

### EDITORIAL

# 2

#### Quelles perspectives au-delà du pic de croissance ?

Entreprises et consommateurs ont été nombreux à voir leurs perspectives s'améliorer dans les économies avancées au premier semestre, mais les enquêtes de conjoncture pourraient désormais marquer le pas. En variation trimestrielle, la croissance du PIB devrait culminer au troisième trimestre de cette année.



ÉTATS-UNIS

# 3

Inflation, le retour ?



ALLEMAGNE

# 10

Changement de climat



BELGIQUE

# 17

La reprise au prix d'un alourdissement de la dette publique



SUISSE

# 24

La compétitivité menacée



CHINE

# 5

Reprise encore contrastée



FRANCE

# 12

Belle embellie



FINLANDE

# 20

Résiliente



NORVÈGE

# 25

Une économie prête à repartir



JAPON

# 7

Rattrapage économique retardé



ITALIE

# 14

La reprise gagne en vigueur



GRÈCE

# 21

Des signaux contrastés



PRÉVISIONS

# 26



ZONE EURO

# 8

Reprise plus forte, inflation plus haute et BCE accommodante



ESPAGNE

# 16

Accélération économique en vue



ROYAUME-UNI

# 22

Mauvais départ

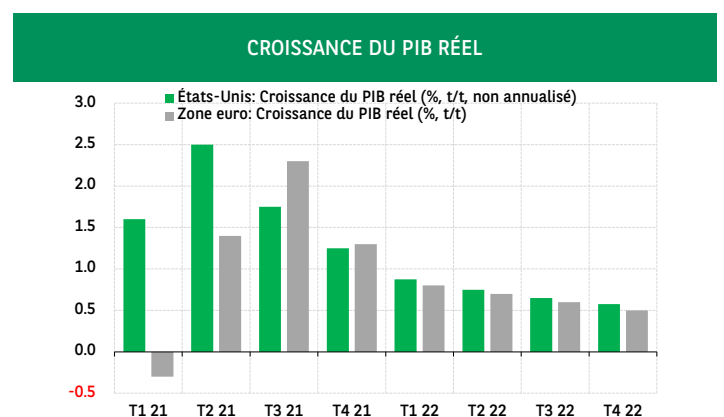
## QUELLES PERSPECTIVES AU-DELÀ DU PIC DE CROISSANCE ?

Entreprises et consommateurs ont été nombreux à voir leurs perspectives s'améliorer dans les économies avancées au premier semestre, mais les enquêtes de conjoncture pourraient désormais marquer le pas. En variation trimestrielle, la croissance du PIB devrait culminer au troisième trimestre de cette année. Toutefois, sur la durée de notre horizon de prévision, qui s'étend jusqu'à la fin de l'année prochaine, la croissance trimestrielle devrait rester supérieure à son potentiel. Ces perspectives favorables pour l'économie réelle soulèvent des défis pour les marchés financiers. Les bonnes surprises sur le plan des performances bénéficiaires risquent de se raréfier. En outre, il va falloir composer avec les perspectives d'inflation. Si pour l'instant, ni la Réserve fédérale américaine ni les marchés ne paraissent s'en inquiéter, les chiffres de la croissance et de l'inflation devraient faire l'objet d'une attention particulière au cours des prochains mois, à mesure que l'on tentera de décrypter la trajectoire de la politique monétaire des États-Unis.

Au premier semestre 2021, le moral des entreprises et des consommateurs des économies avancées s'est redressé au rythme des campagnes vaccinales qui s'accroissent, de la baisse des nouveaux cas, de la levée des restrictions sanitaires et de la poursuite des mesures de soutien, aussi bien monétaires que budgétaires. Les effets d'aubaine internationaux ont aussi contribué au remplissage des carnets de commandes à l'export.

