UE de négocier le cadre de leur relation future. Durant celle-ci, le Royaume-Uni, bien qu'absent des instances européennes, continue d'avoir accès au marché unique ; il en respecte les règles (ce qui implique, notamment, l'impossibilité pour lui de conclure des accords de libre-échange avec des pays tiers) et se soumet aux décisions de la Cour de Justice européenne.

2/ Le statut des résidents étrangers est sécurisé. Les 4 millions de citoyens de l'UE installés au Royaume-Uni, tout comme le million de citoyens britanniques installés dans l'UE à la date du Brexit, seront libres de rester et de poursuivre leurs activités, et verront leurs droits garantis (en matière d'accès aux soins, à l'éducation, ou au travail, de perception des retraites, de regroupement familial...).

3/ Le Royaume-Uni s'engage à régler financièrement l'UE, au titre de ses engagements pluriannuels (budget 2014-20, programmes européens). Bien que l'AR ne précise aucun montant (celui-ci dépendra des termes de l'accord sur les relations futures), ce règlement financier est estimé, de source britannique, aux environs de EUR 40 milliards.

4/ L'Irlande du Nord bénéficie d'un statut particulier, de manière à respecter les accords du « Vendredi saint » (1998) et éviter le retour d'une frontière physique avec la République d'Irlande. Contrairement aux dispositions du premier accord, l'Irlande du Nord pourra former avec le reste du Royaume-Uni sa propre union douanière après la période de transition (i.e. appliquer les droits de douane britanniques). Le « filet de sécurité », qui maintenait temporairement l'UE et le Royaume-Uni dans un territoire douanier unique, est donc abandonné, mais non sans contreparties ni restrictions importantes. L'Irlande du Nord continuerait ainsi d'appliquer le code des douanes européen pour les produits qui entreraient sur son territoire et risqueraient, par la suite, d'être introduits sur le marché unique, la surveillance étant confiée à un comité mixte britannique et européen. La frontière entre les deux Irlande étant ouverte, ceci implique potentiellement des contrôles sur les importations en provenance du Royaume-Uni ou des pays tiers. L'Irlande du Nord continuerait par ailleurs à se conformer aux règles de l'UE dans un certain nombre de domaines, comme l'agriculture, l'énergie (elle reste dans le marché unique de l'électricité), les aides d'Etat, le traitement informatisé de la TVA. Le protocole est prévu de s'appliquer pour 4 ans renouvelables, l'Assemblée d'Irlande du Nord s'étant vue conférer un droit de regard quant à sa reconduction.

Source : Commission européenne



Suède

La croissance continue de ralentir

La croissance du PIB a nettement ralenti en 2019, une tendance qui devrait se confirmer en 2020. L'incertitude entourant le climat des affaires et les échanges internationaux pèse, notamment, sur les exportations et l'investissement. Inscrite sur une pente faible, la consommation ne devrait pas permettre de redynamiser la croissance suédoise. Malgré cette conjoncture, la proximité du taux d'inflation avec la cible de 2% a incité la Riksbank à remonter son taux directeur, de -0,25% à 0%. La politique monétaire reste, toutefois, accommodante.

Après s'être établi à 2,4% en 2018, le taux de croissance de l'économie suédoise est tombé à 1,4% en 2019, son niveau le plus bas depuis 2013. La faiblesse de la demande et l'incertitude pesant sur les exportations et le climat des affaires ne laissent pas présager d'accélération en 2020, notre prévision de croissance s'établissant à 1,2%.

■ Climat des affaires dégradé

L'économie suédoise étant très ouverte (45,6% du PIB est exporté), elle est sensible aux fluctuations du commerce international. En 2020, elle devrait pâtir de la faiblesse des échanges, notamment avec l'Union européenne (58,3% des exportations). Le risque de Brexit, auquel la Suède est particulièrement exposée¹, a notamment pesé sur les perspectives de débouchés en 2019. En fin d'année, les indices PMI (46,3 en moyenne au dernier trimestre de 2019) ainsi que l'investissement des entreprises s'inscrivaient en recul. Même si la signature d'un accord de retrait entre l'UE et le Royaume-Uni (cf. Ecoflash du 20/12/2019) devrait apaiser les inquiétudes des chefs d'entreprise, le risque d'une sortie sans accord commercial en janvier 2021 pourrait maintenir le degré d'incertitude à un niveau élevé. Dans ce contexte, les investissements en machines et biens d'équipement devraient continuer de reculer en 2020.

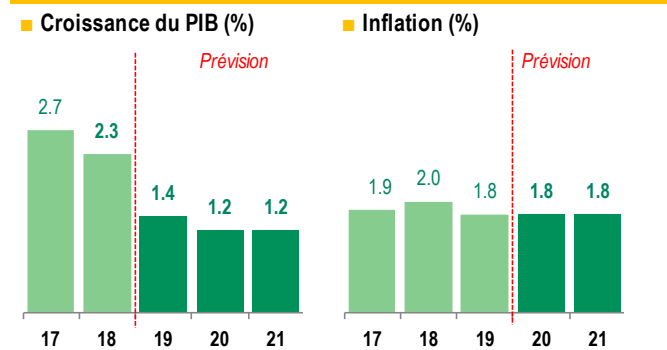
Après avoir chuté de 8% en 2019, l'investissement résidentiel pourrait en revanche se stabiliser à un point bas², du fait de la résorption de l'excès de stock de logements disponibles à la vente.

