

ECO PERSPECTIVES

3^e trimestre 2019 (achevé de rédiger le 10/07/2019)

Editorial

Montée des inquiétudes concernant la croissance

Après le soulagement suscité par les données du premier trimestre, les préoccupations relatives à la croissance remontent, en raison des statistiques économiques et, plus important encore, d'une incertitude toujours très élevée.../...

p. 2



Etats-Unis

p.3

Tournant monétaire



Chine

p.5

Coup dur



Japon

p.7

Des risques en hausse



Zone euro

p.8

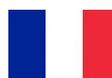
La BCE une nouvelle fois en renfort



Allemagne

p.10

Evaporation de la confiance



France

p.12

La croissance se maintient



Italie

p.14

Reprise timide et scénario en demi-teinte



Espagne

p.16

A la recherche d'une majorité



Pays-Bas

p.18

Retour de la croissance vers son potentiel



Belgique

p.19

Stabilisation de la croissance grâce à la consommation des ménages



Grèce

p.20

Une nouvelle majorité aux commandes



Royaume-Uni

p.21

Actualité du Brexit



Suède

p.23

Ralentissement de la croissance



Danemark

p.24

Une croissance stable

p.25

Prévisions

Eco
PERSPECTIVES

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Editorial

Montée des inquiétudes concernant la croissance

Après le soulagement suscité par les données du premier trimestre, les préoccupations relatives à la croissance remontent, en raison des statistiques économiques et, plus important encore, d'une incertitude toujours très élevée. Cette dernière est liée à l'ampleur du ralentissement et à ses conséquences en termes de risques économiques ainsi qu'à la confrontation entre les Etats-Unis et la Chine sur le dossier du commerce. C'est ce qui ressort des données chinoises tandis qu'aux Etats-Unis, les données empiriques se multiplient concernant l'impact négatif de cet affrontement sur l'activité et le secteur agricole. Prenant acte de ces évolutions, la Réserve fédérale américaine a indiqué que les taux allaient être abaissés, une information saluée par le marché actions. La BCE a également modifié son message : comme le risque est orienté à la baisse et que l'inflation stagne, un assouplissement plus prononcé lui semble désormais nécessaire.

■ Nouveaux records

Alors que le S&P500 atteignait de nouveaux sommets, les rendements des *Treasuries* reculaient, sous l'effet conjugué de la révision des perspectives concernant la trajectoire de la politique monétaire et des nouveaux replis de la prime de terme. D'après les calculs de la Réserve fédérale de New York, cette prime, que les investisseurs sont censés percevoir au titre du risque de durée, a atteint un plus bas record de -90 points de base au début du mois de juillet. Comme le montrent les graphiques, la baisse des rendements des obligations américaines a, et c'est assez compréhensible, reproduit la chute de l'Indice des directeurs d'achat (ISM) pour le secteur manufacturier. La coïncidence entre un record de hausse pour le marché actions et un record de baisse de la prime de terme crée un certain inconfort : le repli des rendements obligataires reflète une inquiétude à l'égard des perspectives économiques, de sorte qu'on peut se demander combien de temps encore le marché actions sera épargné. Le recul des rendements américains s'est accompagné d'un repli considérable des rendements du *Bund*, en territoire négatif, ainsi que des rendements sur les autres marchés obligataires de la zone euro. Outre la corrélation transatlantique habituelle, la modification du message envoyé par la BCE, à l'occasion du discours de son président à Sintra fin juin, a joué un rôle décisif : il faut s'attendre à un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

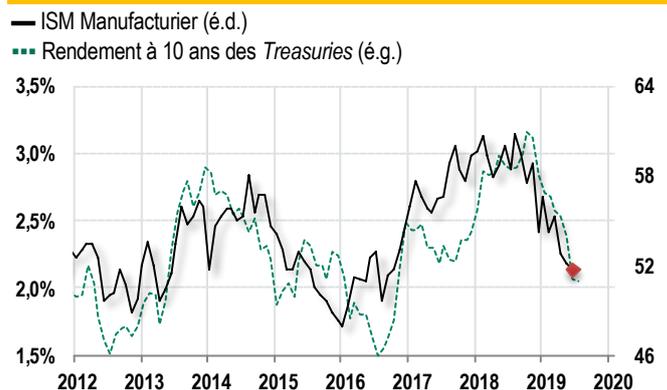
■ Des inquiétudes grandissantes

Après le soulagement suscité par les données du premier trimestre, les préoccupations relatives à la croissance sont reparties à la hausse. Le ralentissement persiste en Chine et, dans la zone euro, le secteur manufacturier, en particulier en Allemagne, reste sous pression, tandis que les services continuent d'afficher une bonne tenue. En France, on note une certaine amélioration. Aux Etats-Unis, la situation est contrastée. Le rythme des créations d'emplois reste, globalement, soutenu mais l'investissement marque le pas. Les signaux envoyés par le marché (inversion de certaines parties de la courbe de taux) ou les enquêtes auprès des entreprises, font craindre une récession. Les Etats-Unis ont beau être entrés dans leur 121^e mois d'expansion, l'heure n'est plus aux réjouissances.

■ Point de bascule

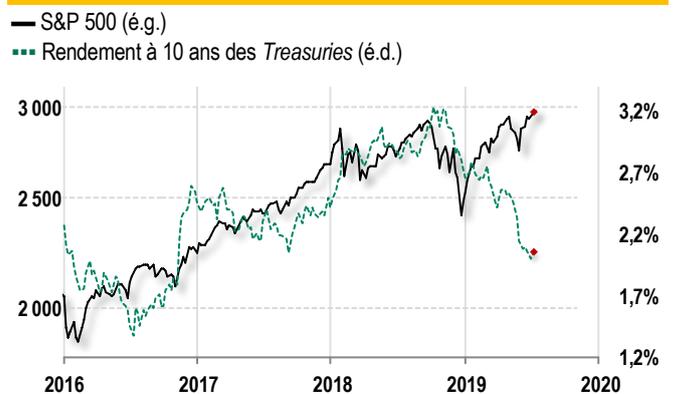
Sur fond d'inquiétudes grandissantes à l'égard de la croissance, la question qui se pose pour les prochains mois est de savoir si on se dirige vers un point de bascule. Les fondamentaux (marché du travail, progression du revenu, croissance bénéficiaire des

1- Rendement des *Treasuries* vs ISM Manufacturier



Sources : Institute for Supply Management, Refinitiv

2- S&P 500 vs Rendement des *Treasuries*



Source : Refinitiv

entreprises, taux d'intérêt) sont, dans l'ensemble, toujours satisfaisants, mais une période prolongée d'incertitude pourrait en limiter l'influence sur la croissance, ce qui pourrait à son tour peser sur la confiance et le comportement du marché et déclencher une boucle de rétroaction négative. La diminution de l'incertitude aurait manifestement pour effet de stimuler la confiance et de susciter un rebond de la croissance. Les négociateurs commerciaux devraient avoir cela à l'esprit lors de leur prochaine réunion.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



Etats-Unis

Tournant monétaire

Si la consommation des ménages américains reste assez tonique à l'approche de l'été, d'autres moteurs de l'économie, comme le commerce extérieur ou l'investissement, faiblissent. En juin, les enquêtes auprès des entreprises ont été franchement médiocres, de telle sorte que la Réserve fédérale a ouvert la porte à une baisse de ses taux d'intérêt. La politique tarifaire du président Trump, en campagne pour sa réélection, ne déviara sans doute pas de sa ligne dure, tout en restant peu prévisible. La conjoncture pourrait donc avoir besoin de soutien.

Selon toute vraisemblance, la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) baissera ses taux d'intérêt d'ici à la fin de l'année. Non que l'économie semble aujourd'hui aller mal. Consommation et emploi solides, chômage bas : l'instantané pris par le Comité de politique monétaire (FOMC) à l'occasion sa réunion du 19 juin est plutôt flatteur. Mais les « vents contraires » se renforcent, à commencer par ceux qui entravent le commerce et préoccupent, chaque jour un peu plus, les producteurs américains¹.

■ Baisse des taux annoncée

Même s'il ne transparait pas encore dans le PIB (en hausse de 3,1 % en rythme annualisé au premier trimestre) le tassement des échanges mondiaux a déjà déprimé quelques indices de conjoncture. Celui de l'*Institute for Supply Management* (ISM), qui fait référence, a chuté depuis l'été dernier, son niveau de juin (51,7 dans le secteur manufacturier) n'étant plus très loin de la zone d'inconfort, là où les volumes d'affaire stagnent.

La dichotomie entre les données d'enquêtes et de comptabilité nationale ne durant jamais très longtemps, la Fed s'attend à ce que les chiffres « durs » d'activité soient moins bons, et communique en conséquence. La baisse annoncée de ses taux directeurs (ils fluctuent actuellement dans une fourchette de 2,25% à 2,50%) est d'autant plus crédible qu'elle rejoint les anticipations du marché : depuis le printemps, la courbe des taux est inversée sur toutes les échéances jusqu'à 5 ans, ce qui, par le passé, a toujours précédé ou accompagné l'assouplissement de la politique monétaire (cf. graphique 2).

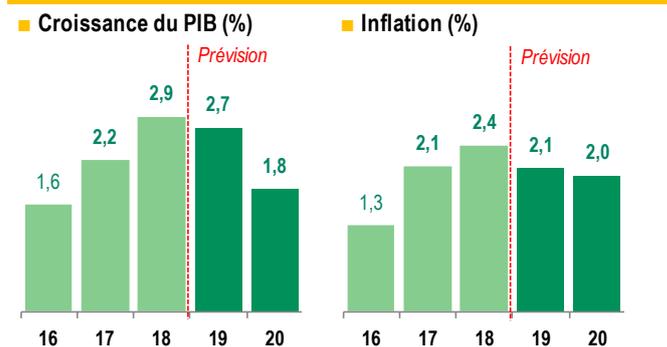
Ce n'est pas tout. Bien qu'il ait peu révisé ses prévisions d'inflation (1,8% en 2019, 1,9% en 2020²), le FOMC indique que la dynamique des salaires et des prix est loin de lui apparaître excessive à ce stade du cycle, notamment en regard de la cible officielle de 2%³.

¹ « [...] nos contacts dans les milieux d'affaires ou le monde agricole se montrent de plus en plus préoccupés par l'évolution de la situation entourant le commerce. Ces inquiétudes ont pu contribuer à la chute des indices de confiance des entreprises dans les enquêtes récentes, et pourraient se retrouver dans les publications économiques à venir ». Powell, J. (2019), Conférence de presse donnée à l'occasion de la réunion du Comité de l'*open market* du 19 juin.

² Glissements annuels du déflateur de la consommation privée hors énergie et alimentation (*Core PCE*) aux quatrièmes trimestres de 2019 et 2020.

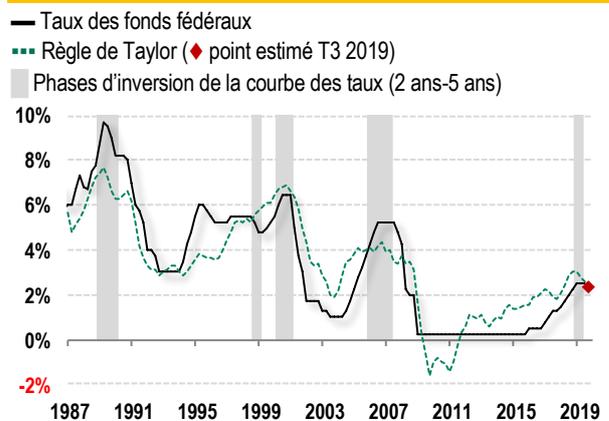
³ « [...] des membres du Comité ont indiqué leur préoccupation concernant le rythme auquel l'inflation peut revenir vers sa cible de 2% [...]. Les salaires augmentent [...] mais pas de manière telle que l'inflation puisse vraiment accélérer ». Powell, J., Ibid.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Fin de cycle



Sources : Réserve fédérale, CBO, Refinitiv

De fait, les coûts salariaux unitaires (les salaires, primes et charges rapportés à la productivité) ont baissé au premier trimestre (-0,8% sur un an dans le secteur non agricole), ce qui n'est pas si fréquent et annonce une modération de l'inflation.

Dans une règle de Taylor (cf. encadré 3 et graphique 2), l'inflation gap (l'écart entre la hausse des prix observée et anticipée) basculerait en territoire négatif ; l'*output gap* (l'écart du PIB à son potentiel) indiquerait un relâchement des tensions sur les capacités. La Fed serait incitée, au minimum, à marquer une pause, plus vraisemblablement à baisser ses taux directeurs. Voyant bientôt ses vœux exaucés, le président des Etats-Unis, Donald Trump, aurait



pourant tort de se réjouir : en devenant plus accommodante, la banque centrale obéit moins à ses injonctions qu'à la nécessité d'accompagner l'atterrissage, de plus en plus vraisemblable, de l'économie américaine.

■ Pas d'apaisement avec la Chine

En dépit d'une trêve obtenue le 29 juin au G20 d'Osaka et alors que les Etats-Unis viennent d'imposer de nouvelles taxes à la Chine⁴, tabler sur une modération de la politique commerciale américaine est vain. D'abord parce que le calendrier politique ne s'y prête pas. En campagne pour sa réélection en 2020, le président Trump escompte bien retirer de sa ligne dure un gain politique, le pari fût-il économiquement risqué. Ensuite et surtout parce que les relations commerciales sino-américaines ont profondément changé de nature au cours des dernières années, jusqu'à aboutir à une compétition désormais ouverte pour le *leadership* technologique.

Si les Etats-Unis conservent de l'avance, notamment dans les microprocesseurs, leurs chaînes de valeur intègrent une part croissante et désormais incontournable de composants chinois, telle que 85% des biens taxés entrent dans le processus de production des grands groupes américains (Lovely & Liang⁵). Le stéréotype d'échanges de textile ou d'appareils ménagers (chinois) contre des produits électronucléaires ou aéronautiques (américains), qui prévalait encore en 2001 lorsque la Chine a adhéré à l'Organisation mondiale du commerce, ne correspond plus à la réalité. En 2018, l'habillement, la chaussure, les articles de maison et de voyage ne représentent plus que 14% des achats américains à la Chine, un poids divisé par deux en vingt ans. Ils ont été supplantés par les équipements de télécommunication (premier poste d'importation) et de transports, les machines et autres appareils industriels, qui totalisent 30% des achats et se destinent à tous les usages, civils ou militaires.

Avec une telle redistribution des cartes, il est probable que les négociateurs américains, lorsqu'ils font face à leurs homologues chinois, se préoccupent moins du déficit que d'enjeux de cybersécurité ou de défense ; et lorsqu'ils se réunissent entre eux, les représentants du Pentagone « sont dans la salle⁶ ».

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

⁴ Le 10 mai 2019, la surtaxe appliquée depuis septembre 2018 à quelque USD 200 mds d'importations américaine en provenance de Chine était portée de 10% à 25%. Au total, ce sont USD 250 mds d'importations annuelles en provenance de Chine qui sont aujourd'hui taxés au taux de 25%.

⁵ Lovely M. E., Liang Y. (2018), *Trump taxation primarily hits multinational supply chains, harms US technology competitiveness*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, May.

⁶ Cité par *The Economist* (2019) "A new kind of cold war", May 18th.

⁷ Taylor, J.B. (1993), *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n° 39.

⁸ Adam Shapiro A., Wilson D.J. (2019), *The Evolution of the FOMC's Explicit Inflation Target*, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, April 15.

3- Taux de la Fed, qu'indique la règle de Taylor ?

Etablie en 1993 par l'économiste américain John Taylor⁷, la règle éponyme relie le taux directeur de la banque centrale à l'évolution de l'inflation courante et anticipée, ainsi qu'à l'écart du PIB à son niveau potentiel (output gap). En notant :

i_{FF} : le taux directeur (taux des fonds fédéraux) de la banque centrale des Etats-Unis

y : le PIB réel (en log-niveau)

y^* : le PIB réel potentiel (en log-niveau)

π : le taux d'inflation instantané lissé

π_a : le taux d'inflation anticipé par la banque centrale

r^* : le taux réel neutre ou d'équilibre de court-terme.

Alors :

$$i_{FF} = r^* + \pi + 0,5 \cdot (\pi - \pi_a) + 0,5 \cdot (y - y^*)$$

Résultats

Si elle a le mérite de la simplicité, la règle de Taylor dépend de variables exogènes non directement observables et pouvant faire l'objet d'estimations diverses autant que fluctuantes. La validité empirique de ses coefficients (initialement fixés à 0,5) est aussi sujette à débat.

