

ECO PERSPECTIVES

Eco
PERSPECTIVES

by BNP PARIBAS

4^e trimestre 2020

EDITORIAL

2

Après le rebond, les interrogations

Depuis plusieurs semaines, l'amélioration des données économiques semble marquer le pas. D'un côté, ce constat n'est pas surprenant car il succède à un rebond spectaculaire qui ne pouvait pas durer...



ÉTATS-UNIS

3

Confort monétaire, malaise politique



ALLEMAGNE

10

Après le virus, la menace des « zombies »



PAYS-BAS

18

Des ressources budgétaires suffisantes pour financer la relance



ROYAUME-UNI

23

De Charybde en Scylla ?



CHINE

5

Des ménages toujours inquiets



FRANCE

12

De rapide, le retour à la normale se fait plus asymptotique



BELGIQUE

19

Plus robuste qu'attendu



NORVÈGE

25

Une économie résistante au double choc qu'elle a subi



JAPON

7

Continuité des politiques économiques



ITALIE

14

Une reprise incertaine



FINLANDE

21

L'une des économies les plus résilientes d'Europe

26

PRÉVISIONS



ZONE EURO

8

Reprise : la dynamique s'essouffle



ESPAGNE

16

Vers un recentrage des mesures de soutien ?



PORTUGAL

22

Quelques marges budgétaires pour soutenir la reprise

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

2

APRÈS LE REBOND, LES INTERROGATIONS

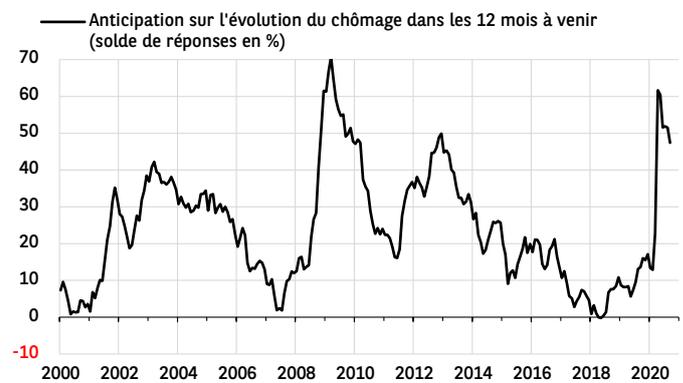
Depuis plusieurs semaines, l'amélioration des données économiques semble marquer le pas. D'un côté, ce constat n'est pas surprenant car il succède à un rebond spectaculaire qui ne pouvait pas durer. D'un autre côté, il pourrait refléter le coup de frein à l'économie qui résulte de la hausse du nombre de nouvelles infections. En outre, le niveau toujours élevé de l'incertitude économique et sanitaire, qui affecte les ménages et entreprises, devrait également jouer un rôle. En conséquence, le soutien monétaire et, surtout, budgétaire reste crucial pour assurer la poursuite de la reprise, le temps qu'un vaccin soit trouvé.

L'amélioration des données économiques marque le pas. Ce constat se prête à deux lectures. La première est que cette perte de *momentum* n'a rien de surprenant, voire même elle était inévitable. Elle intervient après un rebond important qui avait suivi un effondrement des données d'enquête, de l'activité et de la demande pendant le confinement. Ce rebond est mécanique : des activités qui tournaient au ralenti et celles qui étaient à l'arrêt ont pu reprendre avec le déconfinement. La consommation est également répartie. Là encore, il s'agit d'une réaction mécanique. Elle avait chuté parce que les ménages ne pouvaient pas se rendre dans les magasins ou au restaurant, non pas faute de moyens financiers. Bien au contraire, leur taux d'épargne a fortement augmenté en raison du confinement à domicile. Ainsi, après une forte reprise, il est normal que l'amélioration du climat d'affaires d'un mois sur l'autre ralentisse.

La deuxième lecture est nettement moins réconfortante. Elle part de l'observation que certaines enquêtes ont nettement fléchi. C'est le cas de l'indice des directeurs d'achats dans le secteur des services. Parce qu'il est plus exposé au risque sanitaire que le secteur manufacturier, cette baisse pourrait refléter la réaction de l'économie à la hausse du nombre de nouvelles infections de Covid-19 dans beaucoup de pays. Ce n'est toutefois pas le seul facteur. Ainsi, l'issue des négociations sur la future relation commerciale entre le Royaume-Uni et l'Union européenne reste très incertaine. Une séparation sans accord constituerait un choc important supplémentaire pour l'économie britannique mais également pour des partenaires commerciaux de premier ordre comme l'Irlande, l'Allemagne, les Pays-Bas ou encore la Belgique. Aux États-Unis, on craint de plus en plus que le résultat de l'élection présidentielle soit contesté, ce qui pourrait plonger les marchés financiers dans plusieurs semaines d'incertitude.

Au-delà de ces facteurs, qui joueront à court terme, la situation sanitaire restera l'élément déterminant du comportement des ménages et des entreprises. De nouvelles mesures visant à arrêter la propagation du virus influencent directement la demande et l'activité mais également indirectement, via un effet de prudence accrue. Concernant les ménages, l'épargne forcée du confinement constitue une réserve importante de pouvoir d'achat, dont l'utilisation éventuelle dépendra de leur confiance dans les perspectives, notamment dans le marché du travail. En zone euro, les anticipations de chômage ont certes baissé mais restent à un niveau élevé, tandis qu'aux États-Unis certaines grandes entreprises ont récemment annoncé d'importantes suppressions d'emplois. L'épargne forcée pourrait donc se transformer en épargne de précaution. Quant aux entreprises, des enquêtes réalisées en Allemagne et aux États-Unis montrent, sans surprise, un niveau d'incertitude toujours très élevé, quoique moins qu'il y a quelques mois. Tenant compte de la baisse du taux de marge et, pour beaucoup, de la hausse du taux d'endettement pendant le confinement, la velléité des entreprises à investir risque d'être freinée. Pour ces raisons, les messages de la Réserve fédérale et

ZONE EURO : ENQUÊTES AUPRÈS DES MÉNAGES SUR LE CHÔMAGE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

INDICE IFO DE DISPERSION - INCERTITUDE DES ENTREPRISES ALLEMANDES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IFO, BNP PARIBAS,

de la BCE sont cruciaux : leur politique restera très accommodante pendant longtemps et, au besoin, elle sera assouplie davantage. Cependant, comme l'a dit Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale, « les crédits sont des prêts, pas du pouvoir d'achat [...] Un prêt qui pourrait s'avérer difficile à rembourser pourrait ne pas apporter la bonne réponse. »¹ La politique budgétaire restera donc cruciale pour assurer la poursuite de la reprise, le temps qu'un vaccin soit trouvé.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

¹ Discours de Jerome H. Powell, président du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale devant le Comité sur les services financiers de la Chambre des représentants des États-Unis, le 22 septembre 2020.



ÉTATS-UNIS

3

CONFORT MONÉTAIRE, MALAISE POLITIQUE

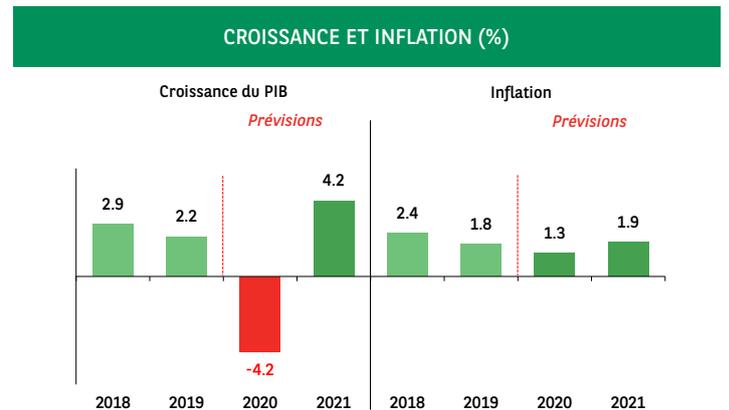
Les barrières érigées contre la pandémie de Covid-19 ont sévèrement entravé l'économie américaine au deuxième trimestre de 2020, qui a vu le PIB chuter de 9,1%, un record. Si une reprise a suivi, elle est incomplète et, surtout, très inégale, les quelque dix millions d'Américains toujours sans emploi du fait de la crise étant souvent les plus modestes. Le bilan sanitaire s'est, quant à lui, alourdi, plaçant les États-Unis au premier rang des pays les plus endeuillés (près de 200 000 victimes comptabilisées à ce jour). Donald Trump, qui a longtemps minimisé la maladie, doit en gérer les conséquences au moment d'affronter l'élection présidentielle du 3 novembre prochain. Bien que les sondages ne lui soient pas favorables, l'issue du scrutin reste très incertaine.

Aux États-Unis comme presque partout ailleurs, l'économie s'est trouvée partiellement paralysée au printemps 2020, du fait des mesures de protection imposées par la pandémie de Covid-19. Au deuxième trimestre, le PIB américain a chuté de 9,1% (31,7% en rythme annualisé), du jamais-vu. La marche des affaires a toutefois pu reprendre, à la faveur d'un (court) répit offert par la maladie et sous l'assistance de l'État fédéral, qui, depuis six mois, a transféré dans l'économie quelque USD 2 200 milliards, presque l'équivalent du PIB de la France¹. À l'approche de l'automne, les enquêtes de conjoncture auprès des ménages et des entreprises avaient retrouvé des niveaux quasi normaux. D'après les estimations des Réserves fédérales d'Atlanta et de New-York, le PIB aurait, quant à lui, rebondi de 6% à 7% au troisième trimestre.

RÉCUPÉRATION INCOMPLÈTE ET INÉGALE

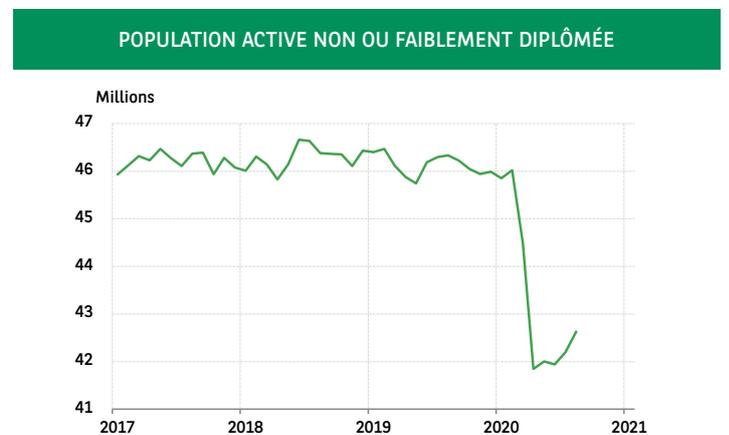
Cela laisse un déficit de quatre à cinq points de PIB à combler par rapport à la situation de 2019, ce qui est moins qu'en Europe mais reste tout de même considérable. Alors que les chiffres du chômage sont davantage sujets à caution (voir l'encadré), les statistiques d'emploi sont probablement celles qui rendent le mieux compte de la sévérité du choc. Disponibles jusqu'en août, elles montrent que seule la moitié des 22 millions de postes supprimés entre mars et avril ont été récupérés depuis. Bien que sans rapport avec la crise financière de 2008, l'épidémie de Covid-19 a des répercussions tout aussi profondes et inégales sur le marché du travail.

De fait, les deux tiers des pertes d'emploi recensées depuis février touchent des populations à faibles niveaux de qualification et de revenu. C'est aussi là que se concentrent, de manière beaucoup plus importante encore, les difficultés d'inscription au système d'assurance-chômage², qui aboutissent à l'exclusion de la population active de nombreux Américains modestes. Les données du BLS (*Bureau of Labor Statistics*) montrent une chute historique du taux d'activité des adultes non ou faiblement diplômés³, qui ne se retrouve pas, ou du moins pas autant, dans le reste de la population. Depuis février, ils seraient ainsi près de 4 millions à avoir quitté le marché du travail (voir graphique), une sortie des radars qui a des effets inattendus sur certaines variables macroéconomiques. C'est, par exemple, le cas des salaires horaires, dont l'effervescence récente (+6,6% sur un an au deuxième trimestre) est moins le fait d'un enrichissement des travailleurs américains que d'une diminution non totalement prise en compte de leur temps de travail et d'une sous-représentation des catégories les plus pauvres⁴.



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BUREAU OF LABOR STATISTICS

Il n'y a pas de pression inflationniste, au contraire, le durcissement de la concurrence autant que la nécessité d'écouler les stocks ayant plutôt tiré le prix des biens de consommation vers le bas au cours des derniers mois⁵. Inégale dans la population, la récupération l'est aussi

¹ Committee for a Responsible Federal Budget (2020), *USD 2.2 of USD 4 Trillion in Fiscal Relief is Out of the Door*, September.

² D'après les estimations de l'organisation One Fair Wage, une part importante (44%) des employés de l'hôtellerie restauration privés d'activité du fait de la crise n'étaient pas couverts par l'assurance chômage en mai 2020. Cf. CNBC, 2020, « *Study finds 44% of US unemployment applicants have been denied or are still waiting* », May 15.

³ Adultes de 25 ans et plus, sans diplôme ou diplômés du secondaire (High School).

⁴ The Washington Post, 2020, « *The awful reason wages appeared to soar in the middle of a pandemic* », May 15.

⁵ Les prix alimentaires, de l'énergie et des véhicules d'occasion sont notamment volatils aux États-Unis. Afin de mieux appréhender la tendance inflationniste, le BLS propose donc un indice « sous-jacent » du prix des biens, i.e. excluant ces trois composantes. Bien qu'ayant un peu rebondi au mois d'août, celui-ci reste sur une tendance baissière : -1,3% en rythme annualisé sur six mois au dernier pointage.



au plan sectoriel. Sans surprise, les activités ayant conservé ou retrouvé des chiffres d'affaires et des effectifs quasi normaux ont soit une large assise domestique (construction résidentielle, services aux collectivités, commerce alimentaire), soit été surconsommés durant la crise (biens d'équipement informatique, services financiers, télécommunications). La situation reste en revanche très difficile dans les secteurs dépendant des échanges internationaux et/ou impliquant des regroupements ou des contacts physiques. L'hôtellerie-restauration, les activités récréatives et de spectacle, les industries et services de transports ou encore l'habillement comptent pour 15% de l'emploi total aux États-Unis mais expliquent la moitié des suppressions de postes depuis février.

CONFORT MONÉTAIRE, MALAISE POLITIQUE

Le rétablissement complet n'est pas pour tout de suite, alors que la plupart des pays connaissent une recrudescence des cas de Covid-19 et que le commerce international est loin d'indiquer un retour à la normale. Aussi la Banque centrale adapte-t-elle son cap. Fin août, au symposium de Jackson Hole, son président Jerome Powell a dévoilé les nouvelles « *cibles et stratégie à plus long terme* » de la politique monétaire, qui paraît devoir s'installer dans un régime d'accommodation sans limite. La cible d'inflation, toujours fixée à 2%, s'appréciera désormais « *au fil du temps* », une manière d'indiquer une plus grande tolérance à son dépassement. L'objectif d'emplois devient, quant à lui, asymétrique. Il vise explicitement l'élimination des sous-capacités (*shortfall*), mais plus l'atténuation des surtensions, un parti pris qui disqualifie *de facto* la règle de Taylor.

Présentée comme l'aboutissement d'un long processus de désinflation et d'abaissement du taux neutre, cette nouvelle stratégie obéit aussi à des circonstances exceptionnelles, qui obligent la Fed à monétiser des quantités considérables de dette publique. Sa contrepartie est une création de liquidité centrale jamais observée jusqu'alors, propre à nourrir des bulles d'actifs (voir graphique). L'autre inconvénient est une perte de lisibilité. Car, si ne pas se servir de la pédale de frein en temps de crise est une évidence, entreprendre son démontage est autre chose. En bout de course, y aurait-il retour à meilleure fortune, on ne voit plus très bien quel pourrait être le déclencheur d'une remontée des taux d'intérêt aux États-Unis. Les membres du Comité de la politique monétaire, dont les projections macroéconomiques viennent d'être actualisées, n'envisagent rien avant 2024.

C'est à cet horizon que s'achèvera le mandat du prochain président des États-Unis. Reste à en connaître le nom, une question qui risque d'occuper le devant de la scène bien-delà du 3 novembre, date de l'élection. Sur le papier, le candidat démocrate Joe Biden, qui dispose d'une avance significative et stable dans les sondages au niveau national (50% d'intentions de votes contre 43% pour le président républicain sortant Donald Trump) devrait l'emporter. Dans les faits, le résultat se jouera dans quelques États clés (pouvant basculer d'un côté comme de l'autre) et selon le principe du « *winner takes all* », conférant au candidat arrivé en tête l'intégralité du collège des grands électeurs, les seuls habilités à désigner le président. C'est ainsi qu'une avance en termes de votes populaires (Hillary Clinton en a compté près de 3 millions de plus que son adversaire Donald Trump en 2016) peut aboutir à une défaite.