La consommation privée reste inscrite sur une pente faible. Elle n'a progressé que de 1% en 2019 contre 1,6% en 2018. Malgré les baisses d'impôts mises en place par le gouvernement, la confiance des consommateurs est affectée par la remontée du taux de chômage, passé de 5,8% en novembre 2018 à 6,8% en novembre 2019. Au premier trimestre 2020, la progression des salaires restera, par ailleurs, très modérée.

¹ Selon l'Insee (*Evaluer l'impact du Brexit sur l'activité des partenaires du Royaume-Uni : le canal des échanges commerciaux*), la Suède serait le septième pays pour lequel la perte de valeur ajoutée serait la plus élevée en raison du Brexit. Le PIB suédois baisserait ainsi de 0,6% dans le cas d'un *hard* Brexit et de 0,3% dans le cas d'un *soft* Brexit.

² Il devrait atteindre son plus bas niveau en 2020 en s'inscrivant sous la barre des 200 milliards de couronnes suédoises, seuil qui n'avait pas été atteint depuis 2015 (198 milliards). Par la suite, un rebond est possible.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, OCDE

Le taux d'inflation, de 1,8% en novembre, se rapproche de la cible de 2% de la Riksbank. Au-delà des fluctuations induites par le prix du pétrole, l'inflation dite « sous-jacente » (hors alimentation et énergie) a eu tendance à accélérer, notamment en raison de la hausse des loyers.

Le 19 décembre 2019, la Riksbank a ainsi décidé de remonter son taux d'intérêt directeur de -0,25% à 0%. Elle considère par ailleurs que l'application de taux d'intérêt négatifs peut avoir, sur le long terme, des conséquences induites négatives. Avec un taux de repo nul, la politique monétaire demeure toutefois expansionniste,

Alors que le ratio d'endettement public a beaucoup reculé ces dernières années (il atteint 34,6% en 2019, contre 45% du PIB en 2014) et que les comptes budgétaires affichent des excédents récurrents, la politique gouvernementale consistera à soutenir l'activité à hauteur de 0,5% du PIB en 2020. En l'occurrence, seront mises en place des mesures d'incitation à l'investissement (notamment dans la transition énergétique) et des baisses supplémentaires d'impôts à destination des ménages. Une partie conséquente du budget sera également allouée à la santé, l'éducation et l'employabilité.

Kenza Charef (alternante)

kenza.charef@bnpparibas.com

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com



Danemark

La croissance résiste

Dans un contexte international moins favorable, le Danemark, petite économie ouverte, conserve une activité relativement dynamique. Sa spécialisation sectorielle (industrie pharmaceutique, numérique...) lui confère une certaine résistance face au retournement du cycle manufacturier mondial. Le marché du travail, proche du plein emploi, ainsi que l'accélération de la hausse des salaires favorisent la consommation, l'un des principaux moteurs de la croissance. Compte tenu de l'arrimage de la couronne danoise à l'euro, la politique monétaire suivra les orientations de la Banque centrale européenne et restera donc très accommodante. La politique budgétaire répondra à des objectifs écologiques de réduction des émissions de gaz à effet de serre.

Estimée à 1,8% en 2019, la croissance de l'économie danoise reste, jusqu'à présent, relativement vigoureuse, aussi bien en regard de son potentiel (1,6% selon l'OCDE) que de la moyenne européenne (1,5%). Elle devrait ralentir quelque peu en 2020 (1,5%), notre prévision la situant toutefois toujours dans le peloton de tête des pays de l'Union européenne.

■ Dynamisme de la consommation

La spécialisation du Danemark dans l'industrie pharmaceutique et le numérique l'a prémuni contre le ralentissement du commerce international en 2019, les exportations ayant augmenté de 3,8% (contre 2,4% en 2018). Cette progression devrait tout de même être moins soutenue en 2020, compte tenu de la faible croissance anticipée chez certains partenaires commerciaux comme l'Allemagne (15% des exportations). Par ailleurs, les incertitudes liées au Brexit, fussent-elles partiellement levées par la conclusion d'un accord de retrait (cf. article Royaume-Uni), ne disparaîtront pas pour autant¹. En 2019, elles ont pu participer à l'érosion de la confiance des chefs d'entreprise (recul des indices PMI du climat des affaires) et à la baisse de l'investissement. Celui-ci devrait toutefois bénéficier, à l'horizon 2021, de la rénovation de la plus grande plateforme pétrolière en mer du Nord.