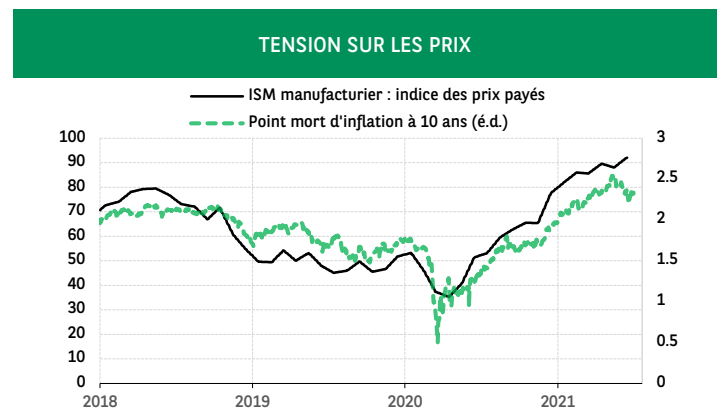
Aux États-Unis, le PIB réel s'est envolé au premier trimestre et devrait prendre encore de la vitesse au deuxième trimestre. À ce stade, la zone euro apparaît en retrait, même si après une contraction en début d'année, la croissance du PIB devrait reprendre le chemin de la hausse au deuxième trimestre, sans toutefois atteindre les sommets américains. La donne devrait être différente au troisième trimestre, quand la zone euro aura pris suffisamment d'élan pour dépasser la croissance aux États-Unis. Mais où l'ascension s'arrêtera-t-elle ? Le niveau élevé des enquêtes de conjoncture compromet la perspective de nouveaux gains significatifs. Les secteurs qui ont bénéficié de la levée des restrictions (loisirs, hôtellerie, produits de consommation, etc.) devraient au bout d'un moment progressivement retrouver un rythme plus assagi. Dans d'autres secteurs, comme l'automobile ou le bâtiment, la croissance pourrait se heurter aux contraintes d'offre. De façon générale, les économies avancées devraient voir leur croissance en données trimestrielles culminer au troisième trimestre de cette année. Toutefois, sur la durée de notre horizon de prévision, qui s'étend jusqu'à la fin de l'année prochaine, la croissance trimestrielle devrait rester supérieure à son potentiel. Plusieurs facteurs soutiendront la croissance. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et la hausse des taux d'utilisation des capacités militeront pour l'investissement et la création d'emplois. Déjà, les plans d'embauches s'étoffent, ce qui est de bon augure pour l'emploi. Les ménages devraient par conséquent envisager l'avenir de façon plus sereine, ce qui devrait stimuler la consommation, d'autant que les bas de laine se sont remplis pendant les confinements. La politique budgétaire ne sera pas en reste, en particulier dans la zone euro, où se déploiera progressivement la manne du nouvel instrument européen : *Next Generation EU*. Enfin, une politique monétaire durablement accommodante favorise le financement des dépenses privées et publiques.

Toutefois, ces perspectives favorables pour l'économie réelle (activité, demande, emploi) génèrent de véritables défis pour les marchés financiers. À mesure que le PIB ralentira, les entreprises cotées auront de plus en plus de mal à séduire les investisseurs par la publication de performances bénéficiaires qui dépassent leurs attentes. Il va aussi falloir composer avec la trajectoire de l'inflation, en particulier aux États-Unis. L'inflation américaine a bondi à 5%, portée par des effets de base, compte tenu de prix englués l'année dernière dans de nombreux secteurs sous l'impact de la baisse du PIB et des confinements, et traduisant les déséquilibres entre l'offre et la demande. Les entreprises manufacturières n'ont pratiquement jamais observé autant de hausses des prix des intrants. La Réserve fédérale américaine estime que le phénomène sera temporaire, puisque la



GRAPHIQUE 1

SOURCE : CONSENSUS BLOOMBERG (JUN 2021), BNP PARIBAS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ISM, REFINITIV, BNP PARIBAS

demande devrait ralentir et l'offre s'accroître, même si les voix du comité de politique monétaire américain sont de plus en plus favorables à un relèvement des taux d'intérêt l'année prochaine. Plutôt que de susciter des remous sur les marchés obligataires, ces déclarations ont renforcé la crédibilité de la banque centrale américaine, comme l'atteste la récente baisse du point mort de l'inflation d'équilibre. Quoi qu'il en soit, les marchés devraient garder, plus que jamais, les yeux rivés sur les chiffres de la croissance et de l'inflation au cours des prochains mois, à mesure que l'on s'efforcera de décrypter la trajectoire de la politique monétaire des États-Unis.