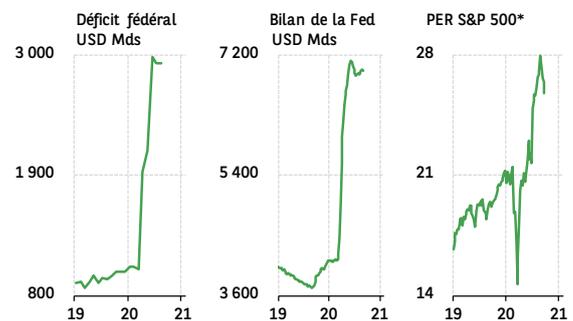
Le résultat devrait-il être serré qu'il a toutes les chances d'être contesté par l'un des deux camps, un scénario dans lequel Donald Trump s'inscrit déjà.

DE LA DIFFICULTÉ DE MESURER LE CHÔMAGE

Comme dans presque tous les secteurs d'activité, la production de données macroéconomiques a été très perturbée par la pandémie de Covid-19. L'établissement des indices de prix ou des chiffres du chômage, pour ne citer qu'eux, implique des enquêtes de terrain qui n'ont pas pu se dérouler normalement.

Concernant la collecte des données du chômage, qui se fait directement auprès des particuliers, le BLS indique avoir procédé quasi exclusivement par entretiens téléphoniques, obtenant un taux de réponse très inférieur à la normale (70% en août contre 83% habituellement). Outre qu'ils sont entachés d'une plus grande marge d'erreur, les résultats aboutiraient à une sous-estimation du taux de chômage (8,5% en août, mais sans doute plus de 9% en réalité), un certain nombre d'interviewés se déclarant occupés bien que n'ayant pas travaillé durant la période de référence. Les données d'emploi, collectées directement auprès des entreprises, sont a priori plus fiables, ne serait-ce qu'en raison d'un meilleur taux de réponse (77%, un niveau proche de la moyenne d'avant-crise).

ARGENT MAGIQUE



(* Cours / moyenne des bénéfices par action / 12 mois glissants)

GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, STANDARD & POOR'S

Au cœur de la bataille à venir, le vote par correspondance, plébiscité dans le contexte de crise sanitaire, mais qui risque de retarder le décompte des voix, et dont M. Trump estime qu'il est un vecteur de fraude, en dehors duquel sa victoire serait acquise⁶. À défaut de remporter l'élection présidentielle le 3 novembre prochain, l'actuel locataire de la Maison Blanche pourrait bien refuser de la perdre.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

⁶ « La seule façon dont on va perdre ces élections c'est si les élections sont truquées [...] C'est la seule manière dont on peut perdre ces élections donc on doit être très vigilants » D. J. Trump, discours dans le Wisconsin, le 18/08/2020.



DES MÉNAGES TOUJOURS INQUIETS

Le redressement de la croissance économique se poursuit. D'abord principalement tiré par le redémarrage de la production industrielle et de l'investissement, il s'est étendu au cours de l'été notamment grâce au rebond des exportations. L'activité dans les services se redresse également, mais elle reste néanmoins contrainte par la reprise encore timide de la consommation des ménages. Celle-ci semble en effet encore loin d'un retour à la normale. Le taux de chômage est rapidement reparti à la baisse après la fin du confinement, mais son recul s'accompagne d'une montée des emplois précaires et des disparités entre les individus, les moins qualifiés et les jeunes diplômés étant particulièrement fragilisés.

Alors que le redémarrage de l'activité depuis le mois de mars a d'abord été tiré par le rebond de la production industrielle et de l'investissement dans les infrastructures publiques et l'immobilier, l'amélioration a bénéficié plus largement à l'économie depuis l'été. Les exportations ont affiché un solide rebond et le redressement dans les services a gagné en vigueur. La consommation privée a également montré des signes de reprise mais les ménages se montrent néanmoins toujours très prudents. Au cours des prochains mois, la consolidation du redressement économique dépendra largement de la politique de relance des autorités, ainsi que de la performance des exportations et de la dynamique du marché du travail.

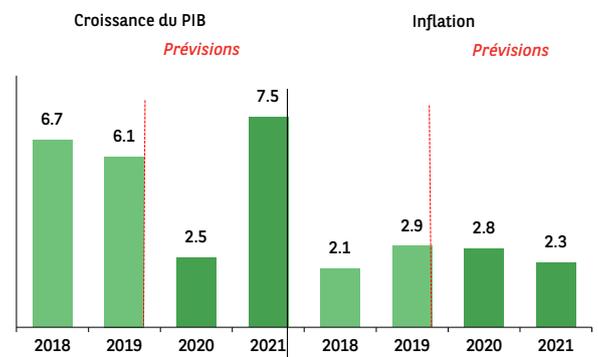
REDRESSEMENT PLUS LARGE DE L'ACTIVITÉ

Dans l'industrie, la production a continué de se redresser, avec une hausse de 5,6% en volume en glissement annuel (g.a.) en août (+3,6% en valeur), contre 4,8% en juin et juillet. Sur les huit premiers mois de 2020, elle dépasse légèrement (de 0,4%) le niveau atteint sur la même période en 2019. Le retour à la normale de l'activité dans une grande majorité de secteurs industriels semble donc achevé. Mais de nombreuses sociétés sont encore très fragilisées par les pertes enregistrées au premier trimestre. Ainsi, en dépit de leur rebond depuis quatre mois, les profits des entreprises industrielles étaient encore inférieurs de 8% en janvier-juillet 2020 par rapport à la même période en 2019. Dans les services, l'activité a continué son lent redressement (+4% en g.a. en août contre 3,5% en juillet et 2,3% en juin). Après un effondrement plus drastique que dans l'industrie pendant la période de confinement au T1, sa reprise depuis mars s'est avérée plus lente.

Du côté de la demande, le rebond continue d'être soutenu par l'investissement. Sur les huit premiers mois de 2020, il n'était plus que 0,3% en dessous du niveau atteint sur la même période en 2019. Il est toujours tiré par les nouveaux projets dans les infrastructures publiques et le secteur immobilier. L'investissement manufacturier a également rebondi en août, mais il reste inférieur de 8,1% sur les huit premiers mois de 2020 par rapport à la même période en 2019. À court terme, l'investissement dans les infrastructures devrait rester dynamique, aidé par la politique budgétaire toujours expansionniste. La politique monétaire devrait en revanche devenir plus prudente, contribuant à une modération de la croissance de l'investissement immobilier. Dans le secteur manufacturier, la reprise de l'investissement devrait se renforcer si les profits des entreprises continuent de s'améliorer et si la bonne performance des exportations persiste. Il est toutefois probable que les entreprises maintiennent une attitude prudente : à cause des difficultés financières de certaines d'entre elles et parce que les incertitudes sur la reprise de la demande mondiale et les tensions sino-américaines continuent de peser sur les perspectives d'exportations.

Après un recul modéré sur la période mars-juin, les exportations de marchandises ont rebondi de 7,3% en g.a. en dollars courants en juillet et de 9,5% en août (graphique 2). Cette bonne performance s'explique

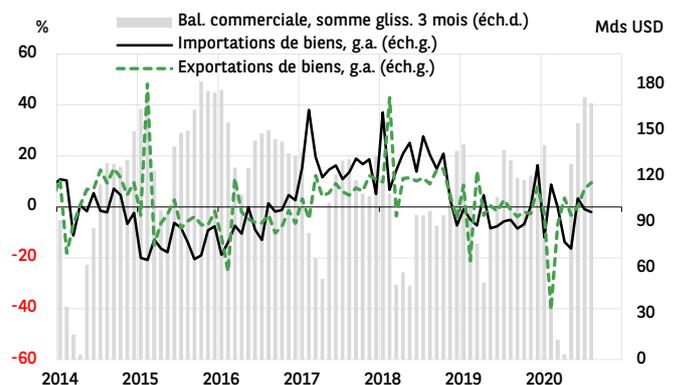
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

REBOND DES EXPORTATIONS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ADMINISTRATION DES DOUANES

principalement par la forte demande d'équipements et matériels médicaux et de biens technologiques, ainsi que par la position avantageuse de la Chine dans la crise liée à la pandémie (elle est ainsi le premier pays à être sorti du confinement et à redémarrer sa production, ce qui lui a permis de répondre rapidement à la demande des pays partenaires quand celle-ci a commencé à se redresser). La Chine a ainsi augmenté sa part dans les exportations mondiales (environ 14% au S1 contre 13,3% en 2019). Avec la baisse des importations en valeur (les volumes augmentent mais les effets-prix restent négatifs),



l'excédent commercial s'est renforcé ces derniers mois. La Chine est loin d'atteindre le niveau d'achats de biens américains prévu par son accord de « Phase 1 » signé avec Washington en début d'année (ses importations sur les sept premiers mois de 2020 représentaient un peu moins de la moitié du montant ciblé sur cette période, selon les estimations du Peterson Institute for International Economics), mais cet accord n'est actuellement remis en cause par aucune des deux parties.

LA CONSOMMATION PRIVÉE TOUJOURS CONTRAINTE

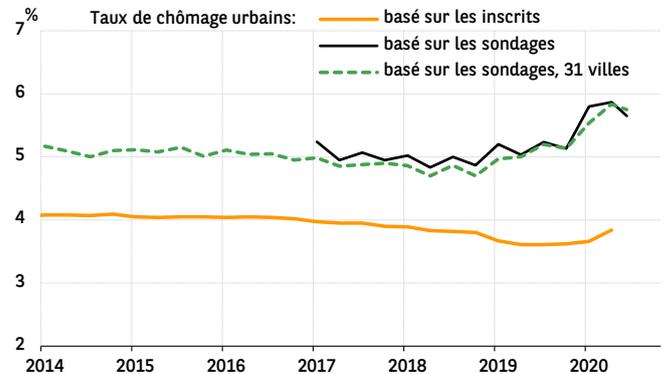
La consommation privée montre des signes d'amélioration mais semble encore loin d'un retour à la normale. Les ventes au détail ont certes affiché un taux de croissance légèrement positif en g.a. au mois d'août pour la première fois de l'année (+0,5%), mais elles étaient toujours en baisse en volume (-1,1%) et encore loin de leur niveau de 2019 sur les huit premiers mois de l'année (-8,6% en g.a.). Le commerce électronique a continué de gagner en importance. Le montant des ventes de biens par internet a augmenté de 16% en g.a. en août et équivalait à 36% des ventes au détail au S1 2020, contre 25% en 2019. De toute évidence, les ménages restent inquiets. Après s'être effondré tout au long du premier semestre, l'indice de confiance des consommateurs a commencé à remonter en juillet, mais reste bien en dessous des niveaux de 2018-2019. Cette méfiance est liée au risque sanitaire ainsi qu'à la dynamique du marché du travail.

LES STIGMATES DE LA CRISE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Le principal taux de chômage officiel (calculé à partir des seuls individus inscrits dans les agences locales pour l'emploi) a peu augmenté, passant de 3,62% au T4 2019 à 3,84% au T2 2020 (soit 10,1 millions d'individus). Le taux de chômage établi par le Bureau statistique national (NBS) sur la base de sondages, considéré comme plus exhaustif, s'est dégradé plus sévèrement, passant de 5,3% en décembre 2019 à 6,2% en février (graphique 3). Il est redescendu depuis mars mais reste supérieur aux taux d'avant-crise (5,6% en août). Ces taux de chômage officiels sous-estiment cependant largement le choc subi par la population. Tout d'abord, leur périmètre de calcul est limité : i) il ne prend en compte que le marché du travail urbain et ii) une grande partie des travailleurs migrants qui ont perdu leur emploi en zones urbaines pendant le confinement, et dont beaucoup sont retournés dans leur résidence en zones rurales, ne sont pas comptabilisés comme chômeurs. Selon l'estimation la plus répandue, au moins 80 millions d'individus auraient perdu leur emploi à fin février dans l'ensemble du pays (sur un total d'emplois de 775 millions en 2019, dont 291 millions occupés par des travailleurs migrants).

La situation s'est améliorée dès le mois de mars, avec la baisse du taux de chômage et le retour des travailleurs migrants dans les zones urbaines, mais certaines catégories d'individus restent très fragilisées. Les taux de chômage moyens masquent en effet de fortes disparités, les travailleurs les moins qualifiés et les jeunes diplômés étant les plus affectés. En 2020, 8,7 millions de jeunes diplômés doivent entrer sur le marché du travail, la plupart pendant l'été - le taux de chômage des 20-24 ans a par conséquent continué d'augmenter en août selon le NBS (il serait proche de 20%). Cette situation préoccupe particulièrement le gouvernement, qui a demandé aux administrations et entreprises publiques d'accroître fortement leurs embauches cette année. Enfin, la dégradation du marché du travail s'illustre aussi par une montée significative des emplois précaires (temps partiel, travailleurs indépendants, commerçants en ligne, etc.), en partie encouragée par les autorités.

LES TAUX DE CHÔMAGE OFFICIELS SOUS-ESTIMENT LE CHOC DU T1



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MINISTÈRE DES RESSOURCES HUMAINES ET DE LA SÉCURITÉ SOCIALE, NBS

Conséquence de ces dynamiques, le revenu disponible moyen par tête a baissé de 1,3% en g.a. en termes réels au S1 2020 (la baisse de 3,9% au T1 a été suivie d'une légère amélioration au T2). Cette évolution a résulté de la baisse du salaire réel ainsi que de l'effondrement des revenus nets d'entreprises (travailleurs autonomes). Les pertes de revenus d'activité pèsent d'autant plus lourdement sur la consommation privée qu'elles ont concerné davantage les ménages à bas revenus, et qu'elles ont été peu compensées par la hausse des prestations sociales. Les autorités ont bien introduit quelques mesures d'aide directe aux ménages, mais leur plan de relance a surtout mis l'accent sur les programmes de soutien en faveur des entreprises et sur l'investissement public. De fait, l'amélioration des conditions du marché du travail, observée dès la fin du confinement, pourrait se poursuivre à court terme, grâce aux projets de construction dans le secteur public, et surtout si la bonne performance des exportations se maintient, soutenant ainsi l'activité dans le secteur manufacturier. Cela reste néanmoins incertain car dépendant de l'environnement extérieur. Alors que les ménages pourraient ressentir encore longtemps les effets du choc sur leurs revenus, le renforcement du système de protection sociale s'avère de plus en plus nécessaire pour stimuler la consommation privée à court comme à moyen terme.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com



CONTINUITÉ DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

Le choc économique provoqué par la pandémie de Covid-19 sera long à effacer. Malgré des mesures sanitaires moins restrictives qu'ailleurs, la chute du PIB japonais en 2020 sera historique. Le rebond attendu pourrait être limité. En effet, la confiance des consommateurs et les indicateurs d'activité des entreprises stagnent, ce qui envoie des signaux mitigés du côté de la demande interne. Cette crise pourrait intensifier les faiblesses de l'économie japonaise : croissance faible, inflation basse et niveau d'endettement public au plus haut. Les politiques économiques resteront expansionnistes, et la démission du Premier ministre Shinzo Abe ne devrait pas conduire à des changements majeurs.

L'économie japonaise a connu un recul historique de son PIB au T2 2020 (-7,9%, t/t) ; il s'agit de la troisième contraction consécutive du PIB nippon (-0,6% au T1 2020 et -1,8% au T4 2019). À l'horizon de notre prévision, le retard enregistré lors de la crise de la Covid-19 ne serait pas encore rattrapé.

UNE NOUVELLE ANNÉE DIFFICILE SUR LE FRONT ÉCONOMIQUE

Malgré des mesures de confinement moins strictes que dans d'autres régions du monde, notamment en Europe, le choc de la Covid-19 n'a pas épargné l'économie japonaise. Le PIB réel du pays a retrouvé, du moins temporairement, son niveau de mi-2011, soit avant le lancement des *Abenomics* par le Premier ministre Shinzo Abe, dont la récente démission ne devrait pas modifier sensiblement la trajectoire des politiques économiques (voir plus bas). La croissance du PIB au T2 2020, lourdement pénalisée par la consommation privée et l'investissement des entreprises, s'est établie à -7,9% (t/t). Le rattrapage attendu au T3 2020 et au-delà devrait être relativement limité.