Malgré tout, la règle de Taylor décrit assez bien l'évolution du taux des fonds fédéraux depuis une trentaine d'années, notamment dans les phases de retournements (cf. graphique 2).

Au premier trimestre de 2019, l'inflation mesurée par le déflateur de la consommation privée hors énergie et alimentation, auquel la Fed se réfère souvent (cf. Shapiro & Wilson, 2019)⁸, ressort à 1,6%, un niveau inférieur à la cible de 2% comme à la tendance inflationniste de long-terme extraite au moyen d'un filtre de Hodrick Prescott (1,7%). Que l'on retienne celle-ci ou la cible de 2% pour évaluer l'inflation anticipée, l'inflation gap apparaît donc légèrement négatif ; le taux de Taylor dépend par ailleurs (et surtout) de l'hypothèse retenue pour le taux réel neutre ainsi que l'output gap.

Dans l'équation initiale de Taylor, le taux neutre est constant et ressort à 2% ; il est toutefois communément admis que celui-ci a baissé suite à la grande crise de 2008-2009, les projections à long-terme du FOMC le situant plutôt dans la zone de 0,5% à 1,5% (nous retenons pour l'exercice le chiffre de 1%). Les estimations de l'output gap pour l'année 2019 varient également : +1,1% selon le Congressional Budget Office (CBO), +1,4%, selon le Fonds monétaire international (FMI) ; -0,1% selon l'OCDE (Organisation pour le commerce et le développement économiques)

Selon les hypothèses retenues, le taux de Taylor s'établit finalement dans une fourchette de 2,5% à 3,3%.

Estimation du taux de Taylor, en % (T1 2019)

π (T1 2019)	1,6		
π_a	1,7		
r^*	1,0		
$y - y^*$ (2019)	CBO	FMI	OCDE
	1,1	1,4	-0,1
i_{FF}	3,1	3,3	2,5



Chine

Coup dur

Le secteur exportateur subit de plein fouet les effets des mesures tarifaires américaines, la consommation privée marque le pas, et l'investissement ralentit en conséquence. Alors que la demande interne pourrait montrer des signes d'amélioration à court terme grâce aux mesures d'assouplissement monétaire et de relance fiscale, les perspectives d'exportation dépendent des négociations entre Pékin et Washington, dont le résultat reste très incertain. Les autorités devraient faire un usage limité de la politique de change afin de ne pas créer de source d'instabilité financière. En outre, l'excédent courant s'est redressé depuis quelques mois.

La croissance chinoise continue de ralentir. Après quatre trimestres de décélération, la progression du PIB réel s'est stabilisée à 6,4% en glissement annuel (g.a.) au T1 2019, mais devrait de nouveau s'inscrire en baisse au deuxième trimestre. Les difficultés du secteur exportateur sont le premier facteur de ralentissement de l'activité, auquel s'ajoute la performance très terne de la demande interne.

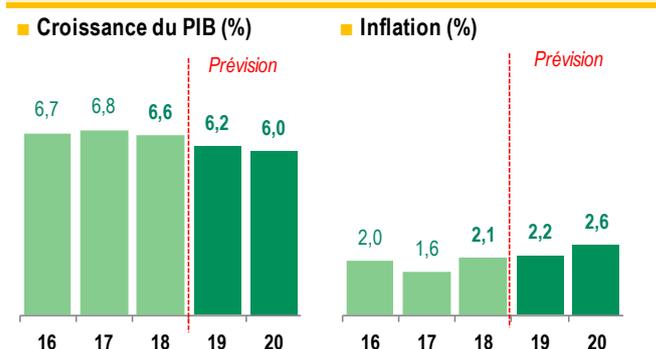
■ Secteur exportateur sous le choc

La hausse des droits de douane américains sur les achats de biens chinois constitue un sérieux coup dur pour les entreprises exportatrices, d'autant plus qu'elles ont été introduites dans un contexte mondial déjà marqué par le ralentissement des échanges commerciaux. En plus des conséquences directes sur les livraisons de marchandises de la Chine vers les Etats-Unis, les tensions entre les deux pays et la montée du protectionnisme ont commencé à peser indirectement sur la demande mondiale via des effets sur la confiance des entreprises et l'investissement. Les effets en cascade des hausses des droits de douane à travers les chaînes de valeur en Asie sont également rapidement apparus.

L'évolution des exportations chinoises est passée de +14% en g.a. au S1 2018 à +8% au S2, puis est devenue légèrement négative sur les cinq premiers mois de 2019. Elle est tirée à la baisse par la contraction des exportations vers les Etats-Unis : à USD 480 mds en 2018 selon l'Administration générale chinoise des douanes (19% des exportations de la Chine), elles ont chuté de 9% sur les cinq premiers mois de 2019 (graphique 2). Les importations américaines des biens chinois ayant subi une hausse des droits de douane de 25% dès juillet-août 2018 (environ USD 50 mds) se sont rapidement contractées. Leur baisse atteignait environ 30% en g.a. sur les quatre premiers mois de 2019. Les USD 200 mds d'importations des biens ayant subi une hausse de 10% en septembre 2018, passée à 25% en mai 2019, ont également rapidement chuté (après une période de rebond au T3 2018 en anticipation des mesures tarifaires). Leur baisse dépassait déjà 20% en g.a. sur les quatre premiers mois de l'année, et elle s'est très certainement aggravée en mai-juin.

Les exportations de la Chine vers la région Asie (48% de ses exportations) sont également en baisse depuis décembre (-2% en g.a.), signe d'une transmission rapide des mesures protectionnistes américaines sur les autres partenaires commerciaux insérés dans les chaînes de valeur régionales. Les exportations vers l'Europe (19% des exportations totales) continuent d'augmenter, mais ont néanmoins perdu en vigueur depuis six mois, progressant de 7% en g.a. en moyenne contre 11% au cours des six mois précédents.

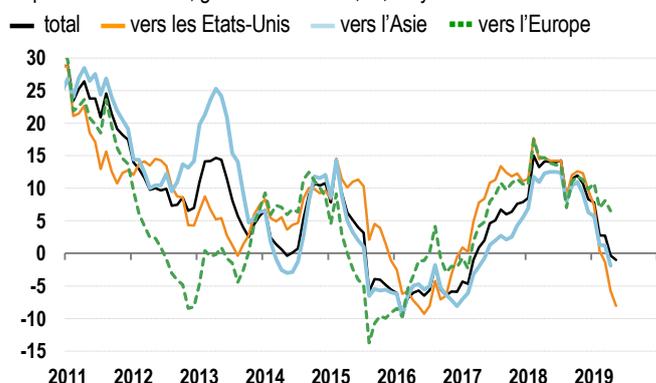
1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Les exportations de marchandises se réduisent

Exportations en USD, glissement annuel, %, moyenne mobile 6 mois



Source : Administration générale chinoise des douanes

■ Ralentissement marqué de la consommation privée

La consommation privée marque le pas. La progression des ventes au détail a atteint un nouveau point bas en avril-mai 2019, de 7,9% en g.a. en valeur (contre 9% en moyenne en 2018) et 5,8% en volume (contre 7% en 2018). Alors que la contraction des achats d'automobiles (-3% en 2018 et -13% en g.a. en janvier-mai 2019) a lourdement pesé sur la performance globale (elles représentent environ 10% de la valeur totale des ventes au détail), d'autres secteurs ont subi un affaiblissement de leurs ventes, notamment les biens d'équipement (en lien avec le repli des transactions immobilières) et les produits de loisir. La progression des ventes de



biens par internet s'est modérée depuis le S2 2018, mais elle reste robuste (+22% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2019). De même, la consommation de services reste dynamique (elle représenterait actuellement près de la moitié des dépenses totales de consommation interne), mais son ralentissement semble néanmoins s'être accentué au cours des derniers mois.

La mauvaise performance de la consommation privée est inquiétante, car elle retarde le processus de rééquilibrage de l'économie à un moment où la Chine fait face à des conditions externes très défavorables. La morosité des consommateurs chinois est elle-même en partie liée aux difficultés du secteur exportateur et à leurs conséquences sur la confiance et le marché du travail. De fait, la sous-composante « emplois » de l'indice PMI du secteur manufacturier publié par le Bureau statistique chinois se détériore rapidement depuis septembre 2018 et a atteint un point bas en juin 2019 (à 46,9 contre une moyenne de 48,9 sur la période 2017-2018).

L'inflation des prix à la consommation a accéléré, atteignant 2,6% en g.a. en mai-juin 2019 contre 2,3% en moyenne en 2018 et 1,6% en 2017. Elle a été principalement tirée par la forte hausse des prix alimentaires depuis trois mois (+6,9% en g.a. en avril-mai, contre 1,8% en moyenne en 2018) alors que l'inflation sous-jacente a légèrement baissé, de 1,8% fin 2018 à 1,6% en mai 2019, signe du manque de dynamisme de la demande interne. Les tensions inflationnistes ne devraient donc pas gêner le biais accommodant de la politique monétaire à court terme, mais elles pèseront sur les revenus réels. La hausse du revenu disponible par tête a déjà ralenti l'an dernier, passant de 7,3% en 2017 en termes réels à 6,5% en 2018, et 6,8% en g.a. au T1 2019.

Enfin, le ralentissement de la consommation s'explique aussi par la moindre progression des prêts immobiliers et du crédit à la consommation. Celle-ci découle du maintien de règles prudentielles encore relativement strictes pour encadrer l'activité sur le marché immobilier, du resserrement réglementaire dans le secteur financier réalisé depuis fin 2016, et des mesures de répression plus récemment introduites pour réduire le nombre de plateformes P2P de prêts entre particuliers. Parallèlement, le poids de la dette des ménages s'est alourdi au cours des dernières années, ce qui a pu commencer à peser sur leur consommation. La dette des ménages représentait 53% du PIB à la fin de 2018, contre 49% fin 2017 et 33% fin 2013.

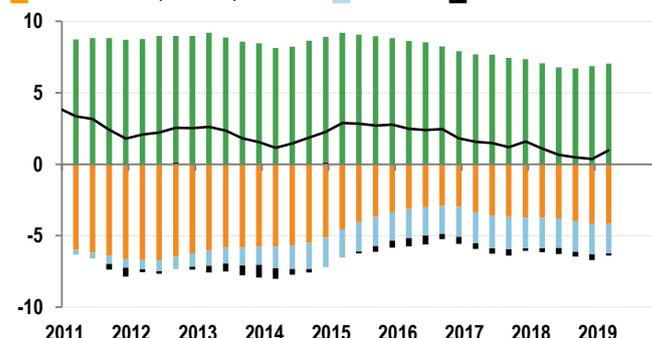
En réponse à l'affaiblissement des exportations et de la consommation privée, l'investissement a également ralenti sur les cinq premiers mois de l'année, notamment dans le secteur manufacturier (+3,2% en g.a. en valeur, contre 6,2% en 2018).

Le ralentissement de la croissance économique devrait se poursuivre à très court terme. Les perspectives d'exportation sont très incertaines, les sources de désaccord entre Washington et Pékin restant très fortes malgré la reprise attendue des négociations. Du côté de la demande interne, les principaux facteurs à l'origine du ralentissement de la consommation privée devraient persister. Néanmoins, les ménages et les entreprises pourraient bientôt commencer à accroître leurs dépenses en réponse aux mesures de

3- L'excédent courant se maintient

% of GDP, moyenne mobile 4 trimestres

— Balance courante ■ Commerce de produits manufacturés
■ Commerce de produits primaires ■ Services ■ Transferts



Source : SAFE

relance fiscale lancées depuis le début de 2019 et à la poursuite d'un assouplissement prudent de la politique de crédit.

■ Détérioration limitée des comptes externes

La politique de change devrait également rester prudente. Depuis l'an dernier, les autorités chinoises ont réagi aux mesures tarifaires américaines en laissant s'affaiblir le yuan par rapport au dollar (de 9,1% entre fin mars 2018 et fin décembre, puis de 2,5% en mai 2019). Ces épisodes de dépréciation permettent de compenser partiellement les effets des hausses de droits de douane sur les exportateurs. Ils pourraient se répéter, mais devraient néanmoins rester d'ampleur modérée, temporaires et être suivis de mouvements de légère réappréciation. Une dépréciation trop rapide du yuan pourrait en effet provoquer des périodes d'instabilité financière et de sorties de capitaux, que Pékin souhaite éviter.

La dynamique récente des comptes externes tend, pour le moment, à réduire les pressions à la baisse sur le yuan. L'excédent commercial, qui avait diminué rapidement en 2018, s'est de nouveau élargi depuis le début de 2019 (USD 131 mds sur les cinq premiers mois de l'année, contre USD 102 mds sur la même période en 2018) malgré la mauvaise performance des exportations. Les importations ont en effet diminué plus fortement étant donné les moindres besoins d'intrants dans l'industrie, l'affaiblissement de la demande interne et la baisse des prix des matières premières. Le déficit de la balance des services reste important du fait du dynamisme du tourisme chinois à l'international, mais il est resté stable et proche de 2% du PIB depuis l'an dernier. Au final, l'excédent courant, qui s'est réduit de 1,6% en 2017 à 0,4% en 2018, s'est redressé légèrement au T1 2019 (graphique 3). Du côté du compte financier, les flux nets de capitaux ont été relativement stables depuis le début de 2019. Les réserves de change ont d'ailleurs légèrement augmenté, pour atteindre USD 3100 mds fin mai 2019.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Japon

Des risques en hausse

Malgré un taux d'ouverture relativement contenu, la forte concentration des exportations japonaises sur la Chine, et les pays asiatiques plus généralement, fait peser un risque externe important sur la dynamique de l'activité japonaise. Le secteur manufacturier pâtit de cette situation mais ces difficultés ne semblent pas pour l'heure affecter les autres secteurs de l'économie. La hausse de TVA prévue en octobre favoriserait des effets d'anticipations du côté de la consommation des ménages et le niveau élevé des incertitudes constituerait un frein à l'investissement des entreprises. Dans ce contexte, la Banque du Japon maintiendrait une politique monétaire très accommodante, sans que toutefois celle-ci ne permette une accélération durable des prix.

Touchée par un typhon au 3^e trimestre, l'année 2018 a été marquée par une forte volatilité de la croissance au Japon. En 2019 puis en 2020, la hausse de TVA prévue en octobre devrait pénaliser la consommation privée en fin d'année tandis que la forte exposition à l'Asie, et à la Chine plus particulièrement, rend le Japon vulnérable à un ralentissement économique prolongé dans cette région.

■ Les yeux rivés sur l'Asie

L'activité économique japonaise a marqué un franc ralentissement en 2018, avec une croissance annuelle de +0,8% après +1,9% en 2017.

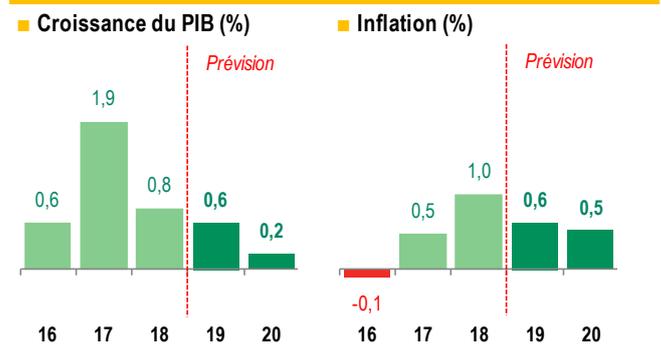
Le 1^{er} trimestre 2019 est resté relativement dynamique, à +0,6% t/t. Le commerce extérieur a nettement soutenu la croissance, via essentiellement une contraction des importations, dans un contexte d'atonie de la demande interne. Les exportations ont également baissé, en particulier à destination du continent asiatique. Pour le reste de l'année, la hausse du taux de TVA de 8% à 10%, prévue en octobre et déjà repoussée deux fois par les autorités, conduirait à des comportements d'anticipations de la part des ménages. La consommation privée augmenterait ainsi sensiblement au T3 avant de ralentir au dernier trimestre. L'année 2020 s'en trouverait pénalisée. L'investissement pourrait de son côté pâtir d'un niveau toujours élevé d'incertitudes, en particulier dans le secteur manufacturier, davantage exposé au ralentissement actuel du commerce mondial et de l'économie chinoise (environ 20% des exportations japonaises sont à destination de la Chine). La dernière enquête Tankan de la Banque du Japon, qui fournit une indication de la confiance des entreprises du pays, indique à ce titre que la situation dans le secteur manufacturier japonais s'est de nouveau sensiblement dégradée. L'indice des directeurs d'achats (PMI) manufacturier envoie un message similaire, demeurant en juin inférieur au seuil d'expansion de 50 (49,3). Les autres secteurs semblent toutefois, pour l'heure, épargnés.