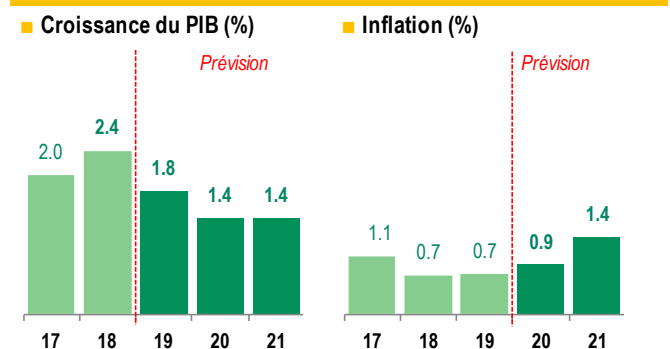
Bien qu'ayant freiné en 2019, la consommation privée reste un moteur important de la demande et devrait soutenir la croissance en 2020. Dans un pays où le taux de participation au marché du travail est élevé (79,4% pour les 15-64 ans), le dynamisme de l'emploi et des salaires (+2,5% en moyenne en 2019) constitue un levier essentiel de la confiance comme de la dépense des ménages. Celle-ci est, par ailleurs, encouragée par la faiblesse de l'inflation (à peine égale à 1%) et des taux d'intérêt, passés en territoire négatif pour certains prêts immobiliers.

■ Soutiens monétaire et budgétaire

La couronne danoise (DKK) étant arrimée à l'euro, la banque centrale danoise suit les orientations de la Banque centrale européenne en adoptant une politique monétaire très accommodante. En septembre 2019, elle a réduit son taux de repo à -0,75% pour défendre la parité de sa monnaie avec l'euro.

En 2019, la forte progression de l'impôt sur les revenus des fonds de pensions (*pension yield tax*) a contribué à élargir l'excédent budgétaire, qui a atteint 2,2% du PIB. Le ratio de dette publique, l'un

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

des plus faibles de l'Union européenne, a été ramené à 33% du PIB. Le gouvernement, qui a récemment durci l'objectif de réduction des émissions des gaz à effet de serre², indique vouloir mettre ces marges de manœuvre au service d'une politique sociale et environnementale plus ambitieuse. En 2020, il prévoit d'investir un DKK 1 milliard dans la recherche de technologies alternatives au carbone, plus respectueuses de l'environnement. Le budget prévoit également des augmentations de dépenses en faveur des services publics tels que la santé et l'éducation.

Kenza Charef (alternante)

kenza.charef@bnpparibas.com

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Le Royaume-Uni est le quatrième partenaire commercial du Danemark.

² -70% à horizon 2030 (par rapport à 1990)



Synthèse des prévisions économiques

Taux d'intérêt, %		2019		2020				2018	2019	2020e
		T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période		T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e	2018	2019	2020e
E-Unis	Fed Funds	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	2.50	1.75	1.75
	Treas. 10a	1.67	1.92	1.85	2.00	2.10	2.25	2.69	1.92	2.25
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.57	-0.19	-0.50	-0.40	-0.30	-0.30	0.25	-0.19	-0.30
	OAT 10a	-0.28	0.08	-0.20	-0.15	-0.10	-0.10	0.71	0.08	-0.10
R-Uni	Taux BoE	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	Gilt 10a	0.40	0.83	1.00	1.10	1.20	1.20	1.27	0.83	1.20
Japon	Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.07	-0.05	-0.10
	JGB 10a	-0.22	-0.02	-0.10	0.00	0.05	0.10	0.00	-0.02	0.10

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change		2019		2020				2018	2019	2020e
		T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période		T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e	2018	2019	2020e
USD	EUR / USD	1.09	1.12	1.12	1.13	1.13	1.14	1.14	1.12	1.14
	USD / JPY	108	109	100	98	96	96	110	109	96
	GBP / USD	1.23	1.32	1.35	1.36	1.36	1.39	1.27	1.32	1.39
	USD / CHF	1.00	0.97	0.99	0.99	0.99	1.00	0.99	0.97	1.00
EUR	EUR / GBP	0.89	0.83	0.83	0.83	0.83	0.82	0.90	0.83	0.82
	EUR / CHF	1.09	1.09	1.11	1.12	1.12	1.14	1.13	1.09	1.14
	EUR / JPY	118	122	112	111	108	109	125	122	109

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Synthèse des prévisions financières

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019 e	2020 e	2021 e	2019 e	2020 e	2021 e
Avancés	1.7	1.2	1.6	1.4	1.6	1.4
États-Unis	2.3	1.7	1.9	1.8	2.2	1.9
Japon	1.0	0.2	0.7	0.5	0.6	0.3
Royaume-Uni	1.3	1.1	1.7	1.8	1.5	1.8
Zone euro	1.1	0.8	1.3	1.2	1.0	1.1
Allemagne	0.6	0.4	1.2	1.4	1.2	1.4
France	1.3	1.1	1.3	1.3	1.0	1.1
Italie	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6	0.5
Emergents						
Chine	6.1	5.7	5.8	2.9	3.5	1.5
Inde*	4.8	5.5	6.0	4.3	4.5	4.5
Brésil	1.0	2.0	3.0	3.7	3.4	3.7
Russie	1.1	1.6	1.8	4.5	3.7	4.0

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

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

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni 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 au 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 rémunérée 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 engagé 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 Prudential 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 Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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

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

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change