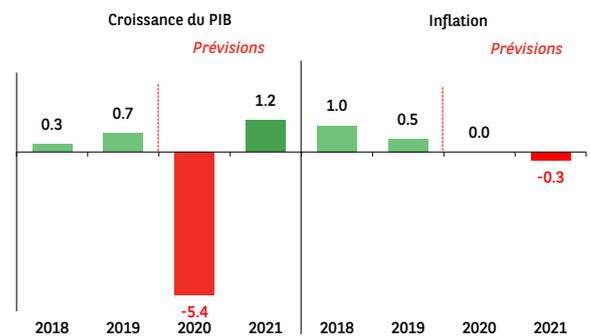
En effet, les derniers indicateurs conjoncturels font état d'une perte de vigueur de la reprise économique. L'indicateur TANKAN de la Banque du Japon indiquait au T2 2020 (l'indicateur pour le T3 n'était pas disponible au moment de la rédaction de cette note) une forte dégradation de l'activité des entreprises dans le secteur manufacturier et non-manufacturier. Plus récemment, après un rebond notable, l'indice des directeurs d'achats¹ (*Purchasing Managers Index*, PMI) composite pour le mois d'août s'est stabilisé à 45,2, soit un niveau nettement inférieur au seuil de 50 séparant les phases d'expansion de l'activité de celles de contraction. Si l'amélioration se poursuit dans le secteur manufacturier (le PMI de ce secteur a atteint 47,2 en août après 45,2 en juillet), secteur qui représente plus de 20 % du PIB, l'activité dans le secteur des services marque le pas. Ce dernier est toujours pénalisé par le manque de dynamisme de la consommation des ménages. Les ventes au détail restent à ce titre mal orientées (-1,9 % en août en glissement annuel, après -2,9 % en juillet). L'inquiétude sur le front de la consommation privée n'est pas atténuée par les dernières données relatives à la confiance des ménages. Celle-ci, après s'être redressée, semble stagner à un niveau inférieur à celui du début d'année. Par ailleurs, les exportations japonaises, traditionnellement dominées par des produits à forte valeur ajoutée, pourraient rester pénalisées par une demande externe peu dynamique, en particulier sur le segment des machines et des équipements de transports. Enfin, le typhon Haishen qui a traversé le pays début septembre constituerait un nouveau frein à la demande, notamment à l'investissement des entreprises.

PAS DE CHANGEMENTS MAJEURS SUITE À LA DÉMISSION DE SHINZO ABE

La désignation de M. Yoshihide Suga au poste de Premier ministre, en remplacement de M. Shinzo Abe, ne devrait pas entraîner de modifications majeures de la politique économique.

¹ Cette enquête, réalisée auprès de chefs d'entreprises, offre une image fidèle de la santé économique des différents secteurs d'activité
² Fiscal monitor: Chapter 1 – Policies to support people during the Covid-19 pandemic, FMI, Avril 2020

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

PIB TRIMESTRIEL RÉEL (MDS YEN, ANNUALISÉ)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE

Selon les premiers éléments dont nous disposons, M. Suga s'inscrit dans la continuité de M. Abe concernant les *Abenomics* et les trois « flèches » qui composent le programme : politique monétaire très accommodante, forte mobilisation des dépenses publiques et réformes structurelles. Le nouveau Premier ministre a souligné que le soutien budgétaire était plus que jamais nécessaire en ces temps de crise pour redresser l'économie nipponne. La maîtrise de la dette publique - qui, selon les projections, dépasserait 250% du PIB en 2020² - ne semble pas être la priorité.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

ZONE EURO

8

REPRISE : LA DYNAMIQUE S'ESOUFFLE

Après le rebond de l'économie plus marqué qu'attendu à la sortie du confinement, la dynamique semble moins allante. Le rattrapage reste incomplet et la fin de l'année, entourée d'incertitudes sur les fronts sanitaire et économique, devrait être marquée par un ralentissement notable de l'activité. Dans notre scénario central, le niveau du PIB ne devrait pas être atteint à l'horizon de la prévision, fin 2021. De plus, les pressions désinflationnistes s'accroissent et l'appréciation de l'euro n'arrange rien. La Banque centrale européenne reste pour l'heure patiente mais se dit prête à intervenir de nouveau. Si cette situation venait à durer, une extension des mesures monétaires d'urgence, à la fois au niveau de l'enveloppe et de la durée du programme, est à prévoir.

La reprise économique s'essouffle en zone euro. Après une chute historique de l'activité au T2 2020 et un rebond mécanique au T3, la croissance économique devrait nettement baisser les prochains trimestres. L'évolution récente de l'inflation préoccupe pour les autorités monétaires.

UN RATTRAPAGE INCOMPLET

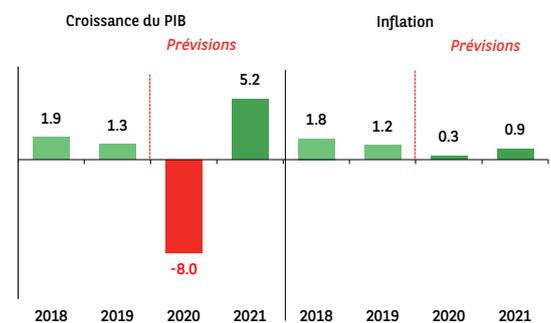
La stabilisation des indicateurs les plus récents appelle à la prudence. Suite à la levée des mesures de confinement, l'activité a rebondi de manière sensible avant de marquer le pas. L'indice des directeurs d'achats (Purchasing Managers Index, PMI)¹ composite pour la zone euro s'est établi à 51,9 en août après 54,9 en juillet. L'activité continue donc de progresser mais à un rythme moindre que les mois précédents. Le constat est similaire dans le secteur des services marchands dont l'indice PMI a baissé en août à 50,5 après 54 en juillet. Dans le secteur manufacturier, le PMI s'est stabilisé à 51,7 en août. Le secteur des services continue de pâtir de la prudence des consommateurs. Les services, qui occupent une place croissante et majoritaire dans les dépenses des ménages (plus de 50% du total en zone euro)², souffrent notamment du manque de confiance des consommateurs de la zone euro. En effet, leur indice de confiance ne s'améliore plus depuis le mois de juin et reste dégradé par rapport aux mois précédant le confinement (-14,7 en août contre -11,6 en mars et -6,6 février). Ce constat se reflète dans les ventes au détail. Bien qu'imparfaitement représentatives de la consommation finale des ménages, celles-ci, après avoir lourdement chuté, n'ont affiché qu'un redressement timide. Elles ont progressé seulement de +1,3% (en glissement annuel) en juin avant de ralentir à +0,4% en juillet.

Au total, nous anticipons un rebond du PIB de la zone euro au T3 2020 de +9,0% (en variations trimestrielles, t/t), après une baisse de -12,1% au T2 2020 et avant un net ralentissement au T4 à +1,5%. Sur l'ensemble de l'année 2020, la croissance économique devrait s'établir à -8,0% (en moyenne annuelle) avant de se redresser à +5,2% en 2021. Ces dynamiques ne permettraient pas à l'activité de retrouver, à l'horizon de notre prévision, son niveau antérieur à la crise de la Covid-19 (cf. graphique 2). Des disparités importantes existent entre les États membres de la zone euro. La divergence des dynamiques de rattrapage pèserait sur la reprise de chaque pays compte tenu de l'intégration, commerciale notamment, de la zone. De fortes incertitudes entourent le scénario macroéconomique, au regard en particulier du retour actuel de l'épidémie dans certains pays de la zone euro. Selon une estimation de la Banque centrale européenne (BCE), dans un scénario pessimiste (forte résurgence de l'épidémie et mesures sanitaires renforcées), le niveau du PIB réel de la zone euro serait, fin 2022, encore inférieur de près de 6% à son niveau d'avant-crise.

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

² B. Cœuré, «The rise of services and the transmission of monetary policy», Speech at the Conference on the World Economy, Mai 2019

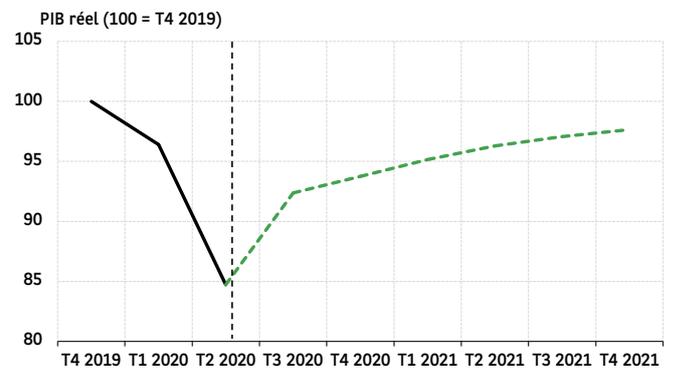
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CROISSANCE DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : AMECO, PRÉVISIONS BNP PARIBAS

INQUIÉTUDES SUR L'INFLATION

Dans un contexte macroéconomique qui demeure dégradé et incertain, les pressions désinflationnistes semblent se renforcer. Au mois d'août, l'inflation totale en zone euro est passée en territoire négatif, à -0,2% (en glissement annuel), pour la première fois depuis mi-2016. L'infla-


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

tion sous-jacente³ a, quant à elle, très nettement reculé à +0,4%, soit un point bas historique. Dans le détail, la plus forte décélération des prix depuis le début de l'année 2020 s'observe dans le secteur des transports, ce qui n'est pas vraiment surprenant compte tenu de la forte baisse des flux de touristes depuis le début de l'épidémie. Les chiffres d'inflation des derniers mois doivent être interprétés avec précaution. Une partie du ralentissement des prix provient en effet du décalage des périodes de soldes dans certains pays de la zone euro (en France, par exemple), ainsi que de la baisse de la TVA opérée en Allemagne dans le cadre du plan de relance de l'économie. Si parler de déflation semble prématuré⁴, ces dynamiques interpellent toutefois et la BCE fait face à une situation délicate.

Le choc de demande négatif provoqué par la crise de la Covid-19 pèse sur la dynamique des prix. Celle-ci est renforcée par l'appréciation de l'euro face au dollar, mais également face à un panier de devises représentatif du commerce extérieur de la zone euro (taux de change effectif nominal, TCEN). Cette appréciation diminue l'inflation importée ce qui freine in fine l'inflation nationale. Si l'influence des mouvements de change, surtout ceux d'une ampleur modérée, est moins importante que par le passé, la situation est néanmoins suivie de près par les autorités monétaires. Par ailleurs, le mouvement récent de la Réserve fédérale américaine (Fed) pourrait impliquer des changements d'orientation des autres banques centrales. La Fed a modifié sa cible d'inflation, visant désormais un taux d'inflation moyen de 2%. Conséquence : une remontée des taux aux États-Unis n'est pas pour demain. La Fed introduit un biais plus accommodant à sa politique qui constitue un soutien structurel à l'euro face au dollar. La BCE, qui a engagé sa propre revue stratégique, devrait en tenir compte.

Lors de sa réunion trimestrielle de septembre 2020, la BCE, par la voix de sa présidente Christine Lagarde, a indiqué que la question du change était importante, sans toutefois procéder, dans l'immédiat, à de nouveaux changements dans la conduite de sa politique monétaire. Les fortes incertitudes actuelles, un essoufflement accru de la reprise ou un resserrement des conditions financières, via la poursuite de l'appréciation de la monnaie unique, pourraient conduire la BCE à étendre son programme d'urgence de rachats d'actifs (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) au-delà de juin 2021, ainsi qu'à augmenter son enveloppe, actuellement de EUR 1 350 mds. Il apparaît clair à la lecture du blog de l'institution de Francfort que celle-ci est prête à faire davantage. Récemment, son chef économiste Philip Lane y écrivait : *"It should be abundantly clear that there is no room for complacency. Inflation remains far below the aim and there has been only partial progress in combating the negative impact of the pandemic on projected inflation dynamics"*⁵.

Les plans de relances nationaux constituent également un pilier essentiel à la relance. Le risque de défaut et celui de hausse du chômage ces prochains mois sont particulièrement élevés. À l'échelle européenne, l'accord conclu autour du plan de relance « Next Generation EU » est une étape-clé et l'épineuse question de son financement est plus que jamais d'actualité. Par leur vote du 16 septembre 2020, les députés européens ont pris position sur la nécessité d'introduire de nouvelles sources de recettes dans le budget de l'Union (ressources propres). Ces nouvelles taxes, qui viseraient par exemple les entreprises du numérique, pourraient toutefois faire renaître des oppositions entre les États membres.

Louis Boisset

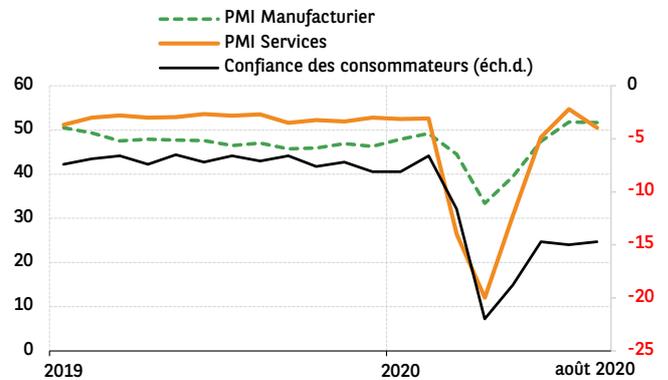
louis.boisset@bnpparibas.com

³ L'inflation sous-jacente est corrigée des composantes volatiles (énergie et alimentation), de l'alcool et du tabac.

⁴ La déflation est définie comme un processus permanent et général de baisse des prix. Il n'y a pas déflation si seulement certains prix baissent.

⁵ « Il est très clair qu'il ne faut pas relâcher les efforts. L'inflation reste très en deçà de l'objectif fixé et les progrès réalisés dans le combat contre l'impact négatif de la pandémie ne sont que partiels au regard des projections de la dynamique d'inflation. »

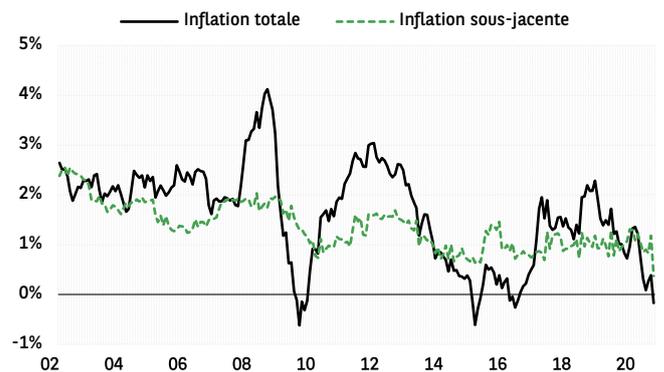
INDICE PMI



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MARKIT, COMMISSION EUROPÉENNE

INFLATION



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MARKIT, BNP PARIBAS



ALLEMAGNE

10

APRÈS LE VIRUS, LA MENACE DES « ZOMBIES »

Un fort rebond est attendu au troisième trimestre (7,2 %) avec la levée progressive des restrictions. Cependant, la reprise va probablement rester lente et difficile, au moins tant qu'un vaccin ou de meilleurs traitements contre la Covid-19 n'auront pas été trouvés. Grâce à un large recours aux dispositifs de chômage partiel, le marché du travail a assez bien résisté. Cependant, les mesures adoptées ont peut-être aussi contribué à reporter des restructurations nécessaires, ce qui pourrait peser sur la performance économique à long terme. La forte augmentation des dépenses publiques pour atténuer les conséquences économiques de l'épidémie de Covid-19 a contraint les autorités à activer la clause dérogatoire aux règles de limitation de l'endettement public. Les emprunts dépassant le seuil d'endettement seront remboursés sur vingt ans à compter de 2023.

UN REBOND, MAIS PAS DANS TOUS LES SECTEURS

Les mesures de confinement adoptées au T2 pour enrayer la propagation du coronavirus ont provoqué une chute brutale de l'activité en Europe. En Allemagne, le PIB s'est contracté de 9,7 %, un taux qui se compare assez favorablement à ceux enregistrés dans le reste de la zone euro (-12,6 %). Ce résultat s'explique essentiellement par un confinement moins strict en Allemagne, les autorités ayant réussi à limiter la propagation du virus en pratiquant des tests à grande échelle.

Ces mesures ont été progressivement levées à partir de la fin avril, entraînant un rebond de l'activité. Après avoir atteint un creux en avril (74,4), l'indice Ifo du climat des affaires a progressivement augmenté dans les mois qui ont suivi, atteignant 93,4 en septembre (2015=100). L'activité est, néanmoins, restée bien en deçà de ses niveaux d'avant-crise. En juillet, la production manufacturière a augmenté de 0,3 % par rapport au mois précédent, soit la troisième amélioration consécutive, mais elle n'en était pas moins en repli de 12 % en glissement annuel.