Au total, la croissance au Japon fléchirait sensiblement à horizon 2020, à +0,2% en moyenne annuelle.

■ Toujours plus d'accommodation monétaire

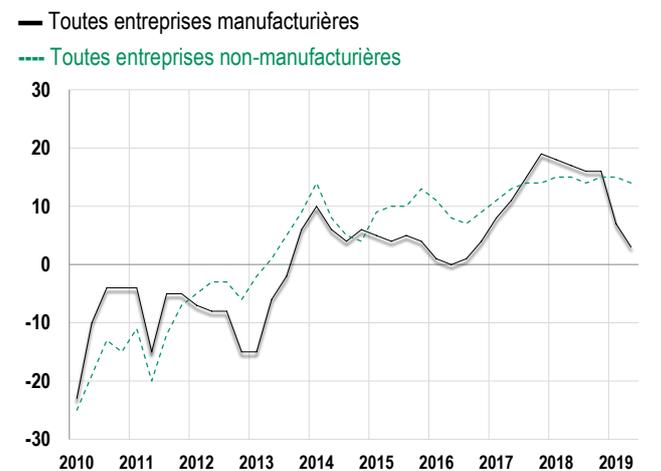
Menant déjà une politique monétaire largement expansionniste, la morosité des projections macroéconomiques pourrait pousser la Banque du Japon à ajouter un degré d'accommodation supplémentaire lors de la réunion de fin juillet. La *forward guidance*, pourrait pour commencer être étendue.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2-Indicateur Tankan au Japon



Source : Banque du Japon

Malgré un bilan atteignant 100% du PIB du pays et des taux d'intérêt négatifs le long d'un large spectre de maturités, la politique monétaire de la Banque du Japon n'a pas l'effet escompté sur la dynamique des prix. L'inflation s'établit en glissement annuel à seulement +0,5% en moyenne depuis le début de l'année et reste inférieure à 1% depuis début 2016.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com



Zone euro

La BCE une nouvelle fois en renfort

Les mois se suivent et se ressemblent. Alors que l'activité dans le secteur manufacturier peine à accélérer dans un climat international encore incertain, le dynamisme de la demande interne soutient l'activité dans les services. Le 1^{er} trimestre a été meilleur qu'attendu et semble envoyer un message plus optimiste que les enquêtes de conjoncture. Face au fléchissement des anticipations d'inflation et aux risques qui entourent le scénario économique en zone euro, la Banque centrale européenne se montre proactive. Elle est prête à assouplir davantage sa politique monétaire et à mettre en place de nouvelles mesures plus tôt qu'anticipé. Face à une inflation toujours contenue et des moyens limités, la BCE devra toutefois faire preuve de parcimonie.

L'année 2019 a mieux débuté qu'attendu en termes de croissance économique. L'activité dans les trimestres à venir resterait au centre d'un équilibre précaire : le moindre dynamisme de la demande externe continuerait de peser sur le secteur manufacturier, sans que toutefois les services ne soient encore pleinement affectés. La dynamique de l'emploi est déterminante. La BCE se dit prête à assouplir davantage sa politique monétaire.

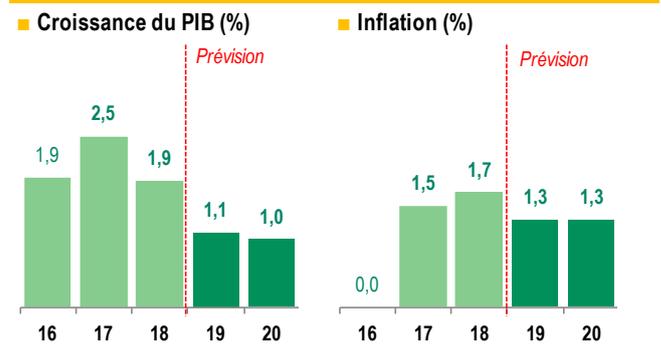
■ Quand l'emploi va, tout va ?

Au 1^{er} trimestre 2019, la zone euro a enregistré une croissance meilleure qu'attendu, atteignant +0,4% en variation trimestrielle (v.t), après 0,2% en moyenne au 2^e semestre 2018. La consommation privée, principal soutien à l'activité au T1, a accéléré dans le contexte actuel de baisse du taux de chômage et de dynamisme des salaires, tandis que l'investissement est resté relativement robuste, malgré le niveau élevé d'incertitudes. Après avoir été un frein important à l'activité en zone euro en 2018, le commerce extérieur a soutenu la croissance au T1 2019.

Les publications économiques les plus récentes pour la zone euro semblent confirmer le découplage important observé depuis le début de l'année entre la dynamique d'activité dans le secteur manufacturier et celle dans le secteur des services. Alors que l'indice des directeurs d'achats (PMI) manufacturier, malgré une certaine stabilisation en juin (47,8), affiche une baisse tendancielle marquée depuis la fin de l'année 2017 (cf. graphique 2), le PMI dans les services résiste et progresse même en juin à 53,4 (un plus haut depuis fin 2018). Comme souvent évoqué depuis plusieurs mois, ces développements témoignent à la fois d'un environnement extérieur peu porteur et de soutiens internes de croissance encore favorables. Sur le front externe, le moindre dynamisme dans les pays émergents, avec notamment le ralentissement de l'activité en Chine, la faible croissance du commerce mondial et la hausse des incertitudes en lien avec les tensions commerciales entre les Etats-Unis et certains de ses partenaires, pèsent sur la demande mondiale adressée aux exportateurs de la zone euro. Cette dégradation est reflétée dans la composante « nouvelles commandes à l'export » des PMI qui a nettement chuté depuis le début de l'année 2018 pour atteindre 47 en juin.

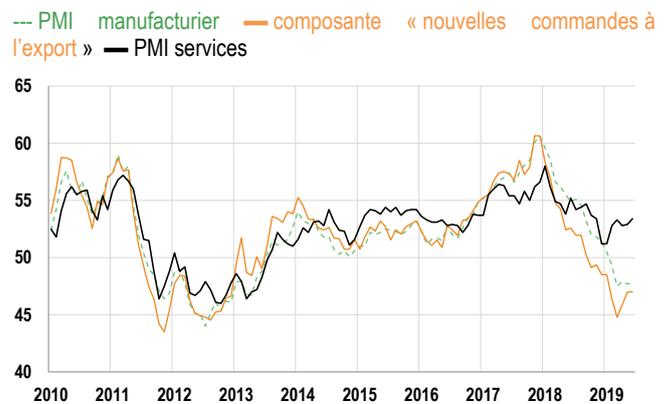
Le climat d'incertitudes actuel ne semble pas pour l'heure avoir sensiblement affecté la demande interne agrégée, en particulier l'investissement qui a bien résisté au 1^{er} trimestre 2019 (+1,1% en t/t), dans un environnement de taux toujours très bas. La dynamique de consommation des ménages est également

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2-PMI en zone euro



Source : Markit

favorable (+0,5% en t/t au 1^{er} trimestre 2019). La résilience de l'emploi, la baisse continue du chômage, à 7,7% de la population active au T1 2019, et l'accélération des salaires expliquent en grande partie cette performance. Malgré les difficultés traversées par le secteur, l'emploi manufacturier maintient une croissance relativement robuste. Ceci pourrait refléter un comportement de rétention de main-d'œuvre, les acteurs économiques du secteur anticipant un ralentissement uniquement passager.

En prévision, par un effet d'entraînement négatif du second semestre 2018, la croissance annuelle en zone euro en 2019 fléchirait sensiblement avant de globalement se stabiliser en 2020 autour de +1,0% (cf. graphique 1). Les difficultés du secteur



manufacturier pourraient finir par peser sur la dynamique des services, compte tenu de l'interconnexion importante entre les deux secteurs. Le maintien d'une bonne dynamique de l'emploi et l'évolution du chômage dans les mois à venir resteront déterminants. A court terme, l'Allemagne, compte tenu de son ouverture commerciale, pâtirait davantage du ralentissement global, tandis que l'Italie reste pénalisée par des freins structurels importants. La France ralentirait mais de façon moins marquée, une baisse plus forte de la croissance allemande pourrait toutefois avoir des effets indirects négatifs importants.

■ Un *policy-mix* favorable à la croissance

« *In the absence of improvement, such that the sustained return of inflation to our aim is threatened, additional stimulus will be required* »¹. Lors de son discours à Sintra le 18 juin dernier, Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), a ouvert la voie à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. Ces dernières pourraient intervenir plus tôt qu'anticipé.

La dernière réunion de politique monétaire du 6 juin avait déjà donné lieu à des annonces. Une nouvelle extension pour 6 mois de la *forward guidance* avait été décidée, repoussant une potentielle hausse de taux d'intérêt à mi-2020. Concernant les nouvelles vagues de TLTRO (TLTRO-III), des précisions ont été apportées. Les conditions apparaissent légèrement moins accommodantes, notamment en termes de taux d'intérêt, que lors des opérations précédentes. Au mieux, le taux assorti à ces opérations pourra atteindre -0,3% contre -0,4% lors des TLTRO-II.

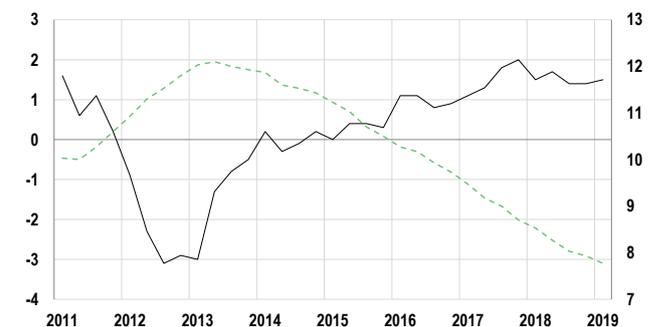
Pourquoi un assouplissement du discours entre le 6 et le 18 juin, soit à seulement deux semaines d'intervalle ? Tout d'abord, les premiers signes de décrochage des anticipations d'inflation ont fait réagir la BCE. Par ailleurs, le lendemain se tenait une réunion de la Réserve fédérale américaine, dont on attendait un degré supplémentaire d'accommodation. A ce titre, le discours plus incisif de la part du président de la BCE peut traduire la volonté d'éviter une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. Suite à ce discours, les rendements à 10 ans allemands ont d'ailleurs baissé encore plus sensiblement en territoire négatif tandis que le taux à 10 ans français a atteint 0%. La BCE est donc prête à intervenir de nouveau. Bien que des marges de manœuvre demeurent, celles-ci sont moindres et peuvent présenter des risques et devront donc être utilisées avec prudence.

La politique budgétaire devrait être également assouplie, ce qui soutiendrait la demande et la croissance de la zone euro. C'est le cas notamment en Allemagne, avec par exemple des allègements d'impôts pour les bas salaires et, en France, via les mesures d'urgence suite au mouvement des « gilets jaunes ». L'assouplissement global du *policy-mix*, bien que favorable à l'activité économique, pourrait toutefois ne pas avoir l'effet escompté sur la dynamique d'inflation.

¹ *Twenty years of the ECB's monetary policy*, Discours de Mario Draghi, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18 juin 2019

3-Chômage et emploi manufacturier

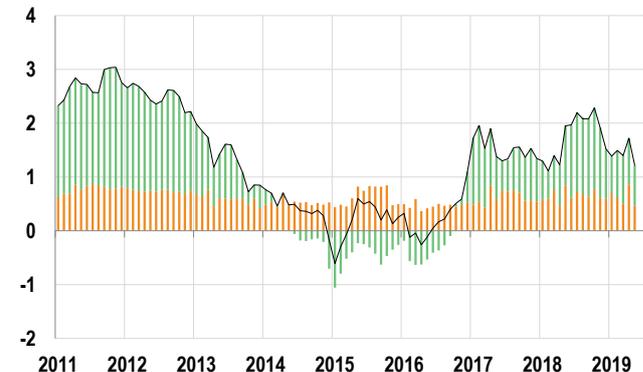
— Evolution de l'emploi manufacturier (% en g.a.)
 ---- Taux de chômage (% de la population active, é.d.)



Source : Eurostat

4- Inflation des biens et des services

— Inflation globale (% en g.a.) dont :
 — Contributions des biens (pp) et — Contributions des services (pp)



Sources : Eurostat, BNP Paribas

■ Inflation : loin de l'objectif

L'inflation en zone euro reste inférieure à sa cible de 2%, à moyen terme, et ne bénéficie pas, pour l'heure, de la pression à la hausse des coûts salariaux unitaires. La faiblesse structurelle de l'inflation dans les pays avancés n'est pas un phénomène exclusif à la zone euro. Parmi les raisons évoquées figurent notamment la mondialisation, la digitalisation ou les inégalités de revenus. Récemment, Benoit Cœuré² a également fait référence à la tertiarisation croissante de l'économie de la zone euro comme facteur limitant la réactivité de l'inflation à la politique monétaire. En effet, la rigidité des salaires (les services sont intenses en travail) et la moindre exposition à la concurrence internationale (bien qu'en hausse, la part des services dans les exportations totales s'établit seulement à 20%) impliquent une modification moins fréquentes des prix.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

² *The rise of services and the transmission of monetary policy*, Discours de Benoit Cœuré, 21st Geneva Conference on the World economy, 16 mai 2019



Allemagne

Evaporation de la confiance

Avec le ralentissement du commerce mondial, l'économie allemande s'appuie principalement sur des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes et sur la croissance du revenu disponible réel. Après une contraction modérée au deuxième trimestre, elle devrait légèrement progresser au second semestre 2019. En 2020, les exportations pourraient se redresser et la croissance revenir à un niveau proche du potentiel. Compte tenu de sa forte intégration dans les chaînes de valeur mondiales, l'industrie allemande est assez sévèrement touchée par le ralentissement du commerce mondial. Cette intégration a, certes, permis d'améliorer la productivité et de créer des postes qualifiés, mais elle a aussi accentué les inégalités de revenus.

■ Un deuxième trimestre décevant

D'après les indicateurs avancés, la croissance s'est légèrement contractée au T2, après une performance particulièrement robuste au premier trimestre (0,4 %). Cette dernière pourrait être due à des facteurs temporaires comme un hiver doux favorable au secteur de la construction, la fin des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie automobile, liées à l'introduction du dispositif WLTP (procédure de test mondiale harmonisée pour les voitures particulières et les véhicules utilitaires légers), ainsi que l'augmentation de la demande des clients britanniques, dans la perspective de la date butoir fixée pour le Brexit.

Entre-temps, les conditions économiques sous-jacentes ont continué à se détériorer. En juin, l'indice Ifo du climat des affaires s'est de nouveau replié, pour atteindre 97,4, son plus bas niveau depuis novembre 2014. Dans l'ensemble, les chefs d'entreprise restent satisfaits de la situation actuelle, mais ils se disent préoccupés par les perspectives pour les prochains mois car les carnets de commandes se dégarnissent. L'indice du climat des affaires ne se maintient à un niveau relativement élevé que dans le secteur de la construction. De plus, l'incertitude est relativement forte chez les chefs d'entreprise. Depuis le T4 2018, l'indice Ifo de dispersion, qui mesure la dispersion des anticipations des entreprises concernant les perspectives pour les six prochains mois, se situe autour de 59, un niveau précédemment observé au lendemain de la crise financière.

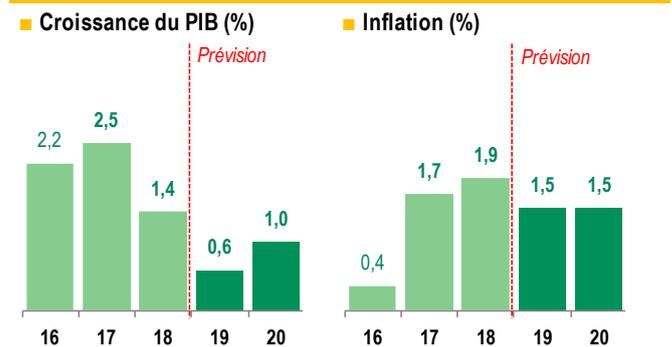
Le marché du travail reste, néanmoins, bien orienté. En avril, l'emploi était toujours en hausse d'environ 1 % par rapport à l'année précédente et le taux de chômage harmonisé s'établissait, en mai, à 3,2 %, niveau le plus bas de la zone euro.

Compte tenu des tensions sur le marché du travail, les salaires négociés ont fortement augmenté ces derniers mois. Au T1, ils avaient progressé de près de 3 % par rapport à l'année précédente. Dans l'ensemble, les coûts de main-d'œuvre ont grimpé de 2,3 % sur cette même période. Cependant, cela n'a guère eu d'impact sur l'inflation. En mai, les prix à la consommation n'avaient progressé que de 1,4 % par rapport à 2018.