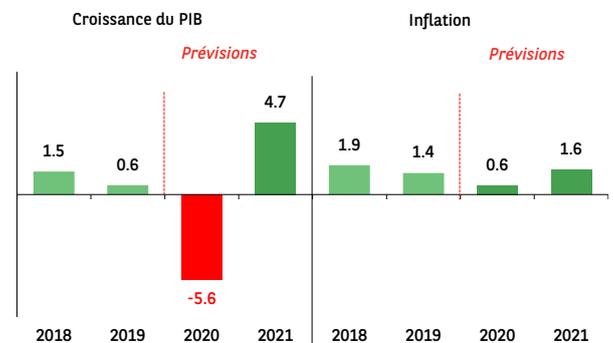
Le secteur le plus affecté par la pandémie est celui des services, dans lequel les exigences de distanciation sociale ont freiné le redémarrage de l'activité. Les ventes au détail ont fortement rebondi après le mois d'avril. En juillet, elles étaient en hausse de 5,6 % en g.a. Dans l'hôtellerie-restauration, en revanche, la situation est restée difficile. Malgré un net rebond des activités de restauration et d'alimentation en juillet (22 % par rapport au mois précédent), le chiffre d'affaires était en baisse de 27 % en g.a. L'économie dans son ensemble devrait avoir enregistré un rebond notable de 7,2 % au T3 (les chiffres seront communiqués à la fin octobre).

LE KURZARBEIT POURRAIT RETARDER LA RESTRUCTURATION

Malgré l'effondrement de la production au T2, le marché du travail a assez bien résisté. Le taux de chômage (selon la définition du BIT) a légèrement augmenté à 4,4 % en juillet, contre 3,8 % en mars. Cette réaction modérée s'explique principalement par un large recours au dispositif de chômage partiel (*Kurzarbeit*). L'Ifo estime qu'au mois d'août, le nombre des bénéficiaires de ce programme est tombé à 4,6 millions, soit un million de moins qu'au mois précédent, ou 14 % des salariés assurés sociaux. Cette baisse est en grande partie imputable aux secteurs du commerce et de l'hôtellerie-restauration. Dans ce dernier secteur, néanmoins, 34 % des salariés sont toujours en activité partielle.

Le dispositif *Kurzarbeit* offre aux entreprises l'avantage de conserver leurs compétences pendant la crise. Dès que la demande repart, le personnel est de nouveau immédiatement disponible. Cependant, plus la crise dure et moins cet argument semble convaincant. De plus,

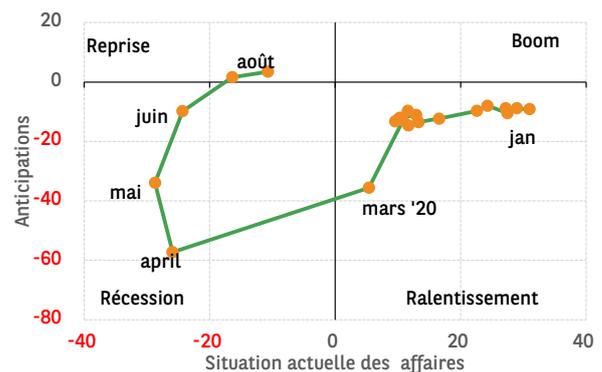
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'INDICE IFO LAISSE ENTREVOIR UNE REPRISE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IFO, BNP PARIBAS

le *Kurzarbeit* n'est pas réservée aux seuls secteurs dynamiques qui souffrent d'un repli temporaire de l'activité. Des secteurs en difficultés, comme l'automobile et la métallurgie, en bénéficient également, ce qui a pour effet de différer leur restructuration pourtant nécessaire. Le chômage partiel est aussi largement utilisé dans l'hôtellerie-

restauration. Dans ce cas, le régime ne vise pas à protéger la main-d'œuvre qualifiée et les entreprises technologiquement avancées, mais sert un objectif social.

Le gouvernement a récemment décidé de maintenir le dispositif de chômage partiel au moins jusqu'à la fin de 2021. Cette décision est probablement due à des raisons politiques, les législatives devant avoir lieu à l'automne prochain. Dans la même perspective, les partis de la coalition, la CDU/CSU et le SPD ont convenu de prolonger le gel des règles d'insolvabilité mises en place pour éviter une vague de faillites d'entreprises dues à la crise du coronavirus. Ces mesures auraient dû arriver à leur terme en septembre. Aucune nouvelle date n'a été fixée pour la fin de ce dispositif. Le danger est que de telles politiques, ajoutées à un contexte de taux d'intérêt très bas, ont de fortes chances d'aboutir à la création de sociétés « zombies »¹. Or de telles entreprises peuvent peser sur la performance économique en raison d'une moindre productivité et du fait que, de par leur existence même, elles entraînent une diminution de l'investissement et de l'emploi dans des sociétés plus efficaces.

SUSPENSION DES RÈGLES DE LIMITATION DE L'ENDETTEMENT

La pandémie a conduit à un déficit budgétaire record, qui pourrait atteindre 7 % du PIB en 2020. Un tiers du déficit est lié aux stabilisateurs automatiques, comme la baisse des recettes fiscales et la hausse des dépenses sociales, dues à la contraction de l'économie. Le reste s'explique par les deux programmes spéciaux, introduits par le gouvernement en mars et en juin.

Le premier d'entre eux, d'un montant de EUR 750 mds, comprenait des mesures budgétaires visant à soutenir le système de santé et à atténuer l'impact économique des mesures de confinement sur les entreprises et les ménages.

À cela s'est ajouté, en juin, un programme de relance complet, d'un montant de EUR 130 mds, qui ne comportait pas seulement des dispositifs de soutien de la demande, mais aussi des mesures visant à renforcer la croissance future et le développement durable. Le montant cumulé de ces plans entraînera un creusement du déficit à hauteur de 5 % du PIB.

La dette publique est appelée à passer de 60 % à fin 2019, à 75 % à fin 2020. Devant des circonstances exceptionnelles, les autorités ont été contraintes d'activer la clause dérogatoire aux règles de limitation de l'endettement public. Les emprunts dépassant le seuil fixé devront être remboursés sur vingt ans à partir de 2023.

UNE REPRISE SEMÉE D'EMBÛCHES

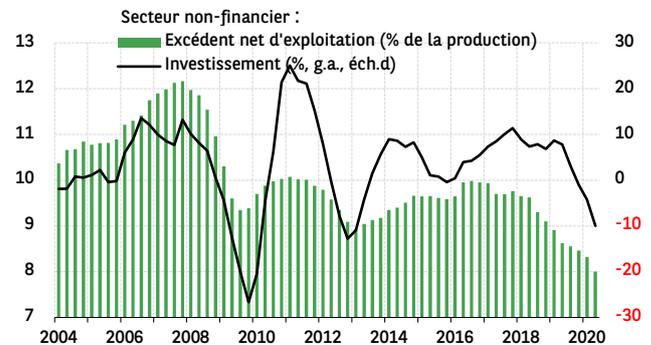
Quels que soient les signes évidents de rebond, la reprise va probablement rester lente et difficile, au moins tant qu'un vaccin ou de meilleurs traitements contre la Covid-19 n'auront pas été trouvés. Le PIB devrait, selon les projections, rebondir de 4,7 % l'année prochaine après une contraction de 5,6 % en 2020.

Du côté de la demande, l'emballement actuel des dépenses de détail pourrait rapidement retomber d'autant que les consommateurs restent sur leurs gardes à l'égard du virus.

De plus, la détérioration des perspectives d'emploi va probablement conduire à une augmentation de l'épargne de précaution. Le taux d'épargne devrait donc se maintenir à un niveau relativement élevé. Enfin, les ménages pourraient avancer leurs achats d'ici au 31 décembre, qui marquera la fin de la baisse temporaire de la TVA.

¹ Les entreprises « zombies » sont celles qui ne dégagent pas suffisamment de bénéfices pour couvrir leurs charges financières sur le long terme.

LA BAISSÉ DES PROFITS PÈSE SUR LES DÉPENSES EN CAPITAL



GRAPHIQUE 3

MOYENNE MOBILE SUR 4 TRIMESTRES
SOURCES : DESTATIS, BNP PARIBAS

Par ailleurs, la morosité de l'investissement pourrait perdurer en raison de l'érosion des marges bénéficiaires des entreprises, qui auront du mal à répercuter les coûts liés à la pandémie de Covid-19 sur les prix de vente.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



FRANCE

DE RAPIDE, LE RETOUR À LA NORMALE SE FAIT PLUS ASYMPTOTIQUE

Après un redémarrage rapide en mai et juin, l'économie est revenue à 95% de son niveau normal en août. L'amélioration se fait néanmoins plus asymptotique à mesure que les effets mécaniques du rattrapage s'estompent, et du fait des fortes disparités sectorielles, des contraintes et des incertitudes sanitaires qui persistent. Le rebond au T3 s'annonce toutefois important (de l'ordre de +15% t/t). C'est au T4 que la croissance retomberait comme un soufflé et que se joue la suite de la reprise. D'où l'importance du plan de relance, de son double rôle d'amortisseur des séquelles de la crise et de renfort du redémarrage en cours. Nous estimons son impact sur la croissance en 2021 à +0,6 point, ce qui la porterait à 6,9% après avoir plongé de 9,8% en 2020.

APRÈS LE GRAND PLONGEON, LE GRAND REBOND

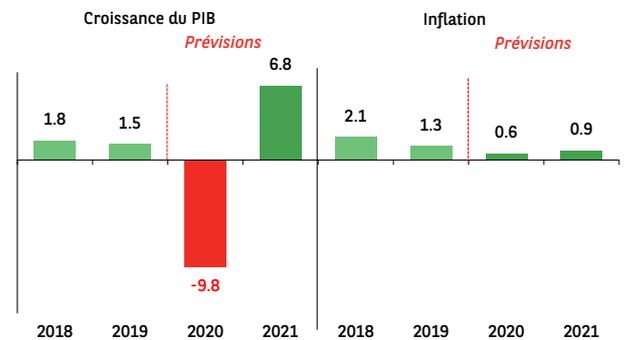
D'après la deuxième estimation de l'INSEE, le PIB français a chuté de 13,8% t/t au T2 2020, après déjà -5,9% t/t au T1. La contraction du PIB au T2 est un peu moins importante que d'après la première prévision de l'INSEE (-20% t/t) ou de la Banque de France (-15% t/t), rehaussées ensuite à -17% et -14%, respectivement. Comme au T1, mais en plus prononcé, l'ensemble des composantes du PIB ont accusé une chute considérable. Par ordre croissant d'ampleur de la baisse, la consommation publique arrive en premier (-10,3% t/t), suivie de la consommation privée (-11,8%), de l'investissement des entreprises non financières (-13,4%), des importations (-16,4%), de l'investissement des ménages (-17,1%), de celui des administrations publiques (-17,4%) et, enfin, des exportations (-25% t/t). La contribution très positive des variations de stocks (+0,9 point de pourcentage) atténue un peu la chute globale.

On retiendra aussi, des résultats détaillés des comptes trimestriels du T2, la baisse très amortie du revenu disponible brut des ménages (-2,3% t/t après -0,3% t/t au T1), le bond qui s'ensuit de près de 8 points de leur taux d'épargne (à 27,4%, après déjà +5 points au T1) et la détérioration marquée du taux de marge des sociétés non financières (-3 points au T2, à 26%, après déjà -4 points au T1). La question qui se pose désormais est de savoir à quelle vitesse ces indicateurs vont retrouver leur niveau d'avant-crise (15% pour le taux d'épargne et 33% pour le taux de marge) et l'ampleur du soutien (déblocage de l'épargne forcée) et du frein (reconstitution des marges) à la croissance que cela représentera.

La baisse un peu moins importante qu'anticipé du PIB au T2 résulte de la vigueur du redémarrage de l'économie depuis le 11 mai dernier et la sortie du confinement. Le rebond est visible notamment dans le redressement des enquêtes sur le climat des affaires (+38 points entre mai et août pour l'indice composite de l'INSEE, +46 points pour le PMI de Markit entre mai et juillet), des dépenses de consommation des ménages en biens et de la production industrielle (+50% et +41% entre avril et juillet, respectivement).

Il reste toutefois incomplet. L'INSEE, comme la Banque de France, estime que l'économie était, en août, à 95% de son niveau normal. L'indice composite du climat des affaires de l'INSEE reste 9 points sous sa moyenne de référence 100. La consommation en biens a dépassé son niveau d'avant-crise mais celle de services reste déprimée, laissant, en août, la consommation totale 2% en-deçà de son niveau d'avant-crise selon l'INSEE. La production industrielle est encore 7% sous son niveau de février 2020. De plus, le rythme du retour à la normale se fait plus asymptotique à mesure que les effets mécaniques du rattrapage s'estompent, et du fait des contraintes et incertitudes sanitaires qui persistent. En mai, selon l'INSEE, l'économie fonctionnait à 82% de son niveau normal, une amélioration de 12 points par rapport à avril (au moment du creux). En juin, le gain se montait à 9 points, en juillet à

CROISSANCE ET INFLATION (%)

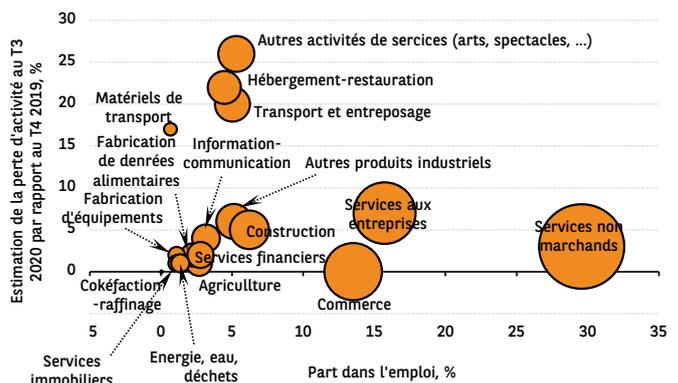


GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

DISPARITÉS SECTORIELLES

La taille des bulles correspond à la part de l'emploi



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE (ESTIMATION DU 8 SEPTEMBRE), BNP PARIBAS

3 points et en août à 1 point. Le recul de l'indice PMI, de 6 points à 51,6 en août, marque aussi le retour à une réalité moins optimiste.

Le redressement de l'économie reste également freiné par les fortes disparités sectorielles qui affectent aussi les perspectives d'emploi. Les secteurs les plus en difficulté (perte d'activité au T3 2020 par rapport au T4 2019 égale ou supérieure à 5%) comptent, en effet, pour environ 40% de l'emploi (cf. graphique 2).



Le rebond mécanique de la croissance au T3 s'annonce toutefois important (17% t/t selon l'INSEE, 16% selon la Banque de France, 13% selon nous). Mais ce qui est récupéré au T3 se fait au détriment du T4 : la croissance retomberait comme un soufflé à 2,5% t/t d'après nos prévisions (1% t/t selon l'INSEE). Sur l'ensemble de 2020, la contraction du PIB atteindrait 9,8%. Toutes choses égales par ailleurs, le moindre élan de la croissance fin 2020 pèsera aussi sur 2021. Mais c'est sans compter le plan de relance dont nous estimons l'impact sur la croissance à +0,6 point (sous l'hypothèse conservatrice d'un multiplicateur de 0,5 et que 30% des EUR 100 mds de France Relance sont injectés en 2021). En 2021, la croissance s'élèverait ainsi à 6,9% en moyenne annuelle (comme le consensus). Cette prévision est assortie de risques équilibrés : le plan de relance représente un risque haussier mais la situation sanitaire et les incertitudes liées au Brexit et aux élections américaines constituent des risques baissiers. Pour reprendre les termes de l'INSEE, le moteur de la croissance est à la fois bridé et dopé. À titre de comparaison, l'OCDE est plus pessimiste (5,8%) et la Banque de France plus optimiste (7,4%), ainsi que le gouvernement (8%), sachant que la Banque de France précise ne tenir que partiellement compte du plan de relance faute de disposer de tous les détails. À noter aussi que, d'après la Banque centrale, le PIB français reviendrait à son niveau d'avant-crise début 2022, plus vite que la zone euro.