■ Une orientation budgétaire expansionniste

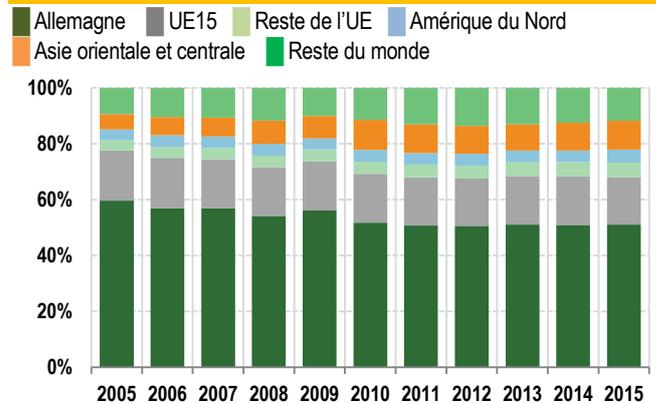
Les partis de la coalition ont subi une cuisante défaite lors des élections européennes de mai dernier. La CDU/CSU (conservateurs, chrétiens-démocrates) est restée la principale formation politique, mais le SPD (socio-démocrates) a reculé à la troisième place,

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Valeur ajoutée, par pays d'origine, de la demande finale du secteur manufacturier allemand



Sources : OCDE statistiques TIVA, calculs BNP Paribas

derrière les Verts. De nombreux partisans du SPD seraient favorables à un retrait de la grande coalition. Cependant, la perspective d'une défaite écrasante et la prochaine élection du nouveau président du parti en font une option peu probable pour le moment. Dans les prochains mois, les affrontements entre les membres de la coalition vont probablement s'intensifier, le SPD souhaitant exercer davantage d'influence sur les politiques publiques dans des domaines tels que l'introduction du minimum vieillesse ou d'une politique sur le climat.

Conformément à l'accord de coalition, la politique budgétaire va être considérablement assouplie, en particulier pour ce qui concerne les



dépenses. Les dépenses publiques vont ainsi augmenter pour ce qui est des infrastructures de transport, de la garde des enfants et de l'éducation. De plus, les droits à prestations des personnes ayant élevé des enfants seront revalorisés (pensions des mères de famille). L'impôt sur le revenu et les cotisations sociales ne seront pas sensiblement modifiés. Les baisses d'impôts sur le revenu suffisent à peine à compenser la non-indexation des tranches d'imposition. Par ailleurs, la diminution des cotisations chômage sera compensée par une augmentation des cotisations d'assurance dépendance.

Avec l'assouplissement budgétaire, l'excédent des finances publiques devrait rapidement se résorber, passant de 1,7 % du PIB en 2018 à 1 % en 2019 et à 0,75 % en 2020. De plus, les recettes fiscales, en particulier celles en provenance du secteur des entreprises, risquent d'être décevantes. En revanche, les versements d'intérêts continuent de diminuer en raison de taux exceptionnellement bas. Conséquence, le ratio de la dette va continuer à reculer pour passer en dessous de la barre des 60 % du PIB, pour la première fois depuis 2002.

■ La croissance pourrait s'accélérer en 2020

Dans les prochains trimestres, des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes seront les principaux moteurs de l'économie. En outre, la générosité des accords salariaux précédemment conclus et la bonne orientation des données du marché du travail viendront soutenir la demande intérieure.

Dans un tel contexte, le PIB ne devrait que légèrement progresser au second semestre 2019, principalement du fait de la robustesse de la demande des administrations publiques et des ménages. En revanche, la croissance de la production manufacturière va rester déprimée sous l'effet du fléchissement du commerce mondial, qui devrait aussi se répercuter sur le reste de l'économie. L'incertitude du climat des affaires est, en effet, peu propice à l'investissement. Dans l'hypothèse d'un Brexit avec accord, certaines incertitudes commerciales seront peut-être levées vers la fin de l'année, une évolution favorable aux exportateurs allemands. Selon les prévisions, la croissance devrait de nouveau se situer à un niveau proche du potentiel, estimé à 1,4 %.

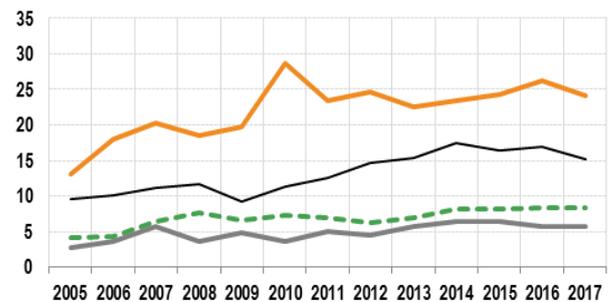
■ Intégration dans les chaînes de valeur mondiales

L'important secteur manufacturier allemand est, actuellement, très affecté par le ralentissement du commerce mondial. Au cours des dernières décennies, les industriels allemands se sont parfaitement intégrés dans les chaînes de valeur mondiales. Pour rester compétitifs sur les marchés mondiaux, ils ont délocalisé les processus à faible valeur ajoutée et à forte intensité de main-d'œuvre. Résultat, la part nationale de la valeur ajoutée dans la demande totale a reculé de 60 %, en 2005, à 51 %, en 2015. La majeure partie de la valeur ajoutée est toujours produite dans l'UE (73 % en 2015) mais la part de la Chine a sensiblement augmenté, de 1,8 %, en 2005, à 6 %, en 2015. De plus, on observe une réorientation en faveur des anciens pays communistes d'Europe centrale et orientale, la part de ces derniers dans la valeur ajoutée augmentant de 3,7 % à 5,2 %. Les statistiques sur le commerce en

3- Augmentation du risque de pauvreté au travail

% des personnes en activité disposant d'un revenu équivalent disponible inférieur à 60% du revenu équivalent disponible médian, y compris les différentes prestations sociales :

Personne seule : — avec enfants — sans enfants
Deux adultes ou plus : - - - avec enfants — sans enfants



Source : Eurostat

valeur ajoutée montrent également que 4,1 % de celle du secteur manufacturier allemand provenaient des Etats-Unis en 2015, contre 3,3 % en 2005, soulignant une fois de plus que les sanctions commerciales adoptées par les Etats-Unis peuvent aussi, indirectement, pénaliser l'industrie américaine.

Le secteur manufacturier reçoit aussi des apports de la part d'autres secteurs, comme celui des services. Sa part en termes de valeur ajoutée est restée plutôt stable, autour de 33 %. Dès lors, il n'est pas surprenant que les services aux entreprises soient également pénalisés par le ralentissement de la production manufacturière.

La délocalisation des processus à faible valeur ajoutée et à forte intensité de main-d'œuvre a eu d'importantes répercussions sur le marché allemand du travail. Or, l'emploi n'a pas diminué. Au contraire, il a augmenté et le chômage se situe actuellement à un plus bas. Ce qui a changé, c'est la nature des postes proposés, l'économie allemande étant de plus en plus axée sur les connaissances. Entre 1995 et 2009 (dernières données disponibles) la part, en termes d'heures travaillées, des employés hautement qualifiés est passée de 21,8 % à 27,7 %. Cela a contribué au creusement des inégalités. Malgré une compensation partielle, au travers d'une redistribution des revenus par la fiscalité et le système de sécurité sociale, le risque de pauvreté au sein de la population en âge de travailler a augmenté au cours des quinze dernières années.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

France

La croissance se maintient

Aux signes de stabilisation du début de l'année a succédé une amélioration des enquêtes de confiance. Le redressement du moral des ménages est l'indicateur le plus net et le plus encourageant. Le caractère plus mitigé des données d'activité disponibles vient toutefois tempérer ces signaux positifs et nous amène à anticiper une croissance stable au T2, à 0,3% t/t, soit un sixième trimestre d'affilée sur, peu ou prou, ce même rythme. Cette stabilité, remarquable en soi, et qui perdurerait à l'horizon des prochains trimestres d'après nos prévisions, est à voir d'un bon œil : elle est le signe de la résistance à la baisse de la croissance française. Dans notre scénario, cette résistance indique une certaine efficacité des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises.

Jusqu'ici, tout va plutôt bien

Depuis début 2018, si elle reste sur un rythme peu élevé, la croissance française continue surtout de se démarquer par sa stabilité, synonyme de résistance. Au T1 2019, le PIB réel a progressé de 0,3% t/t, en ligne avec les attentes, ce que nous considérons comme une bonne nouvelle au regard des indicateurs conjoncturels par ailleurs mitigés. La révision en hausse de la croissance au T4 2018 (de 0,3% à 0,4% t/t) fait également partie des bonnes nouvelles¹. La stabilité de la contribution de la demande intérieure finale (+0,4 point de pourcentage au T1 2019 comme au T4 2018) est un autre point positif. Elle repose sur une accélération, légère mais encourageante, de la consommation des ménages (+0,4% après +0,3% t/t) contrebalancée par une décélération, légère aussi, de l'investissement total (+0,5% après +0,6% t/t) et de la consommation publique (+0,2% après +0,4% t/t). La différence entre les deux trimestres est le jeu de miroir entre la contribution des variations de stocks (négative puis positive, à hauteur de -0,2 et +0,3 point respectivement) et celle du commerce extérieur (positive puis négative, à hauteur de +0,3 et -0,3 point respectivement). Les créations d'emplois salariés restent, par ailleurs, sur un bon rythme (+0,4% t/t au T1 2019).

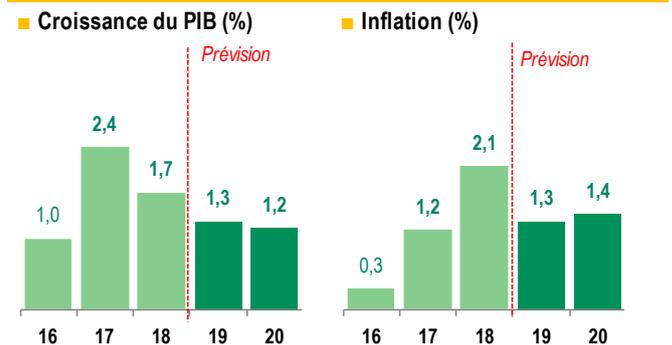
Les perspectives de croissance pour le T2 sont un peu moins en demi-teinte que celles des trimestres précédents, grâce à l'orientation haussière des enquêtes de confiance. Leur redressement reste limité et fragile. Le retour en phase d'expansion, depuis celle de ralentissement, du nouveau traceur du climat des affaires de l'INSEE est qualifié d'hésitant². Mais ces évolutions n'en sont pas moins positives et contrastent en particulier avec les signaux moins encourageants de la conjoncture allemande. Les difficultés de notre principal partenaire commercial ne sont pas sans conséquence sur l'économie française, mais pour le moment celle-ci tire mieux son épingle du jeu.

Depuis son creux du début de l'année, le PMI composite français a regagné près de 5 points (après 11 perdus en 2018) et atteint 52,7 en juin. Cette remontée repose sur l'amélioration du climat des affaires dans les services (+ 5 points ; 52,9 en juin) et, dans une moindre mesure, dans le secteur manufacturier (+2 points ; 51,7 en juin). Le niveau comparable du PMI composite allemand (52,6) masque une différence considérable, inhabituelle et inquiétante

¹ La croissance de 2018 a aussi été rehaussée, de 1,5% à 1,7% (cvs-cjo).

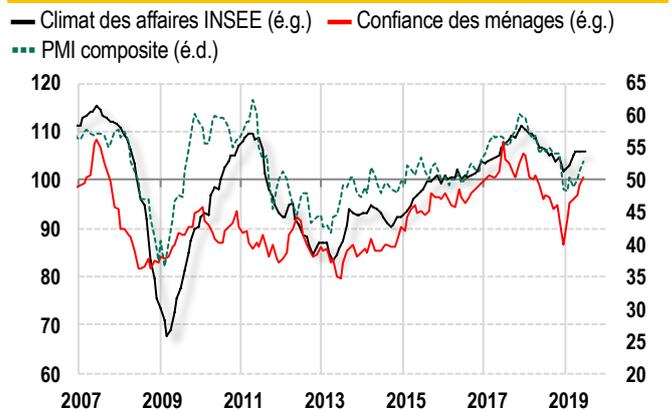
² France : le nouveau traceur du climat des affaires de l'INSEE, Graphique de la semaine, 26 juin 2019 <https://economic-research.bnpparibas.com/Charts/26/06/2019,12991>

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Enquêtes de confiance



Sources : INSEE, Markit, BNP Paribas

entre l'indice manufacturier (45) et celui des services (55,8). Du côté des enquêtes nationales sur le climat des affaires, l'indice synthétique de l'INSEE est orienté en hausse quand l'ifo est à la baisse (+4 points pour le premier depuis le début de l'année ; -2 points pour le second). A 106, l'indice INSEE se situe, par ailleurs, nettement au-dessus de sa moyenne 100 de référence et à un niveau compatible avec une croissance trimestrielle de l'ordre de 0,5-0,6%. Le redressement le plus net et le plus encourageant est celui de la confiance des ménages français. En juin, après six mois consécutifs de hausse et +14 points en cumulé, elle repasse, à 101, tout juste au-dessus de sa moyenne 100 de référence, pour la première fois depuis avril 2018.



Le signal positif des enquêtes est tempéré par celui plus mitigé des données d'activité disponibles sur avril et mai. Mais d'après notre modèle *nowcast*, que ce soit sur la base des données d'enquêtes comme d'activité, la croissance au T2 est estimée à un petit 0,3% t/t. Cela correspond à notre prévision, qui est aussi celle de l'INSEE tandis que la Banque de France a légèrement abaissé la sienne, de 0,3% à 0,2% t/t. Dans notre scénario, la croissance resterait stable, sur ce rythme de 0,3% t/t, pour le sixième trimestre de suite, quand, pour continuer la comparaison, un chiffre, nul voire légèrement négatif, est attendu en Allemagne (après +0,4% t/t au T1).

■ L'importance du moment

Les perspectives pour les trimestres à venir sont à l'avenant, avec un maintien attendu de la croissance française sur ce rythme de 0,3% t/t. En moyenne annuelle, la croissance atteindrait 1,3% en 2019 et 1,2% en 2020. La clé de voute de cette résistance reste le rebond attendu de la consommation des ménages, dans le sillage de celui de leur pouvoir d'achat. A ce titre, à compter de 2019, l'exception devrait faire place à la règle et la contribution de la consommation des ménages à la croissance dépasser celle de l'investissement total, après deux années à front renversé.

Cependant, l'incertitude sur le rebond de la consommation, plus précisément son ampleur, n'est toujours pas levée. Le redressement de la confiance des ménages est de bon augure mais, pour le moment, les données dures ne suivent pas avec la même vigueur. Nous continuons de penser que ce n'est qu'une question de temps. La réaction de la consommation des ménages à un surcroît de pouvoir d'achat n'est pas immédiate. Et le poids relativement important des dépenses contraintes peu sensibles, voire insensibles, à court terme aux variations du pouvoir d'achat, peut contribuer à ralentir encore les délais de réaction et à atténuer la réaction elle-même³. En revanche, en relâchant la contrainte de revenu, le surcroît de pouvoir d'achat devrait avoir un effet stimulant significatif sur les dépenses compressibles, arbitrables.

Le temps presse toutefois : il ne faudrait pas que ce rebond de la consommation tarde beaucoup plus à se matérialiser, faute de quoi, la croissance attendue ne serait pas au rendez-vous. L'importance du bon *timing* de ce rebond renvoie, plus globalement, à celui des mesures de soutien au pouvoir d'achat. Nous sommes d'avis qu'elles sont mises en œuvre à point nommé et que, combinées aux mesures en faveur des entreprises, leur soutien de la demande intérieure va opportunément amortir, voire plus que compenser, le freinage de la demande extérieure. Le risque existe toutefois que ce soutien tombe, au contraire, à plat. Son effet positif pourrait passer inaperçu, d'autant plus si les vents contraires extérieurs s'avèrent plus forts que prévu, rendant plus difficile la preuve de l'efficacité de la politique économique menée.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com

³ M. Beatriz, T. Laboureau et S. Billot, 2019, *Quel lien entre pouvoir d'achat et consommation des ménages en France aujourd'hui ? Une analyse par catégorie de ménages et par fonction de consommation*, note de conjoncture INSEE, juin

3- Réforme de l'assurance-chômage

Fin 2018, la lettre de cadrage fournie par le gouvernement aux partenaires sociaux pour renégocier l'assurance-chômage avait pour objectif de revoir les règles de cumul entre indemnisation et revenus d'activité, trouver les modalités d'un moindre recours aux contrats courts et dégager entre EUR 1 et 1,3 md d'économies par an sur 2019-2021. Faute d'accord, le gouvernement a repris la main et a présenté sa version de la réforme le 18 juin 2019. Elle compte 12 mesures incitatives et d'accompagnement, tournant autour d'un axe principal : la lutte contre la précarité. Les économies sont estimées à EUR 3,7 mds sur la période. Sur ce total, EUR 350 mns sont alloués au renforcement des moyens de Pôle emploi. Le Premier ministre s'est aussi avancé sur un objectif de diminution de 150 000 à 200 000 du nombre de demandeurs d'emplois d'ici 2021 grâce à cette réforme.