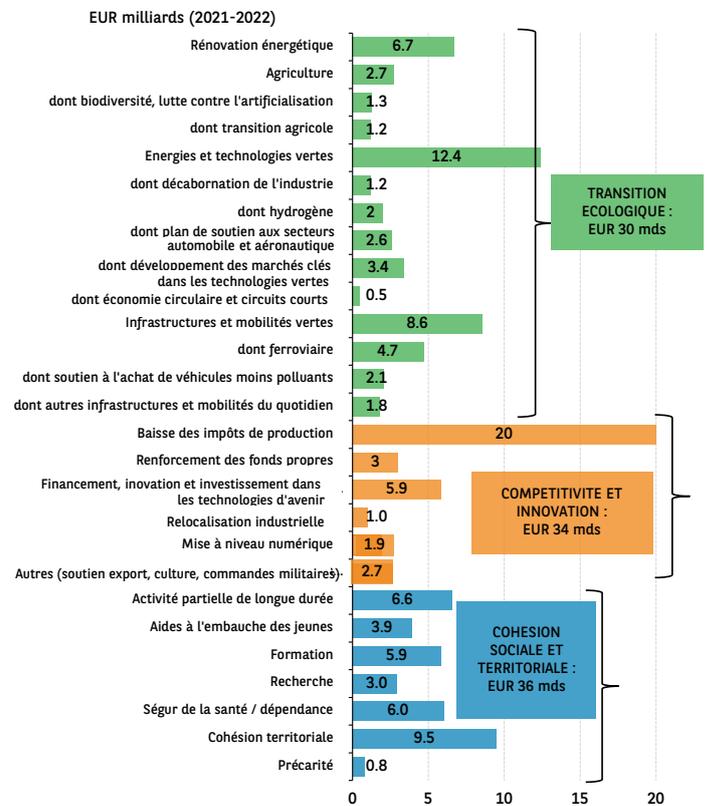
FRANCE RELANCE : UN RENFORT BUDGÉTAIRE DE TAILLE MAIS DONT IL EST DIFFICILE DE JUGER DE L'EFFICACITÉ

Les enjeux du plan France Relance sont grands puisqu'il s'agit non seulement de soutenir la croissance à court terme (éviter que le redémarrage en cours ne fasse long feu, avec en ligne de mire le retour du PIB à son niveau d'avant-crise en 2022) et aussi de la renforcer à moyen-long terme pour « construire aujourd'hui la France de 2030 ». D'où l'accent mis sur les mesures d'offre plutôt que de demande. Le soutien important aux entreprises vient aussi du coût de la crise, plus élevé pour elles que pour les ménages. Dans le plan de relance, le soutien à ces derniers passe par le soutien à l'emploi, et celui-ci passe par le soutien aux entreprises dans le volet « compétitivité », mais pas seulement. D'autres mesures, plus directes, sont consacrées à l'emploi dans le volet « cohésion ». Des retombées positives peuvent également être attendues du soutien à la transition écologique. L'emploi est la variable charnière entre l'offre et la demande. Ce n'est pas sans raison qu'il est au cœur du plan de relance.

Les sommes mises sur la table sont importantes à n'en pas douter. Elles se répartissent, à dessein, de manière à peu près équilibrée, entre les trois piliers du plan (écologie, compétitivité, cohésion), peu contestables dans leur formulation. Tout le débat porte désormais sur l'efficacité que l'on peut attendre de ce plan, à court terme comme à long terme. Or, il est encore difficile d'en juger pour le moment. Plus exactement, si on peut en attendre un effet positif, son ampleur est incertaine.

Se pose, pour commencer, la question de la vitesse à laquelle les EUR 100 mds vont être réellement injectés, de leur répartition entre 2021 et 2022 et entre mesures *front-loaded* et *back-loaded*. On espère des éclaircissements à ce sujet lors de la présentation, fin septembre, du budget 2021. L'efficacité du plan pourrait aussi être desservie par son ambition et un risque de déperdition et de dilution. On peut, en effet, se demander si le double rôle d'amortisseur (des séquelles de la crise) et de renfort (du redémarrage en cours et de la croissance de demain) n'est pas trop ambitieux pour un seul plan. On peut, de même, s'inquiéter de ce qu'un instrument (par exemple, la baisse des impôts de production) serve plusieurs objectifs (la compétitivité, l'emploi, l'innovation, la relocalisation). Ce qui amène à la question de la suffisance

MONTANTS ET MESURES-PHARE DE FRANCE RELANCE



SOURCES : GOUVERNEMENT FRANÇAIS, BNP PARIBAS

des moyens engagés, en montant et dans la durée. Celle du ciblage et de la bonne allocation des ressources est également sous-jacente : ce sera un point de vigilance du gouvernement.

Le parti pris du soutien à l'offre n'est pas sans risque non plus. Depuis l'été, en effet, le risque d'un choc significatif de demande émerge des enquêtes de conjoncture : d'après l'INSEE, les entreprises sont nombreuses à craindre de perdre des débouchés. Les soutenir en réduisant leurs coûts de production et en augmentant leur potentiel de développement par l'innovation est nécessaire, mais il n'est pas certain que ce soit suffisant dans les circonstances actuelles : un soutien à la demande, plus direct, visible et immédiat, est peut-être à considérer. Pour ce faire, les regards se tournent vers la manne de l'épargne forcée accumulée par les ménages, la meilleure manière de la débloquer au plus vite et d'éviter qu'elle ne se transforme en épargne de précaution. Or, il n'y a pas de réponse évidente. Le gouvernement n'a, ainsi, pour l'instant, pas retenu l'option d'une baisse temporaire de la TVA comme en Allemagne, la jugeant inappropriée. Il mise sur l'effet positif du plan de relance sur l'emploi : plus les ménages seront rassurés sur ce front, plus ils consommeront.

Hélène Baudchon

hélène.baudchon@bnpparibas.com



VERS UNE REPRISE INCERTAINE

Au T2 2020, le PIB réel s'est effondré de 12,8%, retrouvant les niveaux des années 1990. La récession s'explique principalement par la chute de la demande intérieure : les ménages ont réduit leurs dépenses et les investissements ont baissé de 15%. La contraction économique a été générale. Les signaux sont contrastés dans l'immobilier : les prix ont grimpé au T1 2020 alors que le volume des transactions était en net repli. Les données récentes indiquent un rebond de l'économie, mais le scénario demeure incertain. La vigueur de la reprise dépendra du comportement des entreprises et des ménages, qui sera lui-même fonction de l'évolution de la pandémie. Dans le secteur immobilier, l'année pourrait s'achever sur une forte baisse des prix comme du nombre d'opérations. Les transactions ne devraient partiellement se redresser qu'en 2022.

RETOUR AUX ANNÉES 1990

L'Italie a été le premier pays occidental touché par l'épidémie de Covid-19. Elle a adopté des mesures de restriction sévères, quelques semaines avant les autres pays, pour contenir la propagation du virus. La limitation des déplacements et des interactions sociales, ainsi que la mise à l'arrêt de nombreuses activités de production ont eu un impact sévère sur l'économie. Au T2 2020, au plus fort du confinement, le PIB réel s'est effondré de 12,8% t/t (-5,5% au T1 2020). La contribution des exportations nettes a été négative (-2,4%), les exportations ayant reculé davantage que les importations (respectivement, de -26,4% et -20,5%), de même que celle des stocks (-0,9%). En rythme annuel, l'économie s'est contractée de 17,7%, pour revenir aux niveaux observés au début des années 1990.

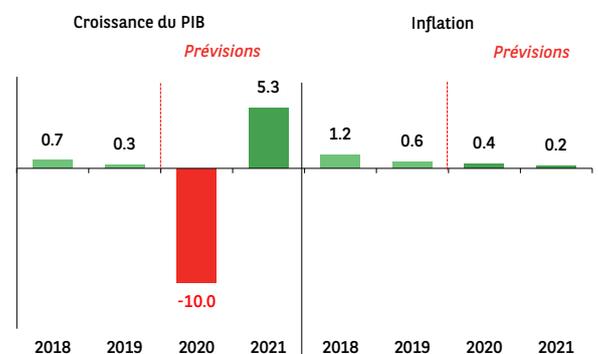
La contraction économique a été générale. Dans le secteur manufacturier, qui connaissait déjà un ralentissement de l'activité depuis le début de 2018, la valeur ajoutée a baissé de 22,2% au T2 (-9,1% au T1). Au cours du premier semestre 2020, la production a chuté de plus de 30% dans le secteur des moyens de transport et dans celui du textile, de l'habillement et de la chaussure, tandis que dans les secteurs des produits alimentaires et pharmaceutiques la production est en léger retrait. Dans le secteur des services, qui était le seul à avoir effacé les pertes enregistrées lors des deux récessions précédentes, la valeur ajoutée a baissé de 11% au T2 (-4,7% au T1). Suite aux restrictions draconiennes imposées sur les voyages, le chiffre d'affaires des activités de services dans l'hôtellerie-restauration a plongé de plus de 60%. Selon les chiffres des comptes courants, les recettes du tourisme international en Italie se sont effondrées, passant de EUR 12 mds au T2 2019 à EUR 1,8 md au T2 2020, tandis que le nombre de touristes étrangers est tombé de 25,9 à 4,9 millions.

UNE DEMANDE INTÉRIEURE LÉTHARGIQUE

Au T2, le plongeon impressionnant du PIB a continué à être principalement alimenté par la chute de la demande intérieure, avec une contribution négative de 9,5%.

La consommation privée a baissé de 6,7% au T1 et de 11,3% au T2, contribuant à hauteur de plus de dix points de pourcentage à la contraction économique enregistrée au premier semestre de l'année. Les consommateurs italiens ont réduit leurs dépenses de plus de EUR 45 mds, notamment en services et biens durables. La situation économique des ménages s'est encore aggravée. Malgré l'introduction d'une interdiction temporaire de licenciement, plus de 750 000 personnes ont perdu leur emploi entre le T4 2019 et le T2 2020; en juin, le taux d'emploi se situait à environ 1,5 point de pourcentage en deçà du pic atteint en 2019, tandis que le nombre d'heures ouvrées a baissé de près de 20%. L'évolution de la confiance des consommateurs montre que la propension à épargner s'est aussi probablement maintenue à

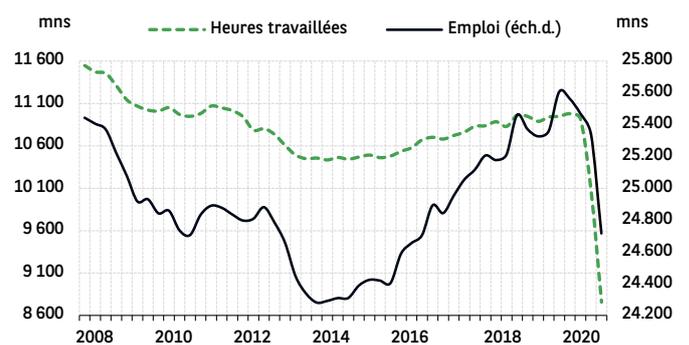
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

MARCHÉ DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 2

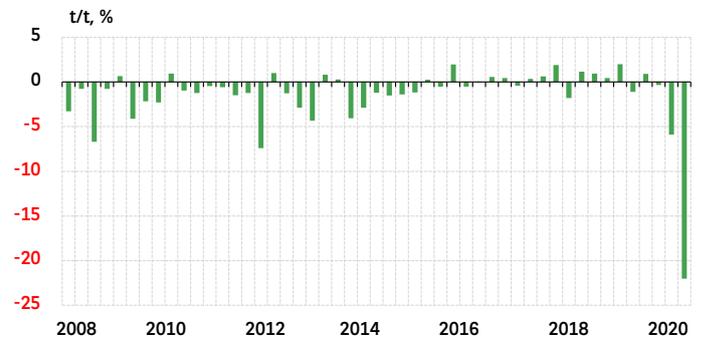
SOURCES : BNL, CALCULS DE L'INSTITUT ÉCONOMIQUE ITALIEN

un haut niveau au T2, après avoir dépassé la barre de 12%, un record depuis quinze ans. Quoiqu'en baisse par rapport au record atteint en avril, le montant des dépôts bancaires reste supérieur de EUR 23 mds au niveau de décembre 2019.

La chute considérable de l'investissement (-15% au T2 et -7,5% au T1), qui a amputé la croissance du PIB d'environ quatre points de pourcentage, fait également écho à la dynamique récente de la

demande intérieure.

VALEUR AJOUTÉE DU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BNL, CALCULS DE L'INSTITUT ÉCONOMIQUE ITALIEN



ESPAGNE

16

VERS UN RECENTRAGE DES MESURES DE SOUTIEN ?

L'Espagne a enregistré une chute record d'activité de 22,7% au premier semestre 2020. Alors que le déficit public pourrait atteindre plus de 10% du PIB cette année, des décisions délicates se posent désormais à l'exécutif espagnol, notamment concernant les conditions d'attribution du chômage partiel. Le rebond de l'activité industrielle depuis le déconfinement constitue un soutien à la reprise meilleur qu'attendu, mais il ne compense que faiblement les pertes dans les autres secteurs. À l'instar d'autres pays, le dernier trimestre 2020 sera une période charnière pour l'Espagne. Un soutien fort à l'emploi et à l'investissement (grâce au plan de relance présenté cet automne) sera nécessaire, avec un recentrage des aides sur les secteurs durablement impactés par la crise.

L'Espagne a été l'économie la plus touchée par la Covid-19 au sein de la zone euro. Le PIB réel a ainsi plongé de 18,5% au deuxième trimestre. Les baisses ont été très marquées pour l'ensemble des composants de la demande (consommation, investissement et exportations). Nous prévoyons désormais une contraction du PIB de 13,0% en 2020, suivie d'un redressement de 5,0% en 2021.

Pour faire face à la recrudescence des cas de contamination dans le pays, de nouvelles restrictions ont été mises en place à l'échelle locale, et en particulier à Madrid. L'aggravation de l'épidémie pourrait freiner la reprise de l'activité économique dans les mois à venir, bien que la situation actuelle n'a, pour l'heure, rien de comparable avec celle de février-mars. L'indicateur de confiance des directeurs d'achat (PMI) a rebasculé en zone de contraction de l'activité en août (48,4 pour l'indice composite).

L'INDUSTRIE «TIRE» LA REPRISE

L'industrie a connu néanmoins une reprise vigoureuse au cours de l'été, portée par un rebond des biens de consommation et, notamment, des biens durables. En effet, les ventes d'automobiles sont repassées dès juillet au-dessus de leur niveau du début d'année, avant de fléchir en août. La mise en place en juin du dispositif gouvernemental « Renove 2020 », qui subventionne l'achat de véhicules plus propres, a stimulé la demande. Ainsi, la production industrielle n'était en juillet plus que 3,5% en dessous de son niveau d'avant-crise.

Cette reprise de la demande en biens de consommation s'observe ailleurs en Europe (France, Italie). Elle a permis à l'Espagne un redressement de ses exportations plus conséquent que celui de ses importations. La balance commerciale s'est ainsi améliorée, enregistrant en juin un surplus (EUR 746,9 millions), ce qui n'était pas arrivé depuis le démarrage des statistiques actuelles.¹ Cette hausse ne compense néanmoins que partiellement les pertes de revenus liées à l'activité touristique, qui ont fait plonger la balance des services. Le compte courant s'est, en conséquence, détérioré cet été.

En effet, l'économie espagnole reste structurellement plus exposée à la crise actuelle que ses voisins européens, car elle repose davantage sur les services, des secteurs peu concurrentiels (commerce de détail, construction, hôtellerie, restauration), et les petites entreprises.² Ces activités sont les plus touchées par les restrictions sanitaires, ainsi que par la chute du tourisme. Ce dernier a eu, en effet, beaucoup de mal à se relever au cours de l'été. En juillet, le taux d'occupation hôtelier s'établissait ainsi à seulement 35,6%.

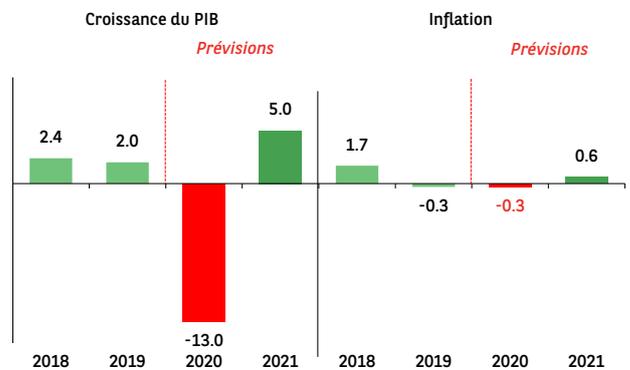
Il est encore trop tôt pour juger de l'impact total de cette crise sur le marché du travail. Le taux de chômage est remonté à 15,8% en juillet et le niveau d'emploi restait, en août, bien en dessous de celui du début d'année (-3,5% par rapport à février).³

¹ Janvier 1985, données ajustées des variations saisonnières.

² Pour plus de détail, voir BNP Paribas Ecoflash « Zone Euro : À chaque pays, sa reprise économique », 20 mai 2020.

³ Agence pour l'emploi espagnole (SEPE). Plus précisément, ce chiffre correspond au nombre de travailleurs affiliés à la sécurité sociale.

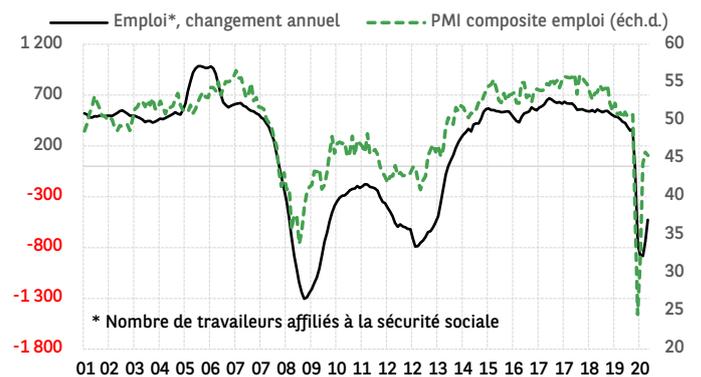
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INDICE PMI ET EMPLOI



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MARKIT, AGENCE ESPAGNOLE POUR L'EMPLOI, BNP PARIBAS

Cependant, on observe une reprise progressive, bien que modérée, du retour à l'emploi depuis le déconfinement. Les indices PMI pointent par ailleurs vers une poursuite de cette tendance (cf. graphique 2). Ce redressement reste bien entendu fragile et dépendra étroitement de l'évolution de l'épidémie dans les prochaines semaines et les prochains mois.



Les jeunes travailleurs ont néanmoins été frappés plus durement par la crise du fait de contrats souvent plus précaires (de courtes durées, saisonniers, intérimaires). Le taux de chômage pour les 15-24 ans a ainsi augmenté de plus de 10 points cette année, jusqu'à atteindre 41,7% en juillet. Même si ce taux reste près de quinze points inférieur au pic de 2013⁴, la réintégration de cette catégorie de travailleurs restera l'un des défis majeurs de l'exécutif espagnol pour les années à venir.

CASSE-TÊTE BUDGÉTAIRE

Le gouvernement espagnol fait face, à l'instar d'autres pays, au casse-tête du recalibrage du dispositif de chômage partiel (ERTE). Le dispositif actuel, qui expirera pour l'heure le 30 septembre, sera certainement prolongé. Mais il devra devenir plus sélectif et se limiter aux secteurs les plus touchés par les restrictions sanitaires ou ceux faisant face aux périodes de récupération économique les plus longues (aéronautique, automobiles notamment). En contrepartie, le ministère du Travail a prolongé le durcissement des conditions de licenciement jusqu'en 2021, durcissement qui se traduit principalement par une hausse des indemnités de licenciement. Selon le ministère, il y avait fin août près de 813 000 travailleurs au chômage partiel, contre environ 3,4 millions au plus fort du confinement en mai.

Cet ajustement des mesures de soutien à l'emploi s'exerce, bien entendu, dans un contexte de forte dégradation des finances publiques. La Banque d'Espagne, dans ses dernières projections de septembre, prévoit désormais un déficit budgétaire compris entre 10,8% et 12,1% du PIB suivant le scénario envisagé.⁵ Le ratio de dette sur PIB augmente, dans les deux scénarios, de plus de 20 points (entre 116,8% et 120,6%).

Les sommes allouées à l'Espagne par le Fonds de relance européen (Next Generation EU) devraient néanmoins permettre au gouvernement de Pedro Sanchez la mise en place d'un plan de relance conséquent. Selon les termes de l'accord obtenu le 21 juillet, l'Espagne obtiendrait EUR 72,7 mds de subventions, une somme étalée jusqu'en 2026, qui équivaut à 5,8% du PIB national.

Pour percevoir ces fonds, le plan de relance national devra recevoir l'aval de la Commission européenne. Le gouvernement a d'ores et déjà dévoilé un grand programme d'investissement dans le secteur du numérique (España 2025). Ce programme, mené conjointement par le secteur public et le secteur privé, s'étalera jusqu'en 2025, et mobilisera au total EUR 140 mds, dont EUR 70 mds seront alloués entre 2020 et 2023. Après des mesures d'urgence prises cet été, notamment pour soutenir le secteur automobile et le tourisme, le gouvernement tracera dans les prochains mois une feuille de route, qui sera centrée davantage sur la compétitivité et la transformation économique du pays.

VERS UNE DÉFLATION DANS LES SERVICES ?

La chute d'activité du premier semestre a un effet baissier de plus en plus notable sur les prix à la consommation. L'indice des prix à la consommation (IPC) enregistrait une baisse de 0,52% en glissement annuel (g.a.) en août. L'IPC sous-jacent (hors énergie et aliments périssables) n'a grimpé que de 0,43% (g.a.) en août, soit la plus faible hausse depuis avril 2015. Cela est en partie dû aux prix des services, secteur dont l'activité a été affectée bien plus fortement de d'autres par les mesures de restriction. En effet, la baisse de l'IPC des services (hors loyers), au cours des six derniers mois, était la plus marquée

ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

IPC août 2020	Poids dans l'IPC	Glissement annuel (g.a.)	Contribution au g.a.	% 6 derniers mois	Contribution, % 6 derniers mois
IPC total	100,00	-0,52	-0,52	-0,79	-0,79
IPC sous-jacent (hors produits frais & énergie)	80,55	0,43	0,34	-0,13	-0,11
Alimentation & boissons non alcoolisées	19,49	2,20	0,43	0,81	0,16
Boissons alcoolisées & tabac	2,85	0,50	0,01	0,23	0,01
Habillement & chaussures	6,49	1,04	0,06	0,46	0,03
Loyer eau, électricité, gaz et fioul	13,37	-2,74	-0,37	-0,95	-0,12
Fournitures & équipements ménagers	5,77	0,44	0,02	0,39	0,02
Santé	3,89	0,50	0,02	0,37	0,01
Transports	15,40	-4,40	-0,71	-4,45	-0,72
Communications	3,81	-1,22	-0,05	-0,57	-0,02
Loisirs & culture	8,41	-2,06	-0,17	-1,92	-0,15
Éducation	1,64	0,82	0,01	0,39	0,01
Restaurants & hôtels	12,05	0,47	0,06	-0,59	-0,07
Autres biens et services	6,82	1,51	0,10	0,70	0,05

TABLEAU

SOURCES : OFFICE DES STATISTIQUES ESPAGNOL (INE), BNP PARIBAS

depuis le début des statistiques actuelles (janvier 2002). Au cours des six derniers mois, les prix ont chuté dans les loisirs, l'événementiel, la restauration et l'hôtellerie, venant s'ajouter à la baisse des prix dans les transports, ceux du gaz et de l'électricité (cf. tableau).

L'impact baissier est également visible sur le marché immobilier malgré des taux d'emprunt historiquement bas.⁶ Les prix immobiliers ont ainsi chuté de 2,3% entre août et mai (indice TINSAs)⁷. Malgré cela, l'inflation pourrait remonter en 2021, à mesure que l'effet de la chute des prix de l'énergie, observée au début de l'année 2020, s'atténue.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

⁴ 55,9% en juillet 2013

⁵ https://www.bde.es/bde/en/secciones/informes/boletines/relac/Boletin_Economico/Informes_de_proy/

⁶ Selon la Banque d'Espagne, le taux d'emprunt immobilier moyen s'établissait à 1,92% en juillet.

⁷ Le prix moyen du mètre carré de terrain a chuté de 15,2% (g.a.) au T2, sous l'effet du confinement. Voir El Economista « El precio del suelo urbano se hunde un 15% y cae por debajo de los mínimos de 2013 », 16 septembre 2020.



DES RESSOURCES BUDGÉTAIRES SUFFISANTES POUR FINANCER LA RELANCE

La contraction économique (-8,5 %) est moins importante que dans les pays voisins. Les données d'activité confirment un rebond au troisième trimestre malgré le poids des règles de distanciation sociale, en particulier dans les services. Grâce à de solides amortisseurs financiers, l'État est en mesure de supporter les coûts considérables entraînés par la pandémie de Covid-19. Selon les prévisions pour 2021, le déficit devrait s'élever à environ 5 % du PIB et la dette publique, dépasser à peine la barre des 60 %. La coalition de centre-droit perdra probablement la majorité lors des prochaines élections législatives en mars 2021. Dans l'hypothèse d'un bon score des socio-démocrates et des verts, la formation d'une « coalition pourpre » serait une option possible.

REBOND APRÈS LE CONFINEMENT

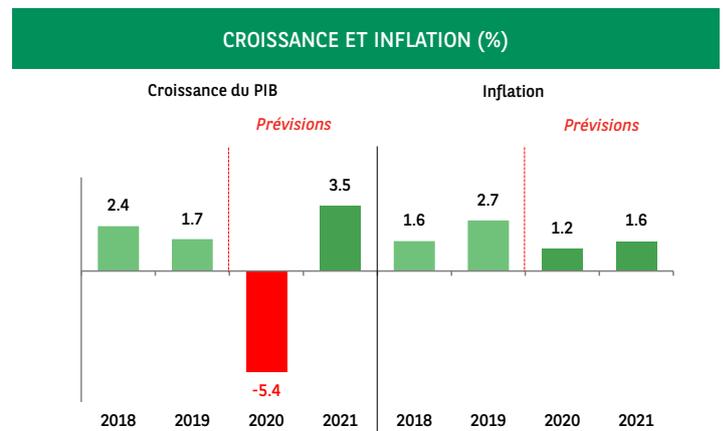
L'activité économique s'est nettement contractée au T2, avec un repli de 8,5 %, un taux qui soutient favorablement la comparaison avec les pays voisins l'Allemagne (-9,7 %) et la Belgique (-12,1 %), où les mesures de confinement ont été plus strictes. Depuis le mois de mai, le climat économique s'est progressivement amélioré, en phase avec la levée des restrictions liées au confinement. Cependant, l'indicateur du sentiment économique, en hausse depuis mai, est resté inférieur de 5 % à sa moyenne de long terme. Les données d'activité confirment le redressement progressif de l'économie. En juillet, la production industrielle était en repli de près de 6 % en glissement annuel, contre -12 % en avril-mai. Dans certains services, les règles de distanciation sociale ont empêché la réouverture des entreprises ou ralenti leur activité. Au T2, le chiffre d'affaires du secteur de l'hôtellerie-restauration a chuté de 60 % en g.a. En revanche, les ventes au détail sont en forte hausse depuis la réouverture des magasins. En juillet, les ventes en volume avaient progressé de 7 % en g.a.

Le plan d'urgence, lancé en mars par le gouvernement pour protéger l'emploi et les entreprises, a démontré son efficacité. Le taux de chômage a légèrement augmenté pour atteindre 4,5 %, soit un point de plus qu'avant la crise, grâce à un large recours aux dispositifs de chômage partiel (NOW) et de soutien aux revenus des travailleurs indépendants (TOZO). Sur la période juin-août, 1,4 million de travailleurs en ont bénéficié, soit 16 % de la population active.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTE TRÈS ACCOMMODANTE

Grâce à d'importants amortisseurs financiers, le gouvernement est en mesure de faire face aux coûts substantiels entraînés par la pandémie de Covid-19. Les mesures discrétionnaires et les stabilisateurs automatiques pourraient avoir un impact négatif de près de EUR 70 mds (ou 8,7 % du PIB) sur les finances publiques. En conséquence, le déficit budgétaire devrait s'élever à 7,6 % du PIB en 2020. La dette, qui comprend également les prêts directs et les reports de paiement de l'impôt, pourrait augmenter aux environs de 60 % du PIB contre 49 % en 2019.

En septembre, le gouvernement a présenté son budget pour 2021. La situation économique impose une politique budgétaire très accommodante. Cependant, avec la fin de certaines mesures discrétionnaires, le déficit prévu (5 % du PIB) devrait être légèrement inférieur à celui de 2020. La dette devrait néanmoins continuer à augmenter à 62 % du PIB. Les ménages vont bénéficier de réductions d'impôts, décidées avant l'épidémie de Covid-19. Le secteur des entreprises, en revanche, sera confronté à une hausse de la fiscalité avec la fin des mesures de soutien et l'abandon du projet de réduction du taux d'imposition des sociétés. En 2021, le pouvoir d'achat augmentera en moyenne de 0,8 %, contre



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

2,2 % en 2020. Les ménages des classes moyennes et ceux avec enfants devraient, notamment, en bénéficier. Enfin, le gouvernement a annoncé la création d'un fonds national de croissance pour le développement des connaissances, les infrastructures, la recherche et l'innovation. Une commission indépendante sera chargée d'approuver les projets concernés. Le Fonds sera doté d'un montant total de EUR 20 mds pour la période 2021-2026, dont EUR 1 md sera dépensé en 2021.

INCERTITUDE POLITIQUE EN PERSPECTIVE

Il sera difficile de former un gouvernement à l'issue des prochaines législatives de mars 2021. Selon les résultats des sondages, le VVD (libéraux-conservateurs), parti du Premier ministre Mark Rutte restera la formation la plus importante, mais la coalition de centre-droit au pouvoir n'aura plus la majorité. De plus, les partis d'extrême droite (PVV et FvD) devraient remporter environ 25 % des voix. Si les socio-démocrates et les verts font un bon score, le retour d'une « coalition pourpre » – sans les chrétiens-démocrates – serait une option possible. La formation d'un nouveau gouvernement pourrait prendre du temps.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

BELGIQUE

19

PLUS ROBUSTE QU'ATTENDU, MAIS LA NOUVELLE COALITION DEVRA FAIRE DES CHOIX DIFFICILES

L'économie belge pourrait se contracter de 7,5% cette année, puis croître de 4,6% en 2021. La tenue de la consommation plaide pour une reprise dynamique mais l'investissement reste hésitant, une faiblesse que les dépenses publiques pourraient en partie compenser. Le pays vient de se doter d'un nouveau gouvernement seize mois après les élections. La nouvelle coalition devra jongler avec les mesures de soutien à court terme et le programme de réduction du déficit à moyen terme.

Les chiffres du PIB portent déjà les stigmates de la pandémie de coronavirus, en retrait de 3,4% au T1 2020 par rapport au T4 2019. L'impact du confinement ayant essentiellement été ressenti à partir de la fin mars seulement, le PIB du deuxième trimestre a ainsi été encore plus impacté, en baisse de 12,1%. L'industrie et le BTP plongent d'environ 13%, et les services de 11,5% par rapport au T1 2020.

La reprise économique devrait être partielle sur le reste de l'année, portée par la consommation des ménages et les mesures de relance. Le rebond de l'investissement sera plus tardif, avec un retour aux niveaux de 2019 courant 2022. Pour l'ensemble de l'économie, la progression trimestrielle du PIB devrait retrouver son niveau du T4 2019 fin 2022.

LA CONFIANCE DES MÉNAGES A COMMENCÉ À REBONDIR

Une enquête de la Banque nationale de Belgique dénombre trois facteurs responsables de la chute de la consommation au début de l'été : les fermetures de magasins, l'ambiance délétère dans les commerces et la peur de la contamination. Le premier facteur a plus ou moins disparu avec la fin du confinement, mais le plaisir de faire des achats devrait continuer de pâtir des mesures de distanciation, au moins jusqu'à ce qu'un vaccin soit accessible au plus grand nombre. Il en va de même de la peur de la contamination, qui affecte directement la confiance.

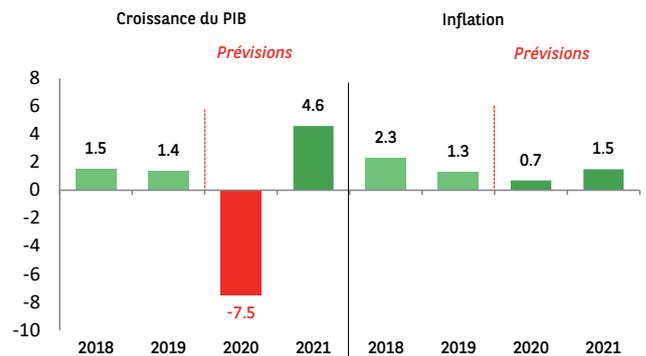
La confiance des ménages a commencé à rebondir en juin et en juillet, mais le reconfinement partiel imposé dans certaines provinces semble avoir pesé en août également, avec un retour au niveau du mai, qui était le plus faible niveau observé depuis 1993. Le taux d'épargne a probablement augmenté en raison de l'épargne contrainte accumulée durant le confinement. La perte de confiance des ménages pourrait « solidifier » une partie de cette épargne au cours des prochains mois, ce qui pourrait peser sur la consommation. Dans l'ensemble néanmoins, le pouvoir d'achat devrait se maintenir au cours des deux prochaines années. L'économie a, en outre, bénéficié ces derniers mois de l'absence des départs en vacances : avec la décimation du tourisme international, les dépenses des touristes étrangers ont quasiment disparu, mais les Belges, empêchés de se rendre à l'étranger, ont davantage dépensé. Au total, le bilan a été positif pour l'économie belge dans son ensemble.

IMPACT VARIABLE DE LA COVID-19 SUR LES ENTREPRISES

L'impact de la Covid-19 sur les entreprises varie selon les secteurs. L'enquête de la Banque nationale de Belgique révèle que, tous secteurs confondus, 8% des entreprises belges estimaient fin août 2020 leur faillite probable au cours des prochains mois. Dans les secteurs de l'hôtellerie-restauration, de l'événementiel, des loisirs et du transport routier notamment, la proportion atteint un tiers. La même enquête montre que le nombre total d'entreprises qui s'estiment incapables de poursuivre leur activité au-delà des trois prochains mois s'est réduit de 40% en mars à 20% en août.