Mesures par ordre chronologique de mise en œuvre

1^{er} novembre 2019

(1) ouverture de l'assurance-chômage aux démissionnaires (avec au moins 5 ans d'ancienneté et un projet professionnel) et (2) aux indépendants en liquidation judiciaire (revenu minimum de EUR 10 000 par an sur les deux années précédant la liquidation).

(3) nouvelle règle d'éligibilité et de rechargements des droits (EUR 2,8 mds d'économies). Aujourd'hui, il faut avoir travaillé au minimum 4 mois au cours des 28 derniers mois pour être éligible ; demain, ce sera 6 mois sur 24. S'agissant du rechargement des droits, il faudra avoir travaillé 6 mois, et non plus 1, pour ouvrir un nouveau droit. L'effet de ce durcissement sur la précarité fait débat (une baisse est possible mais une hausse aussi). Son caractère contra-cyclique doit aussi retenir l'attention puisqu'il réinstalle la règle prévalant avant l'assouplissement de 2009 (6 mois travaillés sur les 22 derniers).

(4) dégressivité des indemnités : -30% à partir du 7^e mois pour les salaires mensuels bruts supérieurs à EUR 4 500, avec un plancher d'indemnisation à EUR 2 261 nets (EUR 210 mns d'économies), sauf salariés âgés de 57 ans ou plus. Cette mesure vise à réduire la durée au chômage des personnes concernées. Celles-ci étant contributrices nettes du système, elle est décriée comme injuste et injustifiée.

1^{er} janvier 2020

(5) bonus-malus sur les cotisations chômage des entreprises de plus 11 salariés dans les sept plus gros secteurs utilisateurs de contrats courts (fabrication de denrées alimentaires, boissons et produits à base de tabac ; activités spécialisées, scientifiques et techniques ; hébergement et restauration ; production et distribution d'eau ; transports et entreposage ; fabrication de produits en caoutchouc et plastique ; travail du bois, papier et imprimerie). Si son taux de fin de contrats donnant lieu à une inscription à Pôle emploi est plus (moins) important que la moyenne sectorielle, l'entreprise paiera un malus (bonus). La cotisation variera entre 3 et 5% (la valeur actuelle est de 4,05%) et s'appliquera sur toute la masse salariale. Bonus et malus s'équilibreront au sein de chaque secteur. Le calcul du taux de séparation s'effectuera sur 3 années glissantes. Les entreprises commenceront à sur- ou sous-cotiser en janvier 2021 en fonction des données de 2020. La limitation actuelle à sept secteurs pose question mais le système pourrait être étendu, après évaluation, à l'ensemble de l'économie. Une taxation forfaitaire de EUR 10 sera également appliquée sur les CDD d'usage.

(6) à (11) nouvelle offre d'accompagnement et de services pour les nouveaux inscrits, les entreprises et les travailleurs précaires.

1^{er} avril 2020

(12) nouveau mode de calcul de l'indemnisation (EUR 700 mns d'économies), sur la base du revenu mensuel moyen et non plus du salaire journalier des jours travaillés. Les indemnités ne pourront être inférieures à 65% du salaire net mensuel moyen ni le dépasser comme cela est possible aujourd'hui. Cela doit désinciter au fractionnement des contrats.

Sources : gouvernement, presse, BNP Paribas



Italie

Reprise timide et scénario en demi-teinte

Si l'Italie est (timidement) sortie de récession au premier trimestre de 2019, c'est surtout grâce à la résistance des exportations, les importations chutant. Sur le fond, l'économie reste déprimée. L'activité est en recul par rapport à son niveau d'il y a un an ; les ménages comme les entreprises se montrent prudents, reportant achats et investissements. Par ailleurs, les enquêtes laissent entrevoir une évolution décevante de l'activité dans les prochains mois, ce qui va compliquer la réalisation des objectifs budgétaires. Le gouvernement italien, qui vient d'approuver un correctif limitant le déficit à 2 % du PIB en 2019, est parvenu à un accord avec la Commission européenne et a pu éviter la procédure disciplinaire.

Au premier trimestre (T1) de 2019, l'économie italienne s'est partiellement redressée, après la légère récession du second semestre 2018. Même si le PIB réel a augmenté de 0,1 % en glissement trimestriel (t/t), le taux de croissance annuel est ressorti négatif (-0,1 %), pour la première fois depuis 2013. La contribution de 0,5 % des exportations nettes est principalement due à la contraction des importations (-1,5 %). Les ventes italiennes à l'international ont progressé de 0,2 % (t/t). Au T1, la contribution de la demande intérieure à la croissance totale s'est élevée à 0,2 % tandis que celle des stocks a été négative de 0,6 %. La valeur ajoutée du secteur de la construction a augmenté de 2,4 % (t/t), en dépit d'une activité toujours déprimée, comme le montre l'évolution des nouveaux permis de construire. La valeur ajoutée du secteur des services a baissé de 0,2 % (t/t), avec une contraction significative dans le secteur financier et celui des professions libérales, tandis que l'industrie manufacturière a enregistré une légère progression.

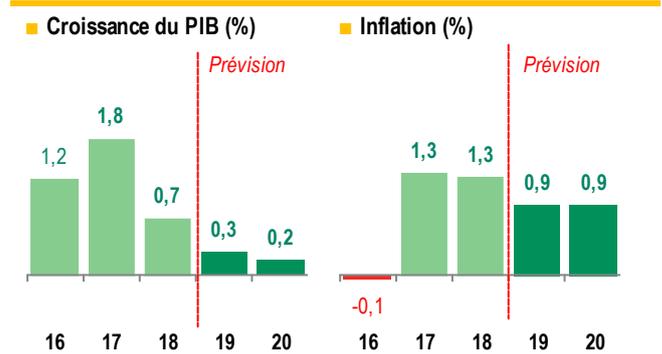
■ Une conjoncture difficile...

Malgré une reprise modeste au T1, les anticipations relatives à l'économie italienne demeurent incertaines. La confiance des chefs d'entreprise s'est détériorée, oscillant autour du niveau le plus bas de ces quatre dernières années. La propension à investir reste faible. Au T1 2019, la hausse de 0,6 % de l'investissement était due à l'augmentation des dépenses dans le secteur du bâtiment, tandis que le secteur des machines-outils et des équipements et celui des moyens de transport s'inscrivaient en retrait, respectivement, de 2,2 % et 5 % (t/t). La production industrielle s'est repliée en mars comme en avril avec un recul plus marqué dans le secteur des machines-outils et des équipements, dans celui des produits métalliques et celui des moyens de transport.

La confiance des ménages italiens est également en berne, ce qui pénalise les dépenses privées malgré des signes d'amélioration sur le marché du travail, le taux de chômage s'étant replié à 9,9 % en mai. Au T1, malgré une progression de 0,9 % du pouvoir d'achat, la consommation n'a augmenté que de 0,1 % (t/t), la propension à épargner des ménages italiens ayant progressé à 8,4 %.

La conjoncture reste donc difficile, ce qui complique la réalisation des objectifs budgétaires. En juin, la Commission européenne a déclaré que l'Italie était exposée à des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Le gouvernement italien, qui a approuvé un correctif du budget 2019, est parvenu à un accord avec la Commission et a évité ainsi une procédure disciplinaire.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

En 2019, le déficit public devrait se situer autour de 2 % du PIB, soit environ EUR 7 mds de moins que dans les estimations précédentes, à la faveur d'une hausse des recettes et d'une baisse des dépenses.

■ ...mais une situation financière des entreprises qui s'améliore sur le fond

Si elles témoignent aujourd'hui d'une conjoncture difficile, les entreprises italiennes ont globalement renforcé leur situation depuis quelques années. En 2018, le ratio d'endettement était d'environ 40 %, en repli de près de neuf points de pourcentage par rapport à 2011. Encouragées par des incitations fiscales, les entreprises ont procédé à de nouvelles et importantes augmentations du capital, tout en réduisant la dette. L'amélioration de la structure financière s'explique également par la sélection sévère opérée pendant la crise, avec la fermeture des entreprises les moins robustes. En 2018, la valeur ajoutée des entreprises a atteint un sommet inédit depuis vingt ans.

Les entreprises ont, par ailleurs, bénéficié d'une baisse des charges d'intérêt, la remontée des rendements des emprunts d'État ne s'étant pas encore répercutée sur le coût du crédit. En 2018, le coût moyen de la dette financière s'établissait à 1 %, contre plus de 6 % en 2008. Les sociétés non financières italiennes ont également bénéficié d'une baisse de la fiscalité, économisant ainsi plus de EUR 20 mds par rapport à 2007. Malgré ces améliorations, le redressement de la rentabilité reste décevant, les coûts de main-d'œuvre ayant davantage augmenté que la valeur ajoutée. Au T1 2019, l'excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée a reculé à 40,7 %.



■ Le tourisme, moteur de l'économie

En 2018, le chiffre d'affaires du tourisme international s'est inscrit à EUR 1 226 mds, en hausse de 2,9 % par rapport à 2017. La part de marché de l'Italie a légèrement progressé, pour atteindre 3,4 %, se classant à la sixième place mondiale, derrière les États-Unis, l'Espagne, la France, la Thaïlande et le Royaume-Uni.

En 2018, les dépenses totales des touristes étrangers en Italie s'élevaient à environ EUR 41,7 mds (+6,5 %, en léger repli après +7,7 % en 2017) tandis que le nombre de touristes a augmenté de 3,7 %. En Italie, la part des recettes du tourisme international dans le PIB est inférieure à la moyenne de l'Union européenne comme de la zone euro. Elles concentrent en effet 2,4 % du PIB italien contre 8 % en Grèce et au Portugal, 5 % en Slovénie et en Espagne. Selon les données de la balance des paiements, les recettes du tourisme international en Italie atteignent environ 40 % des exportations totales de services et 7 % des exportations totales de biens et de services. La balance des voyages, qui est structurellement positive, est ressortie à EUR 16,2 mds. L'excédent de la balance du tourisme en pourcentage du PIB est supérieur à la moyenne européenne et, parmi les principaux pays de la zone euro, il occupe la deuxième place derrière celui de l'Espagne.

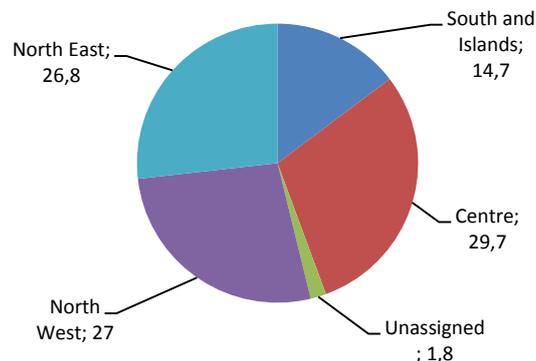
Le secteur du tourisme italien croît depuis la fin de la crise financière internationale. Évaluées aux prix courants, les recettes du tourisme international en 2018 ont augmenté d'environ 50 % par rapport à 2009, tandis que les dépenses touristiques des ressortissants nationaux à l'étranger étaient en hausse de 25 % par rapport à 2009. En 2015 (dernière année pour laquelle ces données sont disponibles), les industries liées au tourisme en Italie ont représenté, dans l'ensemble, 5,9 % de la valeur ajoutée totale du pays.

Les touristes en provenance de la zone euro ont le plus largement contribué à la croissance en 2018, par leur nombre comme par les recettes engendrées. Les dépenses des touristes allemands en Italie ont grimpé de 8,2 % en glissement annuel (g.a.) et celles des touristes français et britanniques, de 9 % et de 17,2 %, respectivement. Ces trois pays ont généré plus d'un tiers des recettes touristiques totales de l'Italie. Hors Union européenne, les États-Unis sont le principal importateur de services touristiques italiens.

Les régions du centre de l'Italie, à plus forte vocation touristique en raison de la présence d'un grand nombre de villes d'art, restent les destinations favorites des touristes étrangers, avec près de 30 % des arrivées totales en 2018. Les régions méridionales et les îles ont attiré 15 % des arrivées totales de touristes étrangers. Malgré les progrès accomplis ces dernières années, il existe toujours, dans ces régions, un écart entre les recettes du tourisme international et le « potentiel touristique » qu'elles représentent. Près des trois quarts du littoral italien et des parcs naturels nationaux sont, en effet, situés dans le sud de l'Italie et dans les îles ; ces régions abritent également un grand nombre de musées et de sites archéologiques.

2- Dépenses des touristes étrangers

En 2018, % du total



Source : calculs BNL sur la base des données de la Banque d'Italie

En 2018, le nombre de voyages d'Italiens à l'étranger s'est élevé à 65,7 millions, soit une dépense de EUR 25,5 mds (+1,8 % et +3,8 %, respectivement, par rapport à 2017). L'augmentation des dépenses des touristes italiens dans les autres pays de la zone euro a été supérieure à la moyenne dans ces trois pays : Grèce, Espagne et Allemagne. Parmi les destinations hors de l'Union européenne, la tendance des dépenses a été particulièrement dynamique en Amérique du Nord et, en particulier, aux États-Unis.

Le secteur italien du tourisme se caractérise par l'existence de petites et micro-entreprises. Selon l'Istat, environ 97 % des entreprises de ce secteur employaient moins de dix personnes en 2016 (contre 95 % pour l'ensemble de l'industrie et des services). Les entreprises de vingt salariés ou plus ne représentent que 0,9 % du total (contre 1,8 % dans l'industrie et les services). Cependant, les chaînes hôtelières multinationales et les autres services touristiques, dont les services de transport, fournis par des sociétés étrangères opérant en Italie, occupent une place importante. Les entreprises étrangères emploient 6,1 % de l'ensemble du personnel du secteur touristique italien et leur part est d'environ 14 % en termes de valeur ajoutée comme de chiffre d'affaires. Sur la période 2012-2016, les entreprises du secteur du tourisme ont enregistré une performance positive : leur valeur ajoutée a augmenté de 12,5 % en termes nominaux contre une variation, pour le secteur des services en général, de +11,2 % et de 8,8 % pour l'industrie et les services dans leur ensemble. L'augmentation de la valeur ajoutée dans le secteur du tourisme s'explique davantage par une baisse notable des coûts que par une augmentation du chiffre d'affaires des entreprises.

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli
simona.costagli@bnlmail.com



Espagne

A la recherche d'une majorité

La croissance espagnole reste vive, mais elle n'est pas pour autant à l'abri du ralentissement européen. Elle devrait ralentir cette année, mais s'établir malgré tout sans difficulté au-dessus de 2% en moyenne annuelle. Vainqueur des élections législatives du mois d'avril, Pedro Sanchez cherche encore la majorité qui le portera à la tête de l'exécutif et lui permettra de former un nouveau gouvernement. Le pays vient officiellement de quitter la procédure européenne pour déficits excessifs. Sans avoir formellement adopté de budget cette année, les autorités visent l'excédent primaire en 2019.

■ Une croissance solide mais qui va ralentir

Comme le laissent présager les enquêtes, la croissance espagnole a fait preuve d'une grande résistance à la dégradation de l'environnement international et au ralentissement européen début 2019. L'activité a même légèrement accéléré en rythme trimestriel, avec un PIB en hausse de 0,7% t/t au T1, au plus haut depuis fin 2017. Sa composition s'est, en outre, révélée favorable, plus équilibrée que nous ne l'attendions. La croissance au T1 a en effet bénéficié d'un net rebond des investissements productifs (+6,8% g.a. au T1 2019), et elle est apparue moins dépendante que nous ne le craignons de la consommation des ménages (+1,4% g.a.) et des investissements résidentiels (+3,8% g.a.), qui restaient toutefois bien orientés.