L'investissement des entreprises, qui représente environ 70% de la formation brute de capital fixe, pourrait terminer l'année en recul

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

de 20% par rapport à 2019, en année pleine. La faiblesse des taux d'utilisation des capacités, les incertitudes et les pressions sur les marges bénéficiaires sont principalement à blâmer.

LE TAUX DE CHÔMAGE ATTEINDRAIT UN PIC

Le nombre de salariés en chômage partiel a culminé en avril à 1,2 million de bénéficiaires. Depuis, ce chiffre n'a cessé de décliner tous les mois, avoisinant 300 000 personnes en juillet. La enquête de la Banque nationale de Belgique fait en outre apparaître, de façon intéressante, que les entreprises anticipaient le licenciement de 20% de leurs salariés en chômage partiel.

Avec un total de 30 000 demandeurs d'emploi supplémentaires depuis le début de l'année, cette anticipation ne s'est pas jusqu'ici matérialisée. En fait, le chômage est revenu à son niveau de début 2019, considéré à l'époque comme nettement en dessous du taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIURU).

À terme, le chômage partiel devrait revenir selon nous à son niveau moyen à long terme de l'ordre de 100 000 bénéficiaires d'ici le début de l'été prochain. Nous estimons qu'environ la moitié des 200 000 salariés sortis du dispositif de chômage partiel perdront leur emploi. Dès lors, le taux de chômage atteindrait un pic, avec quelque 130 000 demandeurs et demandeuses d'emploi de plus qu'au début de cette année.

LES RECETTES PUBLIQUES DEVRAIENT CHUTER

Les mesures mises en œuvre par le gouvernement pour soutenir l'économie vont significativement accroître le déficit budgétaire. Déjà, plus de EUR 16 mds de dépenses supplémentaires ont été annoncées, la Belgique ayant sollicité l'aide du fonds européen SURE pour contribuer au financement des mesures de sauvegarde de l'emploi.



Par ailleurs, les recettes publiques devraient chuter d'environ 15 milliards d'euros. Au total, nous anticipons une augmentation du déficit primaire d'au moins EUR 40 mds, portant le déficit public à -11,7 % en 2020.

Le gouverneur de la Banque nationale de Belgique a récemment déclaré que le déficit pourrait diminuer de 6 % d'ici 2023, ce qui nécessiterait la mise en œuvre d'un programme budgétaire clair. Alors que le pays vient de se doter d'un nouveau gouvernement, près de 500 jours après les dernières élections, les enjeux sont importants. La première priorité du nouveau gouvernement pour les prochaines années sera de soutenir la reprise, mais à plus long terme des mesures moins populaires ne pourront être évitées.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



FINLANDE

21

L'UNE DES ÉCONOMIES LES PLUS RÉSILIENTES D'EUROPE

L'économie finlandaise montrait déjà des signes de fragilité avant que la pandémie de Covid-19 survienne. En effet, la croissance du PIB s'était contractée au dernier trimestre 2019. Malgré cela, la Finlande s'est avérée l'une des économies les plus résilientes d'Europe. La pandémie a été relativement contenue, permettant aux autorités d'imposer des mesures de restriction plus souples que celles des autres pays européens. Une autre explication réside dans le soutien important apporté par le gouvernement.

Jusqu'ici, l'économie finlandaise a été l'une des moins affectées en Europe par la crise économique déclenchée par la pandémie de Covid-19. Au deuxième trimestre, le PIB s'est contracté de « seulement » 4,5%. De surcroît, la récession va certainement rester moins forte en Finlande que dans les autres pays d'Europe.

Tout d'abord, le pays a été relativement épargné par la crise sanitaire. Le taux de mortalité est parmi les plus bas d'Europe avec environ cinquante décès par million d'habitants, soit deux fois moins qu'en Allemagne et dix fois moins qu'en Suède ou en France. Cela, associé à un système de santé solide, a permis au gouvernement finlandais de mettre en place des mesures de restriction plus souples que dans la plupart des autres pays d'Europe – à l'exception notable de la Suède – d'après l'*Oxford Covid-19 Government Response Tracker*.

Par ailleurs, le gouvernement finlandais s'est largement mobilisé pour soutenir l'économie. Il a ainsi mis en place des mesures de soutien direct aux entreprises, augmenté l'assurance chômage et les prestations sociales, ou encore baissé temporairement les cotisations retraite du secteur privé. Le ministère des Finances estime que ces mesures s'élèveront à un total de EUR 6 mds en 2020, soit environ 2,5% du PIB de 2019. De plus, le gouvernement a promis des garanties de prêts pour plus de EUR 10 mds (4,2% du PIB de 2019), des capitalisations et l'assouplissement des modalités de paiement des impôts cette année. Les stabilisateurs automatiques devraient aussi apporter un soutien important aux entreprises et aux ménages en limitant leurs pertes de revenus. Au total, le FMI estime que, combiné à ces stabilisateurs, l'ensemble des mesures (fiscales, de liquidité et réglementaires) du gouvernement pourrait représenter un stimulus équivalent à près de 30% du PIB.

En ce qui concerne la politique monétaire, la Banque centrale européenne a significativement assoupli sa politique, notamment par l'augmentation massive de ses achats d'actifs ainsi que par l'extension et la baisse des coûts de ses programmes de refinancement pour les instituts de crédit.

DES RISQUES QUI PÈSENT SUR L'ÉCONOMIE

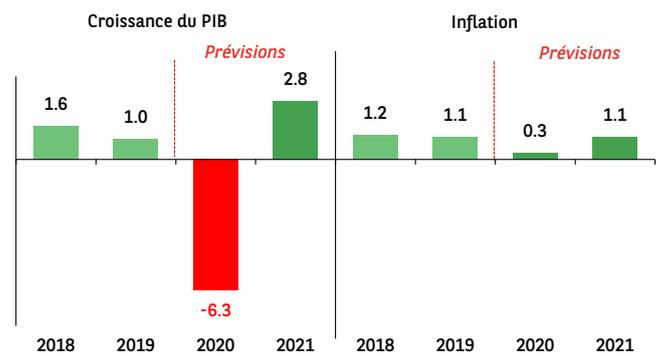
Si l'économie finlandaise apparaît bien positionnée pour sortir de la crise, elle présente des fragilités qui pourraient retarder, voire annihiler, la reprise.

Tout d'abord, le pays est très dépendant des échanges de biens intermédiaires, ce qui le rend vulnérable aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. Cela pourrait constituer un frein important à la reprise si le commerce mondial tardait à rebondir. Dans tous les cas, le ralentissement structurel des échanges depuis la crise financière mondiale devrait se poursuivre, et pourrait avoir des répercussions durables sur cette petite économie ouverte.

De plus, les finances publiques de la Finlande vont sortir de la crise sensiblement affaiblies. Le ministère des Finances anticipe un déficit du gouvernement supérieur à 8% cette année, qui relèverait le ratio de

¹ Commission européenne

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

dette publique sur PIB de plus de douze points de pourcentage, à plus de 70%. Il prévoit aussi que le ratio continuera d'augmenter les années suivantes. Néanmoins, la Finlande peut compter sur une dette publique limitée comparée à celle des pays du sud de l'Europe.

Cependant, la fragilisation des finances publiques pourrait devenir un problème de taille à long terme, compte tenu du défi démographique à venir. En 2014, le gouvernement a mis en place des réformes pour relever l'âge de la retraite à 65 ans et l'indexer sur l'espérance de vie à partir de 2027. Néanmoins, cela pourrait ne pas suffire à redresser les finances publiques étant donné le vieillissement rapide de la population. Le ratio de dépendance démographique des personnes âgées – défini comme le ratio entre le nombre de personnes âgées de plus de 65 ans et celui de personnes en âge de travailler –, est de l'ordre de 36% en 2020. Il est parmi les plus élevés d'Europe, et d'après Eurostat, il devrait atteindre près de 50% en 2050 et plus de 60% en 2100¹.

Des risques existent aussi du côté des ménages, où les ratios de dette sur PIB et de dette sur revenus ont augmenté au cours des dernières décennies – même s'ils restent inférieurs à ceux de la Suède ou du Danemark, par exemple.

Cela étant dit, les risques pour la soutenabilité de la dette – tant publique que privée – resteront certainement limités tant que les taux d'intérêt seront bas.

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com



PORTUGAL

22

QUELQUES MARGES BUDGÉTAIRES POUR SOUTENIR LA REPRISE

La bonne gestion de l'épidémie n'a pas permis au Portugal d'éviter un choc économique sévère. Le PIB réel a chuté de 13,9% au T2, principalement sous l'effet d'un plongeon des exportations de biens et services (-36,1% t/t) et de la consommation privée (-14,0% t/t). Le Portugal a pâti de la chute du tourisme et de l'arrêt de l'activité à l'étranger, en particulier en Espagne. Cela pourrait également freiner la reprise, étant donné la recrudescence des contaminations de l'autre côté de la frontière. Cependant, et grâce à des efforts budgétaires consentis ces dernières années, le déficit public pour 2020 devrait être inférieur à celui de ses voisins européens (environ 7,0% du PIB selon les estimations gouvernementales), ce qui offre quelques marges de manœuvre à l'exécutif.

Le choc subi sur l'ensemble du premier semestre reste moindre que dans les pays européens voisins (Espagne, France, Italie), l'épidémie s'étant propagée plus tardivement et de façon moins conséquente dans le pays. De nombreux obstacles ont néanmoins perduré cet été, malgré le déconfinement. La décision du gouvernement britannique de contraindre, début juillet et jusqu'au 20 août, les voyageurs à une période de quatorzaine à leur retour du Portugal, a un peu plus fragilisé l'activité touristique, cette dernière restant près de deux tiers en dessous du niveau de l'an passé¹. Cette mesure a d'ailleurs été réinstaurée le 10 septembre. Par ailleurs, la recrudescence des cas de contamination en Espagne jouera, indirectement, comme un frein supplémentaire à la reprise économique au Portugal, jusqu'à la fin de l'année au moins, du fait de l'importance des échanges commerciaux entre les deux pays².

L'impact du coronavirus sur le marché de l'emploi est évidemment fort avec 3,8% d'emplois détruits depuis janvier. Le taux de chômage est ainsi repassé en juillet au-dessus de la barre des 8% (8,1%), soit le niveau le plus élevé depuis octobre 2017. Le taux de chômage des 15-24 ans a grimpé à 26,3% en juillet. Le marché du travail était néanmoins en perte de vitesse avant la crise de la Covid-19. Le taux de croissance de l'emploi ralentit depuis 2018, reflétant la baisse tendancielle des nouvelles offres de postes (cf. graphique 2).

L'impact de la crise actuelle sur les finances publiques doit également être mis en perspective. Le pays abordait l'année 2020 avec un excédent budgétaire (0,2% du PIB en 2019), les comptes publics s'étant progressivement rétablis au cours de la dernière décennie. De plus, l'accroissement du déficit public reste, pour l'heure, certes très important, mais d'une ampleur comparable à celui observé en 2010³. Le déficit public en 2020 devrait atteindre un ratio sur PIB aux alentours de 7,0%, selon les estimations gouvernementales, ce qui est bien inférieur à ce qui est attendu en Espagne ou en France par exemple, deux pays qui enregistraient encore des déficits budgétaires structurels importants avant la pandémie.

Le Portugal reste cependant le troisième pays en Europe avec le niveau d'endettement public le plus élevé, après la Grèce et l'Italie. Le déficit public a rebondi sous l'effet conjugué d'une baisse des recettes et d'une hausse des dépenses. En part du PIB, la dette publique est remontée à 127,2% au T2. La Commission européenne estime désormais que l'endettement public atteindra 131,6% du PIB à la fin 2020, avant de fléchir à 124,4% en 2021, sous l'effet du rebond de la croissance.

Enfin, les pressions déflationnistes se sont intensifiées en raison du choc de demande. L'IPC sous-jacent (hors aliments transformés et énergie) a chuté de 0,4% au cours des six derniers mois (août-février).

Guillaume Derrien

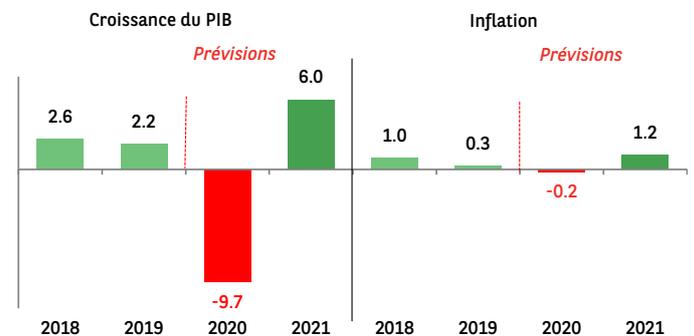
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Selon l'Office des statistiques portugais (INE), le nombre de nuitées hôtelières s'élevait à 1,024 million en juillet contre 2,849 millions en juillet 2019.

² Environ un quart des exportations de biens portugais sont à destination de l'Espagne.

³ En effet, entre janvier et juillet 2020, le déficit du gouvernement central s'élevait à EUR 8,48 mds, contre EUR 8,90 mds au cours de la même période en 2010.

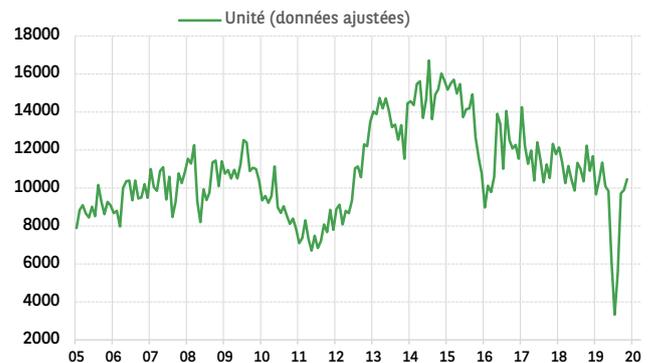
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

NOUVELLES OFFRES D'EMPLOIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : AGENCE POUR L'EMPLOI PORTUGAIS (IEFP), BNP PARIBAS



ROYAUME-UNI

23

DE CHARYBDE EN SCYLLA ?

Si le PIB britannique a rebondi depuis mai et a rattrapé la moitié du retard causé par la pandémie de Covid-19, la crise économique est encore loin d'être terminée. De fortes inquiétudes pèsent sur le marché du travail, les programmes de chômage partiel du gouvernement devant s'arrêter dans les prochaines semaines. Dans le même temps, la fin de la période de transition, qui maintient le Royaume-Uni dans le marché unique et l'union douanière de l'Union européenne, approche à grands pas. Des tensions dans les négociations font craindre une sortie sans accord. Cela pourrait avoir des effets de long terme sur l'économie plus importants encore que ceux liés à la crise actuelle.

D'après les données du Bureau de la statistique nationale (*Office for National Statistics*, ONS), le Royaume-Uni a enregistré une chute de son PIB de près de 20% au deuxième trimestre, soit la plus grosse baisse en Europe. Sur l'ensemble du premier semestre, seule l'Espagne a fait pire (cf. graphique 2). L'indice de PIB mensuel de l'ONS montre que le PIB a ensuite rebondi en mai et continué d'augmenter en juin et juillet (le dernier mois pour lequel les données sont disponibles).

Néanmoins, le PIB est toujours près de 12% inférieur à son niveau d'avant la pandémie¹, ce qui est principalement dû aux secteurs des services et de la construction (cf. graphique 3). En particulier, l'indice du secteur de l'hébergement et de la restauration est toujours 60% plus bas que son niveau de février – en avril, il lui était environ 90% inférieur.

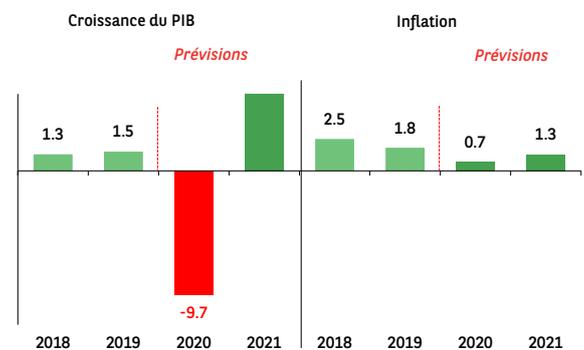
LES EFFETS PROLONGÉS DE LA CRISE ÉCONOMIQUE

La reprise économique est donc bien là, mais la crise n'a pas fini de se faire ressentir car certains de ses effets ont été retardés par l'intervention des autorités. Par exemple, en ce qui concerne le marché du travail, plus de douze millions de personnes ont bénéficié des programmes de chômage partiel (*Coronavirus Job Retention Scheme*, CJRS) et de soutien aux autoentrepreneurs (*Self-employed Income Support Scheme*, SEISS). Cependant, le gouvernement prévoit de remplacer ces programmes en octobre et ainsi de retirer une partie de son soutien aux entreprises. Cela fait ainsi craindre une forte remontée du chômage vers la fin de l'année, certaines entreprises n'ayant pas la capacité de reprendre à leur charge l'intégralité des salaires de leurs employés.

Il est vrai que, du fait notamment de ces programmes, le taux de chômage n'a pour l'instant que très légèrement augmenté, atteignant 4,1% en juillet. Mais les indicateurs avancés suggèrent une diminution de près de 700 000 du nombre total d'emplois salariés entre mars et août. La Banque d'Angleterre prévoit que le taux de chômage atteindra 7,5% à la fin de l'année. Le chancelier Rishi Sunak, pour qui maintenir les travailleurs loin du marché du travail indéfiniment n'est pas la solution, a néanmoins annoncé qu'il continuerait de rester « créatif » pour trouver des solutions afin de soutenir le marché du travail.

Autre conséquence de la crise, l'inflation restera probablement très faible dans les mois à venir, ce qui pourrait permettre à la Banque d'Angleterre d'assouplir encore sa politique monétaire si les conditions économiques se dégradent de nouveau. Le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) est retombé à 0,5% en août². En plus de l'impact de la crise sur la demande, cela est dû à la récente chute des prix du pétrole, à la baisse temporaire du taux de TVA pour

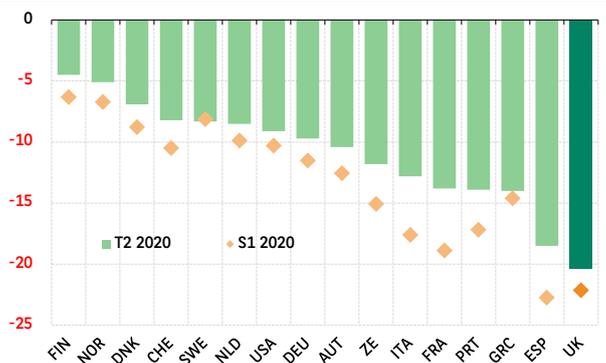
CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNPPARIBAS

CROISSANCE DU PIB EN VOLUME (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : EUROSTAT

le secteur du tourisme, et au programme « *Eat Out to Help Out* » du gouvernement – qui offre aux clients des restaurants y participant une réduction de 50%, jusqu'à GBP 10. La Banque d'Angleterre prévoit que le taux d'inflation restera en dessous de 1% au moins jusqu'au début de l'année prochaine, soit loin de sa cible de 2%.

¹ <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimateuk/july2020>
² <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/august2020>



LE BREXIT, L'AUTRE GRANDE MENACE

Dans le même temps, la fin de la période de transition, prévue par l'accord de retrait signé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE), approche à grands pas. Si, comme cela est très probable, cette période n'est pas prolongée, le Royaume-Uni sortira du marché commun et de l'union douanière de l'UE le 31 décembre 2020. Cependant, les négociations pour arriver à un accord de libre-échange patinent. Après huit cycles, elles bloquent sur deux points en particulier.

Le premier contentieux concerne l'engagement des parties à assurer un *level playing field*, c'est-à-dire à définir un cadre assurant une concurrence « ouverte et juste » dans le long terme. Alors qu'ils s'y étaient engagés dans la déclaration politique qui accompagnait l'accord de retrait, les négociateurs britanniques refusent désormais non seulement de s'engager à maintenir des standards élevés, mais aussi de mettre en place des dispositifs empêchant les pratiques anticoncurrentielles.

Les accords de pêche constituent la seconde pierre d'achoppement. Alors que le Royaume-Uni voudrait reprendre le contrôle de ses eaux, les négociateurs européens souhaitent en maintenir l'accès aux pêcheurs de l'UE dans des termes similaires à ceux actuels.

Ces derniers jours, le Royaume-Uni semble avoir durci sa position de négociation. Le Premier ministre Boris Johnson a annoncé que le Royaume-Uni « passerait à autre chose » si un accord n'était pas trouvé avant le 15 octobre. De plus, le gouvernement a présenté un projet de loi qui permettrait au Royaume-Uni de rompre avec certains aspects de l'accord de retrait conclu avec l'Union européenne, pourtant légalement contraignant.

Si le but pourrait être d'obtenir des concessions de la part de l'UE, les possibilités d'une sortie sans accord sont bien réelles. D'après les estimations des économistes, cela pourrait avoir un lourd impact sur la croissance du pays à long terme (cf. graphique 4). Au vu de la part de leur production exportée dans l'UE, certains secteurs, comme l'électronique par exemple, souffriraient particulièrement de ce divorce (cf. graphique 5).

En parallèle, le Royaume-Uni cherche à répliquer les accords de libre-échange que l'UE a signés avec le reste du monde. Le but est d'éviter de retourner aux règles de base de l'OMC, car celles-ci imposeraient de nombreuses barrières aux échanges.

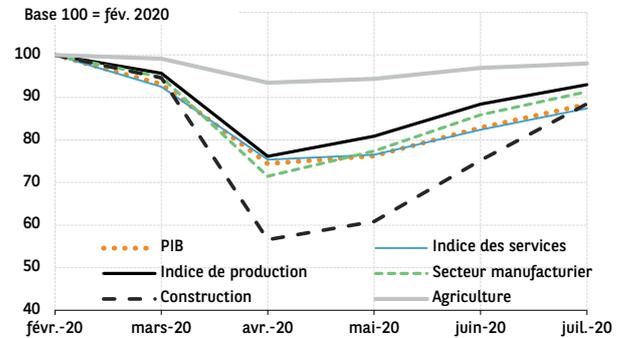
Jusqu'ici, le Royaume-Uni a conclu une vingtaine d'accords avec un total de cinquante pays. Le plus important est celui conclu en septembre avec le Japon. Cependant, à part sur quelques points – comme les services financiers, le numérique ou encore le commerce électronique – cet accord ne va pas beaucoup plus loin que celui qui lie le Japon et l'Union européenne. De surcroît, selon les propres estimations du gouvernement britannique, cet accord n'augmentera le PIB du Royaume-Uni que de GBP 1,5 md dans le long terme, soit environ 0,07% du PIB de 2018.

Au final, les pays avec lesquels des accords commerciaux ont été conclus représentent à peine 10% du commerce total (exportations et importations) du Royaume-Uni. Par comparaison, les pays de l'UE en représentent près de 50%. Cela souligne l'importance pour l'économie britannique de finaliser un accord avec l'UE.

Hubert de Barochez

hubert.debarochez@bnpparibas.com

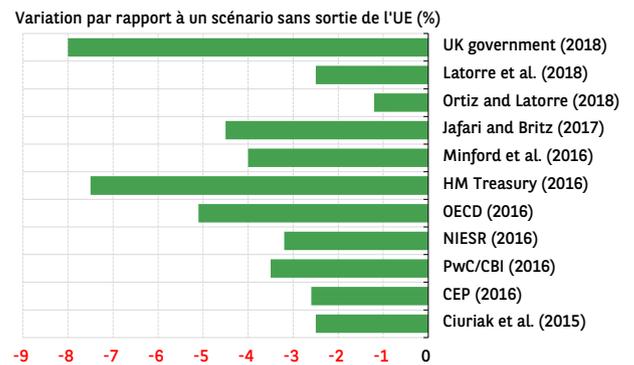
INDICES DU PIB ET DE SES COMPOSANTES



GRAPHIQUE 3

SOURCE : ONS

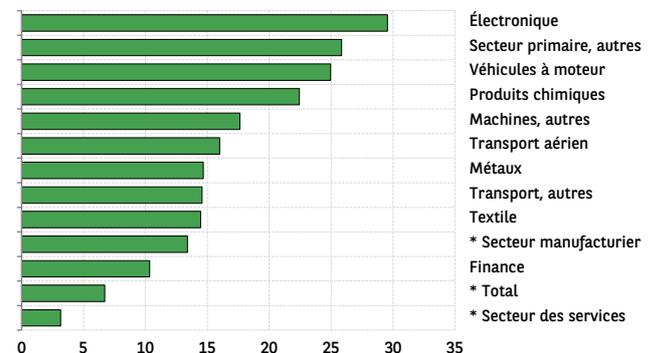
IMPACT DE LONG TERME SUR LE PIB D'UN RETOUR AUX RÈGLES DE L'OMC



GRAPHIQUE 4

SOURCE : DIVERS

PART DE LA PRODUCTION DU ROYAUME-UNI EXPORTÉE DANS L'UE (%)



GRAPHIQUE 5

SOURCE : PIIÉ



NORVÈGE

25

UNE ÉCONOMIE RÉSISTANTE AU DOUBLE CHOC QU'ELLE A SUBI

La Norvège a non seulement été affectée par la pandémie de Covid-19 mais elle a aussi dû faire face à une forte chute des prix de son principal produit d'exportation : le pétrole. Néanmoins, ce double choc a été largement amorti, du fait notamment de la structure de l'économie norvégienne et de la réponse des autorités. Le pays se situe désormais parmi les mieux positionnés pour sortir de la crise. De fait, l'économie norvégienne montre déjà des signes concrets de reprise.

Depuis le début de l'année, la Norvège a subi deux chocs majeurs sur son économie. Elle a, tout d'abord, été affectée par la pandémie de Covid-19, même si les mesures de restriction mises en place par le gouvernement ont permis de contenir la progression du virus. La Norvège présente ainsi aujourd'hui des taux de contamination et de mortalité parmi les plus bas d'Europe.

Ensuite, la Norvège a pâti de la forte chute des prix du pétrole. Entre le 31 décembre 2019 et le 21 avril 2020, le prix du Brent a diminué de plus de 70%, entraînant dans sa chute le cours de la couronne norvégienne. Les prix du pétrole ont rebondi depuis et le cours du Brent a doublé, mais il reste 40% inférieur à son niveau du début de l'année.

LES CONSÉQUENCES POUR L'ÉCONOMIE

Sur l'ensemble du premier semestre, le PIB de l'économie norvégienne a chuté de près de 7% et celui de l'économie *mainland* (hors secteur pétrolier) de plus de 8%, soit autant que le PIB de la Suède, où les mesures de restriction ont été beaucoup plus souples.

Comme ailleurs, les autorités fiscales et monétaires sont vite venues au secours de l'économie¹. De fait, pour la première fois depuis le milieu des années 1990, le solde des administrations publiques a enregistré un déficit. Au second trimestre, celui-ci était de NOK 64 mds, soit environ 8% du PIB. Les déficits sont rares car le gouvernement peut compter sur les revenus du secteur pétrolier, qui sont rassemblés depuis 1990 dans le Fonds pétrolier (*Government Pension Fund-Global*, GPF). L'utilisation de ces revenus est cependant encadrée². Ainsi, les transferts en faveur du gouvernement (le déficit public structurel du secteur non pétrolier) doivent suivre dans la durée le retour réel du fonds, qui est estimé à 3%. Néanmoins, cela permet une certaine flexibilité car les dépassements peuvent être compensés dans le temps. De plus, une importance particulière est accordée à l'équilibrage des fluctuations économiques pour contribuer à une bonne utilisation des capacités et à un faible taux de chômage. Ainsi, même si le déficit structurel dépasse 3% cette année, les règles fiscales seront respectées.

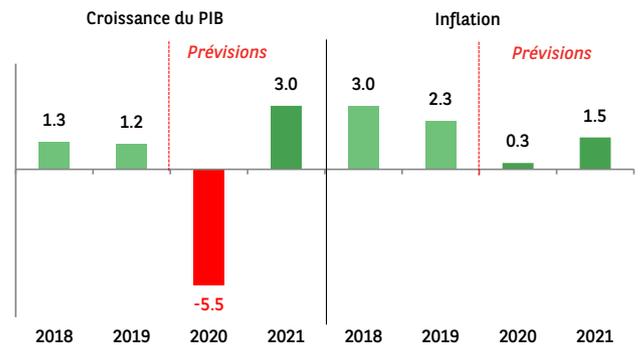
De son côté, la Banque centrale norvégienne (Norges Bank) disposait d'une large marge de manœuvre comparé à la Riksbank suédoise ou à la Banque centrale européenne par exemple. Elle a ainsi pu assouplir considérablement sa politique monétaire en ramenant son taux de base de 1,50% à 0%, son plus bas historique.

DES SIGNES D'AMÉLIORATION

Du fait de la levée des mesures de restrictions et des mesures fiscales et monétaires, l'économie est logiquement repartie à la hausse ces derniers mois. Le PIB a rebondi en mai et a continué d'augmenter en juin et juillet. Au total, la moitié de la baisse enregistrée entre février et avril a été rattrapée. De plus, le Bureau central de statistiques de Norvège (SSB) se montre relativement optimiste. Il estime que le PIB

¹ Regjeringen.no
² Regjeringen.no
³ ssb.no
⁴ Norges Bank

CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

de la Norvège aura retrouvé son niveau d'avant la crise avant la fin de l'année prochaine³, soit plus tôt que la plupart des autres pays européens.

Par ailleurs, la Norges Bank a déjà adopté un ton moins accommodant lors de sa dernière réunion. La dépréciation de la couronne, qui a accompagné la chute des prix du pétrole, fait craindre des pressions à la hausse sur l'inflation. La SSB prévoit un taux d'inflation (CPI) de 1,5% cette année et un taux d'inflation sous-jacente (CPI-ATE) de 3,1%. C'est certainement avec cela en tête que la Norges Bank anticipe déjà des hausses de taux d'intérêt dans les prochaines années⁴, ce qu'aucune autre banque centrale majeure ne prévoit pour le moment.

Hubert de Barochez

hubert.debaroches@bnpparibas.com

PRÉVISIONS

26

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2019	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
E-Unis	2.2	-4.2	4.2	1.8	1.3	1.9
Japon	0.7	-5.4	1.2	0.5	0.0	-0.3
Royaume-Uni	1.5	-9.7	6.9	1.8	0.7	1.3
Zone euro	1.3	-8.0	5.2	1.2	0.3	0.9
Allemagne	0.6	-5.6	4.7	1.4	0.6	1.6
France	1.5	-9.8	6.8	1.3	0.6	0.9
Italie	0.3	-10.0	5.3	0.6	-0.1	0.4
Espagne	2.0	-13.0	5.0	0.8	-0.3	0.6
Chine	6.1	2.5	7.5	2.9	2.8	2.3
Inde*	4.2	-11.4	9.6	4.8	5.5	3.4
Brésil	1.1	-5.0	3.0	3.7	2.6	2.6
Russie	1.3	-5.0	3.1	4.3	3.3	3.5

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS), MISE À JOUR AU 19/09/2020

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2020				2020				2020e	2021e
		T1	T2	T3	T4e	T1e	T2e	T4e			
Fin de période											
E-Unis	Fed Funds (borne sup.)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
	Treas. 10a	0.67	0.80	0.64	0.75	0.90	1.00	1.20	0.75	1.20	
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	
	Bund 10 ans	-0.46	-0.50	-0.54	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	-0.30	0.00	
	OAT 10 ans	-0.05	-0.15	-0.32	-0.05	0.05	0.15	0.25	-0.05	0.25	
	BTP 10 ans	1.55	1.30	0.77	0.90	1.20	1.40	1.50	0.90	1.50	
	BONO 10 ans	0.68	0.50	0.16	0.30	0.50	0.20	0.70	0.30	0.70	
R-Uni	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	
	Gilt 10 ans	0.31	0.55	0.14	0.30	0.30	0.40	0.70	0.30	0.70	
Japon	Taux BoJ	-0.07	-0.10	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
	JGB 10a	0.02	0.00	0.02	0.05	0.05	0.10	0.15	0.05	0.15	

Taux de change		2020				2021				2020e	2021e
		T1	T2	T3	T4e	T1e	T2e	T4e			
Fin de période											
USD	EUR / USD	1.10	1.09	1.17	1.23	1.24	1.25	1.27	1.23	1.27	
	USD / JPY	108	104	106	102	101	99	95	102	95	
	GBP / USD	1.24	1.24	1.28	1.41	1.43	1.45	1.48	1.41	1.48	
EUR	EUR / GBP	0.89	0.88	0.91	0.87	0.87	0.86	0.86	0.87	0.86	
	EUR / JPY	118	113	124	125	125	124	121	125	121	
Pétrole		2020				2021					
moy. de la période		T1	T2		T4e	T1e	T2e	T4e	2020e	2021e	
Pétrole	USD/baril	51	33	41.02	49	61	58	-	44	59	

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E PRÉVISIONS), MISE À JOUR LE 10/09/2020



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

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

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change