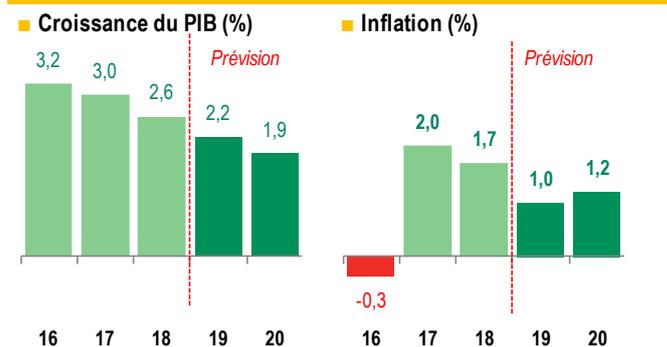
Sur le front extérieur en revanche, la contraction des échanges amorcée au second semestre 2018 s'est poursuivie. Si la baisse des exportations de biens et services (-0,5% g.a.) est contenue par la bonne tenue du tourisme, le repli des importations est de plus en plus marqué (-1,2% g.a.), ce qui limite le creusement de la balance commerciale observé l'an dernier. Au final, la croissance espagnole atteignait encore +2,4% g.a. au T1, contre 1,2% en moyenne dans la zone euro. Les données d'enquêtes les plus récentes montrent qu'un tassement est très probable dès le printemps. Il pourrait se prolonger un peu au cours des prochains trimestres, l'affaiblissement de la confiance s'étendant désormais aux activités de services, et plus seulement à l'industrie manufacturière. Dans l'ensemble toutefois, la croissance de l'activité devrait sans difficultés dépasser 2% en moyenne annuelle en 2019.

Dans ce contexte, les créations d'emplois sont également restées très bien orientées jusqu'ici, en hausse de +2,5% g.a. au T1 2019, au plus haut depuis fin 2017. 2,5 millions d'emplois ont été créés en Espagne depuis le creux de fin 2013. Le taux de chômage, qui vient de s'afficher en deçà de 14% de la population active pour la première fois depuis dix ans, contre un plus haut au-delà de 26% courant 2013, va poursuivre son repli dans les trimestres à venir, un peu plus lentement toutefois. Associées à la faiblesse de l'inflation (qui soutient le pouvoir d'achat des ménages), ces créations d'emplois sont le principal moteur de résistance de la demande intérieure.

■ Quelle majorité pour gouverner ?

Pedro Sanchez est, sans surprise, arrivé en tête des élections législatives anticipées du 28 avril dernier, avec 28,7% des suffrages exprimés. Le parti socialiste espagnol (PSOE) occupera donc 123

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Ralentissement en vue

Indices des directeurs d'achats (points)



Source : Markit

des 350 sièges du Congrès des députés, soit près de deux fois plus que son opposant principal le Parti populaire (66 députés), en fort recul. Celui-ci a vu ses soutiens s'affaiblir au bénéfice du parti de centre-droit Ciudadanos sur son aile modérée (57 sièges), et du parti d'extrême-droite Vox (24 sièges) sur son aile radicale.

Mais ce succès du PSOE n'en est pas forcément un pour la stabilité politique espagnole. Recomposée, cette nouvelle Chambre des députés n'en apparaît pas moins fragmentée que la précédente, avec un parti leader qui ne bénéficie que de 35% des sièges parlementaires¹, contre 39% pour Mariano Rajoy et le Parti

¹ Le PSOE bénéficie en revanche de la majorité absolue au Sénat où la plupart des sénateurs sont élus au scrutin majoritaire.



populaire dans la foulée des élections de 2016. Dans ce contexte, Pedro Sanchez a patiemment attendu la tenue des élections européennes et, surtout, municipales et locales pour entamer les négociations nécessaires à la formation d'un nouvel exécutif. Celles-ci ont notamment montré que les instances dirigeantes du parti Ciudadanos, avec lequel une coalition majoritaire serait numériquement possible, était bien décidées à s'installer dans un rôle d'opposant au côté du Parti populaire et prêtes, dans certains cas, à soutenir des exécutifs locaux bénéficiant également du soutien Vox.

À gauche, aucune coalition majoritaire n'est possible sans le soutien du groupe de la gauche républicaine, qui abrite les élus indépendantistes catalans d'ERC. Dans ce contexte, Pedro Sanchez préférerait apparemment former un gouvernement minoritaire sur le seul parti socialiste, capable de s'appuyer sur des soutiens variés en fonction des sujets. Ce projet se heurte toutefois à la volonté de Podémos d'intégrer le gouvernement au sein d'une coalition formalisée avec le parti socialiste. A ce stade, la question n'est pas tranchée et les deux formations discutent d'un gouvernement « de coopération ». Un premier vote d'investiture est programmé le 23 juillet, mais il n'est pas exclu que les négociations s'étendent au-delà de la pause estivale². Malgré sa victoire électorale, le futur gouvernement de Pedro Sanchez, s'il parvient à le former, devra probablement s'appuyer sur une coalition aussi fragile que celle qui a soutenue, un temps, l'exécutif précédent.

■ **Un déficit en baisse, malgré l'absence de budget pour 2019**

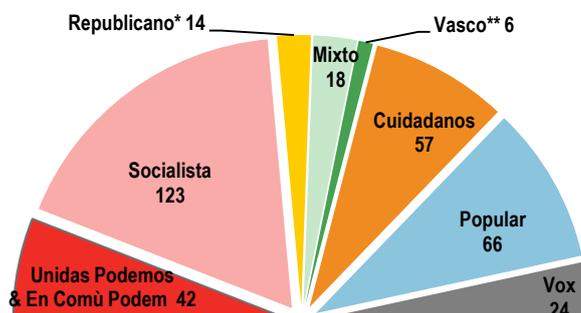
Rappelons que c'est justement sur le constat qu'il n'était pas en mesure de faire adopter un budget pour 2019 par la précédente assemblée que Pedro Sanchez a convoqué les élections anticipées qui viennent de s'achever. Dans l'attente, le budget pour 2018 est automatiquement reconduit en 2019, additionné d'une série de mesures adoptées par décret, notamment en décembre 2018.

Du côté des dépenses, il s'est agi de valider une augmentation générale des retraites (+1,6%) largement supérieure au minimum légal de 0,25%, ainsi qu'un renforcement des dépenses sociales (extension du congé paternité, amélioration de l'indemnisation des chômeurs âgés, coup de pouce aux petites retraites, etc.) et locales, pour un total d'environ 0,4 point de pourcentage (pp) de PIB selon le programme de stabilité transmis à Bruxelles, financé par une hausse des recettes (hausse des cotisations sociales et de certaines taxes) un peu supérieure (0,5 pp). Au total, la politique budgétaire serait donc très légèrement restrictive cette année selon les autorités, quasiment neutre selon la Commission européenne. Cette année encore, la réduction du déficit sera donc assurée par la croissance économique et le recul des intérêts versés. Estimé à 0,1 pp par rapport à 2018 (la charge d'intérêt passant de 2,5% du PIB à 2,4%), celui-ci pourrait même être un peu plus important qu'anticipé au vu des derniers développements, le taux souverain

² Lors de ce premier tour, un vote de confiance des députés à la majorité absolue est requis. En cas d'échec, un nouveau vote est organisé deux jours plus tard, où seule la majorité simple est requise. Si, dans les deux mois qui suivent ce premier scrutin, aucun candidat n'a obtenu l'investiture du Congrès, de nouvelles élections seront organisées.

3- A la recherche d'une majorité

Groupes politiques au sein du congrès des députés à l'issue des élections du 28 avril 2019, en nombre de sièges



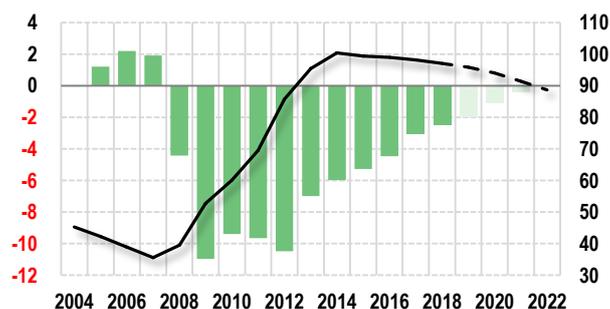
* élus nationalistes catalans d'ERC
** élus nationalistes basques du PNV

Source : Wikipedia

4- Prévisions budgétaires

En % du PIB

■ solde budgétaire, — ratio de dette publique



Sources : Commission européenne, Programme de Stabilité 2019-2022

espagnol à 10 ans s'affichant en repli marqué au cours des dernières semaines, à 0,4% fin juin. Au total, l'exécutif pense être en mesure d'équilibrer le solde primaire des finances publiques espagnoles en 2019, le déficit public d'ensemble s'établissant autour de 2% du PIB, contre 2,5% en 2018. Dans le programme de stabilité envoyé à Bruxelles au printemps (réalisé par le gouvernement intérimaire sortant), les autorités prévoient de renforcer les mesures d'ajustement structurelles sur l'ensemble de la programmation budgétaire 2019-2022 (pour un montant cumulé de 1,5 pp de PIB en 4 ans), et d'équilibrer les finances publiques à l'horizon 2022 (graphique 4). Pour 2020, des mesures d'économies à hauteur de 0,5 pp de PIB³ ont déjà été annoncées mais il n'est pas certain que le gouvernement minoritaire ou la coalition à venir seront en mesure de les faire adopter.

Frédérique CERISIER
frederique.cerisier@bnpparibas.com

³ Dont une réforme de l'IS pour limiter optimisation fiscale des grands groupes et baisser le taux appliqué aux PME (0,1 pp), une taxe sur les transactions financières (0,1pp), une taxe sur les revenus des activités numériques (0,1pp), et des mesures contre l'évasion fiscale (0,1).

Pays-Bas

Retour de la croissance vers son potentiel

La croissance du PIB ralentit sous l'effet du fléchissement du commerce mondial. Cependant, l'économie se maintient bien au-dessus de son rythme potentiel. Portée par une solide croissance du revenu disponible et une politique budgétaire expansionniste, la demande intérieure reste en effet vigoureuse. Sans majorité au Sénat, le gouvernement doit compter sur les partis de l'opposition pour faire passer de nouvelles lois ; une crise gouvernementale n'est pas, pour autant, imminente. La croissance du PIB devrait décélérer à un niveau proche de son niveau potentiel en 2019 et en 2020, mais le marché du travail restera probablement tendu.

■ L'économie affiche une belle santé

La croissance annuelle du PIB a progressivement reculé, passant de 3 % au S1 2018 à 1,7 % au T1 2019. Cette tendance s'est probablement poursuivie au T2, l'indicateur du cycle conjoncturel CBS étant orienté à la baisse depuis la mi-2018. Cependant, l'économie, qui se maintient bien au-dessus de son potentiel, affiche toujours une belle santé. Le taux de chômage ayant reculé à moins de 3,5 %, les pénuries de main-d'œuvre ont augmenté.

Les entreprises manufacturières ont néanmoins revu à la baisse leurs anticipations de production. En effet, avec le ralentissement du commerce mondial, la production diminue et les carnets de commandes se tassent. En avril, la production industrielle était en baisse de 1 % par rapport à 2018. De plus, la confiance des industriels est à son plus bas niveau depuis 2016.

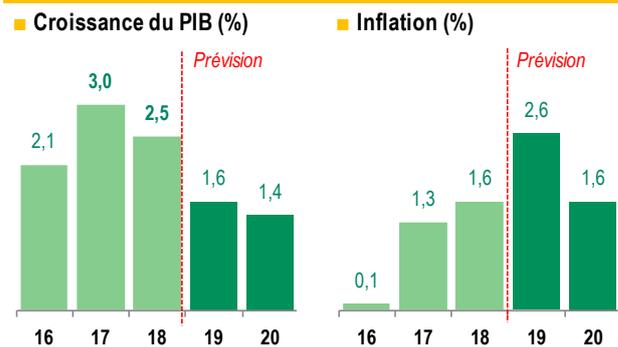
■ Le gouvernement a perdu la majorité au Sénat

Les finances publiques sont au beau fixe. En 2018, l'excédent budgétaire est ressorti à 1,5 % du PIB et le ratio dette-PIB s'est replié à moins de 50 %. Le gouvernement a ainsi pu mener une politique budgétaire expansionniste, qui a néanmoins été plus limitée que prévu. La mise en œuvre d'importants programmes de dépenses en matière d'infrastructures et de défense a pris des retards considérables.

La coalition de centre-droit n'est pas en bonne posture dans les sondages et pourrait perdre près d'un tiers de ses sièges si une élection devait avoir lieu. Après de sévères revers aux élections locales, le gouvernement a déjà perdu la majorité à la chambre haute. Même si le Sénat ne peut pas obliger le gouvernement à démissionner, il peut bloquer le processus législatif. La coalition est ainsi contrainte de négocier avec les partis de l'opposition pour éviter le blocage. Même si le gouvernement n'a qu'une faible majorité à la deuxième chambre du Parlement, une crise politique n'est pas, pour autant, imminente.

Récemment, la loi sur le climat a été adoptée à une écrasante majorité par les deux chambres du Parlement. L'objectif ultime de ce texte de loi est de réduire les émissions de gaz à effet de serre de 95 %, à l'horizon 2050, par rapport à leur niveau de 1990. Néanmoins, la loi ne précise pas les mesures à mettre en œuvre pour atteindre cet objectif, ni les sanctions applicables en cas de non-respect de ses dispositions.

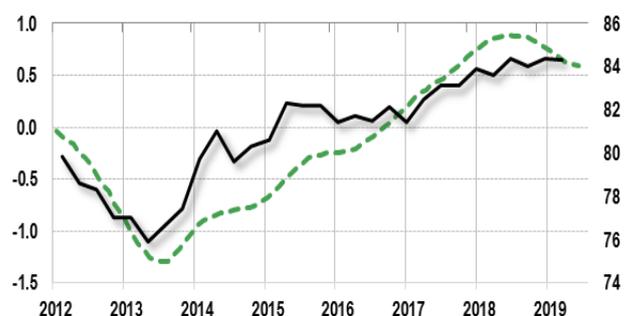
1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Affaiblissement de la conjoncture

- Courbe synthétique de conjoncture (CBS)
- Taux d'utilisation des capacités (é.d.)



Sources : Bureau central des statistiques (CBS) et Commission européenne

■ Les vents contraires ralentissent la croissance

Le ralentissement du commerce international entraîne un fléchissement de l'économie. La croissance devrait néanmoins se maintenir à un niveau proche de son potentiel grâce à une forte progression des dépenses de consommation, portée par une solide augmentation du revenu disponible et une politique budgétaire expansionniste. Le marché du travail va rester tendu. Après avoir atteint 2,6% en 2019, sous l'effet de la hausse du taux de TVA réduit de 6 % à 9 %, l'inflation devrait reculer à 1,6 % en 2020.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



Belgique

Stabilisation de la croissance grâce à la consommation

La croissance économique va rester stable au cours des prochains trimestres. L'augmentation de la pénurie de main-d'œuvre et la baisse de la contribution nette des échanges extérieurs pèsent sur les perspectives. Comme par ailleurs les incertitudes au plan international (guerre commerciale, Brexit) et national (pourparlers en vue de former un gouvernement) ne sont pas près de se dissiper, le scénario de base que nous retenons est celui d'une croissance inférieure au taux potentiel jusqu'en 2020.

La croissance du PIB est ressortie à 0,3 % à peine au premier trimestre de cette année, un taux compatible avec notre prévision de 1,0 % pour 2019. La faiblesse persistante du chômage encourage la consommation privée. Mais la croissance de la demande intérieure ne compenserait qu'en partie la baisse de la contribution des exportations nettes.

■ Priorité aux créations d'emplois

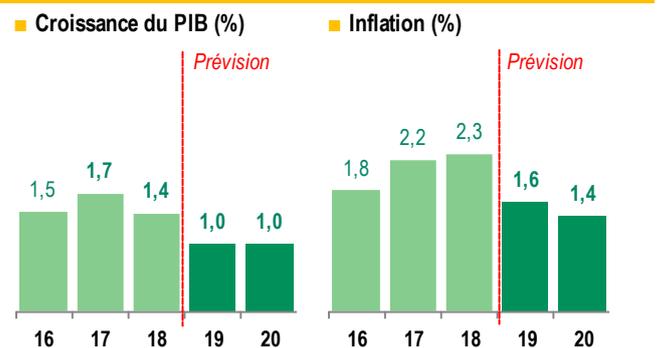
Le taux de chômage est orienté à la baisse depuis de nombreuses années. Au début de la législature, le gouvernement Michel-I, une coalition désormais minoritaire depuis le départ de son principal parti à la fin de l'année dernière, avait fait de la création d'emplois une priorité absolue. Depuis, le taux de chômage a reculé, passant de 8,5 % aux environs de 5,5 % au cours du dernier semestre. Les tensions se renforcent néanmoins sur le marché du travail, les entreprises ayant du mal à pourvoir les postes vacants. Le taux de vacance d'emploi (mesuré par la proportion de postes vacants par rapport au nombre total d'emplois) se situe à plus de 4 % depuis le début de 2017, un niveau bien supérieur à celui de la moyenne de l'UE-28, qui s'établit à 2,5 %. Selon une étude récente, réalisée par la Banque nationale de Belgique (BNB), cette situation s'explique par deux facteurs principaux : la pénurie grandissante de main-d'œuvre qualifiée et une faible mobilité géographique, en particulier, de la Wallonie francophone, au sud, vers les Flandres, au nord.

D'après les prévisions de la BNB, les coûts salariaux horaires dans le secteur privé vont augmenter en moyenne de 2,3 % par an au cours des trois prochaines années. Cette évolution marque la fin d'une période pendant laquelle le gouvernement Michel-I a profité d'une politique active de maîtrise des coûts. Le gel temporaire du mécanisme d'indexation des salaires sur l'inflation a largement contribué à réduire l'écart avec le reste de l'Union européenne en termes de coûts salariaux unitaires. La Banque nationale de Belgique ne s'attend toutefois pas à ce que la hausse du coût du travail soit répercutée sur les prix, ce qui pèsera sur les taux de marge et pénalisera la compétitivité de la Belgique, à un moment où le commerce mondial fait face à de graves incertitudes.

La contribution du commerce extérieur à la croissance sera inférieure à celle de 2018 car, outre le ralentissement de la croissance des exportations, la consommation privée devrait entraîner une hausse des importations. La balance courante resterait déficitaire, quoique très légèrement.

L'investissement est attendu en décélération, dans le sillage de la baisse des taux d'utilisation des capacités. En revanche, les

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

dépenses publiques devraient augmenter plus rapidement que l'année dernière, portées par le projet d'infrastructure autour de la ville d'Anvers.

La plus forte contribution à la croissance sera celle apportée par la consommation privée. Le taux de chômage, à un plus bas record, et les effets positifs du déplacement de la fiscalité liée aux revenus du travail vers d'autres sources (*Tax shift*) sont de nature à soutenir les dépenses des ménages. Le repli temporaire du troisième trimestre 2018 s'explique principalement par la baisse des dépenses en biens durables, notamment due à un durcissement des procédures de test d'émissions automobiles. Par ailleurs, selon les prévisions de la BNB, le seuil d'indexation des salaires sera atteint en janvier. Résultat, de nombreux fonctionnaires et autres employés vont bénéficier de hausses salariales. Le revenu disponible réel des ménages devrait progresser de 5 % au cours des trois prochaines années. Compte tenu d'une croissance démographique (limitée), cela devrait se traduire par une hausse du pouvoir d'achat par habitant de 3,5 % sur la même période.

Suite aux élections fédérales du mois de mai, les négociations sur la formation d'un gouvernement pourraient traîner en longueur, constituant ainsi un important facteur de risque. Comme la durée moyenne des cinq dernières périodes de formation d'un gouvernement a été d'environ six mois, on peut supposer que le nouveau gouvernement fédéral sera constitué, au plus tôt, à la fin de cette année.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



Grèce

Une nouvelle majorité aux commandes

La reprise économique se poursuit. La croissance accélère et s'établit pour l'instant dans la partie basse de la fourchette des attentes. Après quatre années et demie au pouvoir, Alexis Tsipras passe les commandes à Kyriakos Mitsotakis, chef de file du parti de centre-droit Nouvelle démocratie, qui était en tête des sondages depuis 2016. Le nouveau Premier ministre ne devrait pas remettre en cause la trajectoire assignée aux finances publiques à la sortie du programme de financement européen.

■ La reprise, en dépit du ralentissement européen

La reprise économique se poursuit, et reste, à ce stade, globalement en ligne avec le scénario des créanciers et des institutions internationales. Après 1,4% en 2017, la croissance a accéléré à 1,9% en 2018, s'établissant ainsi dans la partie basse des anticipations, qui tablent sur une croissance annuelle comprise entre 2% et 2,5% au cours des années qui suivront la fin du programme d'ajustement. L'an dernier, l'activité a été principalement tirée par le rebond des exportations de biens et services et par la forte croissance de la consommation privée. Fin 2018 et début 2019, ces deux moteurs ont toutefois ralenti et ramené la croissance du PIB à 1,3% g.a. au T1 2019. Les enquêtes suggèrent également que le climat des affaires et la confiance restent bien orientés mais ils ne se sont plus améliorés au printemps.

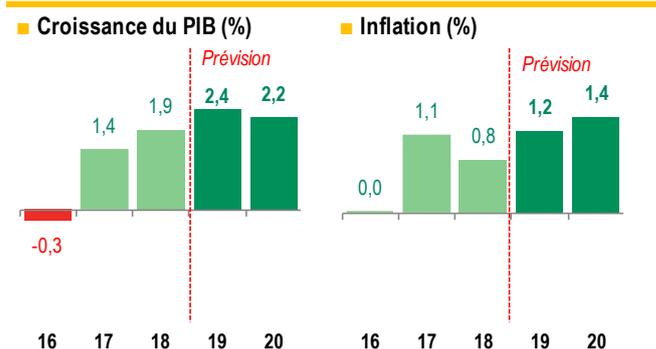
Il est toutefois probable que le soutien des ménages à la croissance se maintienne, voire se renforce, au cours des prochains trimestres. La croissance de leur pouvoir d'achat est en effet soutenue par celle de l'emploi (2,1% g.a. en mars) et par la faiblesse de l'inflation (0,6% en mai). Au cours des prochains trimestres, les revenus bénéficieront également de l'augmentation des salaires minimums (10,9%), mise en place début 2019 malgré le taux de chômage toujours très élevé (18,1% en mars), et d'un ensemble de mesures en faveur des ménages prises par le gouvernement Tsipras début mai, à quelques jours des élections européennes. Freinée par le ralentissement conjoncturel européen, la contribution du commerce extérieur devrait diminuer quelque peu, malgré les bonnes performances attendues du tourisme. Portée par des effets de rattrapage puissants, la croissance devrait s'établir au-dessus de 2% en moyenne au cours des prochaines années. Pour 2019, notre prévision de hausse du PIB de 2,4% est toutefois assortie d'un risque clairement baissier.

■ Alternance politique

À la suite des mauvaises performances de son parti aux élections européennes et locales¹, Alexis Tsipras s'est résolu à convoquer les élections législatives anticipées du 7 juillet dernier. Sans surprise, elles ont été assez largement remportées par le parti de centre-droit Nouvelle Démocratie (ND) avec un peu moins de 40% des

¹ En outre, son gouvernement avait perdu la majorité parlementaire début 2019 après le retrait de son partenaire dans la coalition, le parti des Grecs indépendants, pour protester contre l'accord de changement de nom conclu avec la République de Macédoine du Nord.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

suffrages², presque 32% à Syriza. Compte tenu de la prime électorale de 50 députés accordée au parti vainqueur, son leader, Kyriakos Mitsotakis, devrait disposer d'une majorité absolue relativement confortable à la Vouli, le Parlement grec.

Alors que, dans son dernier rapport de surveillance, la Commission européenne a fait part d'une certaine inquiétude quant à la taille et à la composition du paquet fiscal mis sur pied par le précédent gouvernement³, le raccourcissement de la période pré-électorale a permis de limiter la pression et les risques qu'une campagne fait peser sur les finances publiques. La plate-forme électorale de ND mettait l'accent sur l'allègement de la bureaucratie et la baisse des taxes, mais sans remettre en cause la trajectoire budgétaire élaborée à la sortie du programme de financement sous la pression des créanciers, et la nécessité de s'y conformer. De fait, l'excédent budgétaire grec a encore augmenté en 2018 pour atteindre 1,1% du PIB. Au même moment, le ratio d'endettement a culminé à 181,8% du PIB (EUR 334,6 mds), et devrait entamer une décrue, qui promet d'être longue, à compter de 2019. Le retour progressif de l'État grec sur le marché des capitaux est en cours, avec déjà deux émissions cette année à 5 et à 10 ans, pour un total EUR 5 mds. Dans un environnement favorable à la baisse des taux européens, les taux grecs à 10 ans étaient proches de 2,5% fin juin, en baisse d'environ 200 points de base depuis le début de 2019.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com

² Résultats provisoires le 08 juillet 2019.

³ Son coût pour les finances publiques est estimé à 0,6% du PIB par le gouvernement grec, mais il serait plus près de 1% selon la Commission européenne.



Royaume-Uni

Actualité du Brexit

Le Brexit aura été la cause de trente-sept démissions au sein du gouvernement chargé de le mettre en œuvre, la dernière en date étant celle de la première ministre elle-même, Mme Theresa May. Ayant échoué par trois fois à faire ratifier par son Parlement l'Accord de retrait, celle-ci n'a eu d'autre choix que de demander un report du Brexit, puis finalement de se retirer. Restent en lice pour lui succéder les ancien et actuel ministres des Affaires étrangères, Boris Johnson et Jeremy Hunt. Alors que l'un prétend pouvoir se passer d'un accord et déclencher le Brexit après le 31 octobre 2019 (nouvelle date butoir), l'autre envisage un délai supplémentaire pour négocier et, finalement, obtenir un retrait ordonné.

La vigueur relative de l'économie britannique au premier trimestre de 2019 (où le PIB a crû de 2% en rythme annuel) ne doit pas faire illusion. Le rebond s'est d'abord nourri d'une intense activité de stockage, en prévision d'un Brexit qui n'a finalement pas eu lieu, et s'est inscrit à contre-courant des enquêtes auprès des chefs d'entreprise, plus pessimistes. Sur le fond, la tendance n'est pas bonne. Les flux d'investissements directs étrangers se sont inversés et indiquent des sorties nettes ; le déficit commercial s'est creusé ; la livre ne s'est pas redressée (graphique 1). Par ailleurs, les flux migratoires en provenance de l'Union européenne (UE) se sont raréfiés (moins de 60 000 entrées nettes recensées en 2018, soit l'étiage de 2009), ce qui pèse sur l'immobilier. Qu'il s'agisse de l'ancien ministre des Affaires étrangères, Boris Johnson, ou de son successeur, Jeremy Hunt, pour succéder à Theresa May, le futur Premier ministre britannique héritera d'une conjoncture dégradée ; il aura, en outre, très peu de temps pour agir, la nouvelle date butoir fixée pour le Brexit étant le 31 octobre 2019.

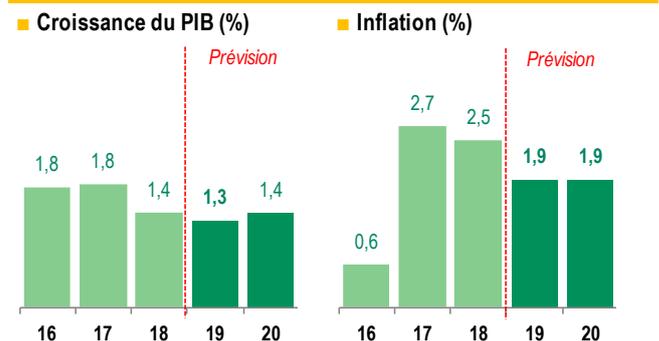
■ Un changement de Premier ministre, mais pour quoi faire ?

Ayant déjà déclaré que, suite au Brexit, le Royaume-Uni aurait, « le beurre et l'argent du beurre » du marché unique, le candidat Boris Johnson se fait fort d'obtenir des vingt-sept chefs d'Etat ou de gouvernement de l'UE (ci-après, les 27), de nouvelles conditions de sortie, plus avantageuses pour son pays.

Les chances qu'il y parvienne sont voisines de zéro. En acceptant de reporter au 31 octobre 2019 la date du Brexit, les 27 ont été clairs sur le fait que l'accord de retrait conclu avec Mme May en novembre 2018 ne serait pas renégocié. Cela concerne notamment la question du *backstop* nord-irlandais¹ qui achoppe côté britannique mais garantit, côté européen, l'intégrité du marché unique. Si une (petite) marge de réécriture existe concernant la Déclaration politique (qui n'est pas juridiquement contraignante et fixe le cap pour l'après Brexit), le futur Premier ministre ne peut guère escompter soumettre à la Chambre des communes autre-chose que l'accord existant.

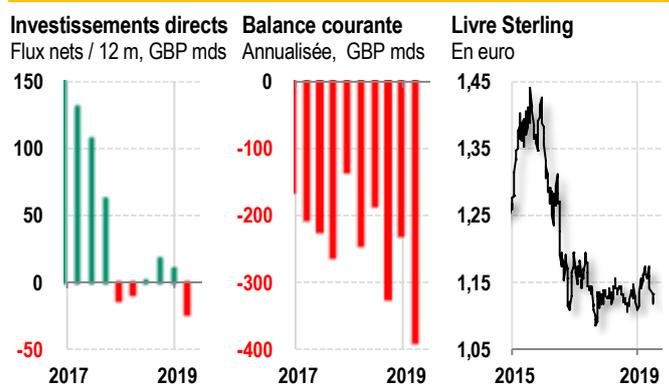
¹ L'Accord de retrait prévoit que, une fois le Royaume-Uni sorti de l'Union européenne et afin d'éviter la réintroduction d'une frontière physique entre les deux Irlande, un filet de sécurité ou « *backstop* » s'applique à l'Irlande du Nord. Aux termes de l'accord et le temps de parachever le cadre de la « relation future » celle-ci devra temporairement maintenir avec l'UE une union douanière ainsi qu'un alignement complet des normes (juridiques, techniques, environnementales, etc.).

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Mauvaises pentes



Sources : ONS, Refinitiv

Or, celui-ci ayant déjà été rejeté par trois fois, une ratification avant la date du 31 octobre apparaît très peu probable, surtout dans la configuration actuelle, où le Parti unioniste irlandais joue les arbitres et empêche tout compromis.

Lucide, Jeremy Hunt fait le constat que le Royaume-Uni n'est pas, aujourd'hui, en mesure d'acter les termes du divorce avec l'UE. Il milite pour un nouveau report du Brexit qui, s'il devait être Premier ministre, n'interviendrait pas avant 2020. Face à lui, Boris Johnson s'engage à ce que le retrait ait lieu le 31 octobre à minuit, devrait-il se passer d'un accord.



Un simple aperçu des complications réglementaires et tarifaires découlant d'un *no deal* suffit pourtant à convaincre qu'une telle option, même assortie de mesures de sauvegarde (continuité des activités de paiements et de compensation, extension temporaires des licences, etc.) serait économiquement la pire pour le Royaume-Uni (encadré 4). D'après une estimation récente du NIESR², elle provoquerait une perte cumulée de 5 points de PIB à l'horizon 2021. Au plan politique, un *no deal* aurait, en outre, d'énormes difficultés à passer, cela pour deux raisons.

D'abord parce qu'il n'est pas sûr qu'une majorité de Britanniques y soient favorables. Certes, lors des élections européennes du 23 mai, un bon tiers des électeurs a voté pour les partis extrémistes du Brexit ou pour l'indépendance du Royaume-Uni (UKIP), réfractaires à l'UE et prônant une rupture radicale avec celle-ci. Mais face à eux, les différentes formations pro-européennes (Libéraux Démocrates, Verts, Change UK, Parti national écossais) ont recueilli davantage de voix (6,7 millions au total, soit 40% des suffrages). Sanctionnés pour leur indécision, les partis travailliste et conservateur rallient moins d'un électeur sur quatre et ressortent grands perdants du scrutin (graphique 3). Les élections européennes montrent donc un paysage morcelé, mais délivrent aussi un message important : au Royaume-Uni, les partisans d'un Brexit dur (sans accord avec l'UE), s'ils sont nombreux, n'en sont pas moins minoritaires

Ensuite parce que la Chambre des communes a elle-même signifié, lors d'un vote indicatif qui s'est tenu le 14 mars, qu'elle s'opposerait à un *no deal* en toute circonstance. Un Premier ministre qui voudrait tenter le saut dans le vide aurait ainsi de fortes chances d'être mis en minorité, suite à un vote de défiance. Il lui resterait comme ultime option de proroger la session parlementaire au-delà du 31 octobre minuit, arguant de l'impératif de négocier avec les partenaires de l'UE jusqu'à la dernière minute³. Un *hard Brexit* interviendrait alors par défaut, mais dans un trouble politique tel que la question de sa viabilité, en même temps que celle de la tenue d'élections générales anticipées, se poserait aussitôt.

■ Vers des élections anticipées ?

En effet, si la Chambre des communes n'est pas en mesure de ratifier l'accord de retrait mais qu'elle s'oppose aussi à un *no deal*, seul son renouvellement paraît offrir une chance de sortir de l'impasse. Aussi la question est-elle moins de savoir si, mais quand et à quelles conditions, des élections générales anticipées peuvent se tenir. Si la date butoir du 31 octobre paraît trop proche, les Vingt-Sept accepteraient sans doute de la repousser au motif que des élections générales au Royaume-Uni peuvent changer la donne et permettre de progresser vers un retrait ordonné, voire de reposer la question du Brexit.

Jean-Luc Proutat

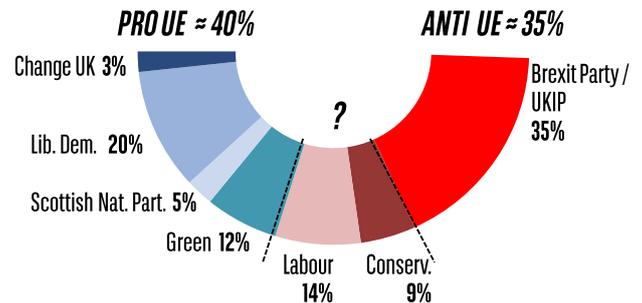
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

² National Institute of Economic and Social Research (2019) "Modelling the Short- and Long-run impact of Brexit" NiGEM Observation n° 14, May 31.

³ Cf. point de vue exprimé par l'ancien député conservateur Nick Boles, et repris par le site du Guardian en date du 29 mai 2019.

3- Paysage fracturé

Résultats des élections européennes du 23 mai (% de votes exprimés)



Source : Presse

4- Conséquences réglementaires et tarifaires découlant d'un *no deal* (liste non exhaustive)

« Si le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord de retrait [...] il sera considéré comme un pays non membre de l'UE aux fins des procédures douanières à la date de son retrait. [...] Les relations commerciales avec le Royaume-Uni seront régies par les règles générales de l'OMC. »

Cela signifie en particulier que :

- des formalités douanières s'appliqueront, des déclarations devront être déposées et les autorités douanières pourront exiger le dépôt de garanties pour les dettes douanières potentielles ou réelles;
- des droits de douane s'appliqueront aux marchandises introduites sur le territoire de l'UE en provenance du Royaume-Uni, sans préférences;
- des interdictions ou des restrictions pourront également s'appliquer à certaines marchandises introduites sur le territoire de l'UE en provenance du Royaume-Uni ;
- les licences d'importation et d'exportation délivrées par le Royaume-Uni ne seront plus valables dans l'UE ;
- les autorisations de statut d'opérateur économique agréé (OEA) délivrées par le Royaume-Uni ne seront plus valables dans l'UE ;
- les États membres imposeront une TVA à l'importation sur les marchandises entrant sur le territoire de l'UE depuis le Royaume-Uni.
- les règles relatives à la déclaration et au paiement de la TVA vont changer;
- les mouvements de marchandises vers le Royaume-Uni nécessiteront une déclaration d'exportation. Les mouvements vers le Royaume-Uni de produits soumis à accise pourront également nécessiter un document administratif électronique.

Source : Commission européenne, notes d'orientation et lignes directrices sur le Brexit (extraits)



Suède

Ralentissement de la croissance

La croissance du PIB, robuste en 2018, devrait s'inscrire en baisse cette année. Le ralentissement de la croissance, qui touche les principaux partenaires commerciaux de la Suède, aura un effet négatif sur la dynamique des exportations, et le rythme modéré des créations d'emplois pèsera sur la consommation des ménages. Toutefois la diminution de l'investissement résidentiel devrait le plus fortement obérer la croissance de l'activité au cours des prochains mois. Le taux d'inflation s'approchera de la cible de 2% de la banque centrale d'ici la fin d'année, mais celle-ci devrait maintenir une politique monétaire accommodante au cours des prochains mois en raison des incertitudes entourant l'évolution de la situation économique.

L'économie suédoise bénéficie d'un fort acquis de croissance du PIB pour 2019 grâce à une croissance de respectivement 1,2% t/t et 0,6% t/t au T4 2018 et T1 2019. Le taux de croissance du PIB, robuste entre 2014 et 2018, devrait toutefois s'inscrire en nette baisse cette année. De 2,3% en 2018, il devrait atteindre 1,8% en 2019 et un niveau comparable l'année suivante, soit un rythme inférieur à son potentiel, de 2,1% g.a. en 2019 selon l'OCDE.

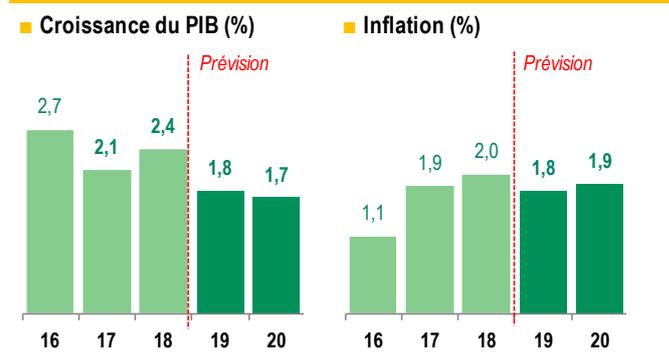
■ Une croissance obérée par la diminution de l'investissement résidentiel

Le ralentissement de la croissance au sein de la zone euro, en Norvège et aux Etats-Unis, les principaux partenaires commerciaux de la Suède, aura un effet négatif sur la dynamique des exportations au cours des prochains trimestres. L'ouverture de l'économie suédoise l'expose par ailleurs aux risques que font peser sur le commerce mondial les tensions commerciales entre les Etats-Unis et leurs partenaires commerciaux. De même, l'incertitude quant aux effets du Brexit, dont les modalités doivent encore être définies, sur le Royaume-Uni et le reste de l'Union européenne demeure. L'investissement en machines et biens d'équipement pâtira du ralentissement des exportations et de l'inquiétude des chefs d'entreprise, croissante selon les enquêtes de confiance. L'investissement résidentiel, qui souffre depuis l'été 2018 de la morosité du marché immobilier, continuera pour sa part à obérer la croissance au cours des prochains mois, après l'avoir fortement soutenue entre 2014 et 2017.

Le rythme de croissance de la consommation privée devrait également ralentir en 2019. Le revenu disponible des ménages ne devrait en effet que légèrement progresser. Les salaires augmenteront probablement à un rythme légèrement plus soutenu. Le taux d'emploi a atteint un niveau historiquement élevé, et les tensions sur le marché du travail se sont accentuées au cours des derniers mois, la qualification des personnes actuellement sans emploi étant davantage en inéquation avec les postes à pourvoir. Toutefois, le rythme des créations d'emplois devrait ralentir en raison d'une croissance moindre de l'activité.

Le léger repli du taux de croissance des prix à la consommation sera par ailleurs temporaire. Le taux d'inflation, de 2,1% g.a. en mai, devrait en effet légèrement diminuer jusqu'à l'automne en raison d'une progression plus modérée des prix de l'énergie cette année. Il devrait ensuite se rapprocher progressivement de sa cible de 2%. Les effets de base liés aux prix de l'énergie devraient en effet s'estomper. L'accélération des prix des aliments et des loyers, ainsi

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

que la dépréciation passée de la couronne suédoise, devraient également exercer des pressions haussières sur les prix à la consommation. Enfin, la progression, même modérée, des salaires devraient soutenir l'augmentation des prix à la consommation. La banque centrale de Suède, la Riksbank, qui a ramené son taux directeur de -0,5% à -0,25% en décembre 2018, devrait maintenir une politique monétaire accommodante. La Riksbank préfère en effet consolider la croissance de l'activité et des prix à la consommation. Elle souhaite par ailleurs ne pas fragiliser des ménages fortement endettés.

Le ralentissement de la croissance ainsi que de nouvelles politiques budgétaires expansionnistes pèseront sur l'excédent budgétaire en 2019, déjà en baisse en 2018 en raison d'une hausse des dépenses publiques. En effet, la Suède prévoit de réduire les cotisations sociales patronales et d'accroître ses dépenses dans le domaine de l'éducation, des services sociaux et de l'environnement. Elle continuera néanmoins à afficher un excédent budgétaire proche de 0,5% du PIB cette année (après +0,9% et +1,4% du PIB respectivement en 2018 et 2017). De même, le processus de réduction du ratio de la dette publique par rapport au PIB devrait se poursuivre. Celle-ci, de 38,8% en 2018, devrait se rapprocher de la limite de 35% que la Suède s'est imposée à partir de 2019, grâce à un excédent primaire, de bas taux d'intérêt et à une hausse du PIB nominal.

Catherine Stephan

catherine.stephan@bnpparibas.com



Danemark

Une croissance stable

Le Danemark, une petite économie ouverte, devrait pâtir du tassement de la croissance chez ses principaux partenaires commerciaux au cours des prochains trimestres. La consommation des ménages demeurera le principal moteur de la croissance grâce aux créations d'emplois, aux hausses de salaires et à une inflation modérée. L'augmentation des prix à la consommation, de seulement 0,7% g.a. en mai, restera en effet contenue. L'économie danoise devrait par ailleurs bénéficier d'une politique monétaire accommodante au cours des prochains trimestres, cette dernière dépendant de celle menée par la Banque centrale européenne.

Le Danemark, dont le PIB a progressé de respectivement 2,3% et 1,5% en 2017 et 2018, devrait afficher une croissance du PIB moins heurtée en 2019. L'exportation d'un brevet au premier trimestre 2017 avait, en effet, fortement affecté le profil du PIB danois¹ en 2017 et 2018. Le Danemark devrait également atteindre une dynamique de croissance relativement soutenue malgré une conjoncture internationale moins favorable. Le PIB, en hausse de 0,1% t/t au T1 2019, devrait croître de près de 1,7% cette année et en 2020, soit à un rythme proche de celui affiché, en moyenne, en 2017 et 2018 (de +1,9%) et de son potentiel de croissance (de 1,6% en 2019 selon l'OCDE).

■ Une croissance soutenue par la consommation

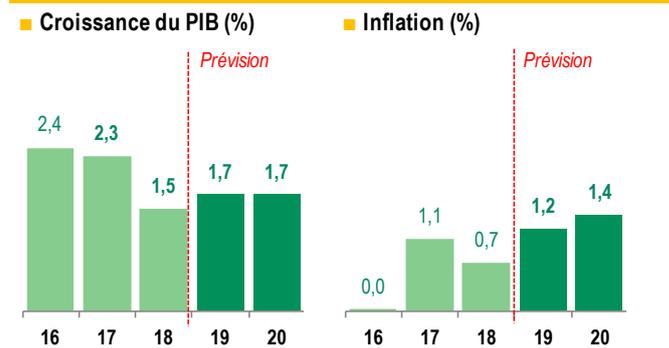
Le Danemark, une petite économie ouverte, devrait pâtir, au cours des prochains trimestres, du tassement de la croissance en Allemagne, en Suède et aux Etats-Unis², ses principaux partenaires commerciaux. Le doute subsiste néanmoins quant à l'ampleur de ce ralentissement. Celle-ci dépendra de l'évolution des politiques protectionnistes et du commerce mondial. De même, le Brexit, dont les modalités doivent encore être définies, fait peser un risque sur l'économie danoise en raison des liens commerciaux étroits entre le Danemark et le Royaume-Uni (6,7% des exportations danoises de biens en 2018). L'investissement en machines et biens d'équipement pâtira cette année de ces perspectives de croissance moins favorables et d'un acquis de croissance négatif. La croissance de l'investissement résidentiel, qui avait fortement progressé entre 2015 et 2018, devrait également faiblir en raison du ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier.

La consommation des ménages demeurera vraisemblablement le principal moteur de la croissance au cours des prochains trimestres. Comme pour l'activité, le rythme des créations d'emplois devrait légèrement ralentir mais elles devraient se poursuivre à un rythme suffisamment soutenu pour maintenir le taux de chômage, de 5,3% en avril, à un bas niveau. Ce resserrement du marché du travail devrait accroître les tensions sur les salaires. Il pourrait ainsi soutenir la progression du revenu disponible et les dépenses de consommation des ménages au cours des prochains mois. L'augmentation des prix à la consommation devrait par ailleurs rester modérée.

¹ L'exportation d'un brevet au premier trimestre 2017 a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance du PIB en 2017 et pesé d'autant sur celle de 2018.

² En 2018, 15,5%, 11,5% et 8,3% des exportations danoises de biens étaient destinées respectivement à l'Allemagne, la Suède et aux Etats-Unis.

1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

En effet, les hausses de salaires alimenteront celles des prix à la consommation au cours des prochains mois, mais l'inflation, qui atteignait seulement 0,7% g.a. en mai, se maintiendra vraisemblablement en deçà de 2% g.a. au cours des prochains trimestres.

L'économie danoise devrait par ailleurs bénéficier d'une politique monétaire accommodante au cours des prochains trimestres (le taux appliqué à la facilité de dépôt est actuellement de -0,65%). La politique monétaire danoise dépend, en effet, de celle menée par la Banque centrale européenne, la couronne danoise étant arrimée à l'euro³.

L'excédent budgétaire, de +0,5% du PIB en 2018, devrait diminuer à nouveau légèrement en 2019. La croissance de l'activité devrait soutenir les finances publiques, mais le remboursement des impôts fonciers ainsi que la diminution de la taxe sur le rendement des fonds de pension devraient peser sur le solde budgétaire. Celui-ci restera néanmoins excédentaire, ce qui laisse quelques marges de manœuvre au Danemark en cas de ralentissement. Parallèlement, la dette publique, de 34,1% du PIB en 2018, devrait à nouveau reculer en 2019 grâce à un excédent primaire, à de bas taux d'intérêt et à une hausse du PIB nominal.

Catherine Stephan

catherine.stephan@bnpparibas.com

³ La couronne danoise bénéficie d'une marge de fluctuation de +/- 2,25% autour du cours pivot de 7,46 DKK pour un euro.



Synthèse des prévisions économiques

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018	2019 e	2020 e	2018	2019 e	2020 e
Avancés	2.2	1.8	1.3	2.0	1.6	1.6
États-Unis	2.9	2.7	1.8	2.4	2.1	2.0
Japon	0.8	0.6	0.2	1.0	0.6	0.5
Royaume-Uni	1.4	1.3	1.4	2.5	1.9	1.9
Zone euro	1.9	1.1	1.0	1.7	1.3	1.3
Allemagne	1.4	0.6	1.0	1.9	1.5	1.5
France	1.7	1.3	1.2	2.1	1.3	1.4
Italie	0.7	0.3	0.2	1.2	0.9	0.9
Espagne	2.6	2.2	1.9	1.7	1.0	1.2
Émergents	4.5	4.2	4.7	4.7	4.8	4.3
Chine	6.6	6.2	6.0	2.1	2.2	2.6
Inde*	7.0	7.4	7.6	3.4	3.5	4.2
Brésil	1.1	0.8	2.5	3.7	3.9	3.9
Russie	2.3	1.5	1.7	2.9	5.1	4.1

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

Synthèse des prévisions financières

Taux d'intérêt, %	Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
		T1	T2	T3e	T4e			
E-Unis	Fed Funds	2,50	2,50	2,00	2,00	2,50	2,00	1,75
	Libor 3m \$	2,60	2,32	2,00	2,00	2,81	2,00	1,80
	Treas. 10a	2,42	2,00	1,95	1,90	2,69	1,90	2,25
Z. euro	Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Euribor 3M	-0,31	-0,35	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
	Bund 10a	-0,07	-0,32	-0,05	0,00	0,25	0,00	0,15
	OAT 10a	0,26	-0,01	0,30	0,30	0,71	0,30	0,45
R-Uni	Taux BoE	0,75	0,75	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
	Gilt 10a	1,00	0,84	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon	Taux BoJ	-0,06	-0,08	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
	JGB 10a	-0,09	-0,16	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,05

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	Fin de période	2019				2018	2019e	2020e
		T1	T2	T3e	T4e			
USD	EUR / USD	1,12	1,14	1,16	1,20	1,14	1,20	1,25
	USD / JPY	110,7	107,7	105,0	102,0	109,7	102,0	95,0
	GBP / USD	1,30	1,27	1,32	1,38	1,27	1,38	1,49
	USD / CHF	1,00	0,98	0,99	0,97	0,99	0,97	0,94
EUR	EUR / GBP	0,85	0,89	0,88	0,87	0,90	0,87	0,84
	EUR / CHF	1,12	1,11	1,15	1,16	1,13	1,16	1,18
	EUR / JPY	124	123	122	122	125	122	119

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Catherine Stephan

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

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Sylvain Bellefontaine

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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

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

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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change