**William De Vijlder**  
[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

## ÉTATS-UNIS

3

## INFLATION, LE RETOUR ?

En croissance de près de 7% cette année, l'économie américaine connaît un redémarrage aussi spectaculaire qu'inégal, qui efface les pertes causées par la pandémie mais laisse aussi de côté de nombreux actifs. Conséquence du renchérissement des matières premières ainsi que du retour en force de la consommation, l'inflation atteint un pic à 5%, du jamais vu depuis 2008. Tolérante, la Réserve fédérale juge le dérapage transitoire, et évitera de resserrer préventivement la politique monétaire. La généralisation à tous les secteurs de la reprise et le plein rétablissement du marché du travail restent sa priorité.

Une inflation à 5%, voilà qui ne s'était plus vu depuis longtemps aux États-Unis. Pour retrouver une dynamique comparable, il faut remonter à l'été 2008 et à l'envolée du cours du pétrole (le baril de Brent culminait alors au-dessus de 140 dollars) qui avait fait flamber la facture énergétique des Américains. L'emballement fut toutefois bref, l'arrivée de la crise financière ayant tôt fait d'y mettre fin. Treize ans plus tard, la résurgence de l'inflation fait à nouveau débat, notamment quant à son caractère pérenne.

## L'INFLATION TEMPORAIREMENT HORS DES CLOUS

L'épisode actuel de tension sur les prix ne se limite manifestement plus à une affaire de pétrole. Mesurée à 3,8% en mai, l'inflation dite « sous-jacente » (qui exclut l'énergie et l'alimentation) accélère aussi, sous la pression de la demande. L'épargne en partie forcée de 2020 (près de 3 000 milliards de dollars économisés par les ménages, le double d'une année habituelle) vient combler l'appétit de consommation de 2021, en particulier pour les voyages. Alors qu'ils représentent à peine 15% de l'indice des prix sous-jacents, les matériels et services de transport (automobiles, billets d'avions, etc.) expliquent la moitié de sa hausse, qui apparaît ainsi très concentrée. À l'exclusion de ces deux postes, l'inflation se tiendrait dans la limite des 2% visée par la Réserve fédérale (Fed).

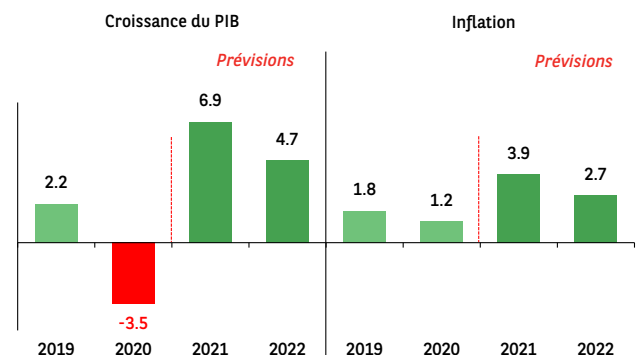
À ce stade, difficile de conclure à autre chose qu'une poussée de fièvre conjoncturelle, d'autant que les effets de « second tour », tels que l'ensemble des salaires répondraient au choc et entretiendraient la hausse des prix, ne sont pas évidents à démontrer. Certes, dans certains secteurs sous tension comme le commerce en ligne, les besoins de recrutement s'accompagnent d'une hausse des rémunérations, au demeurant justifiée par l'explosion des gains de productivité (cf. graphique 2). Mais à l'inverse, bon nombre d'activités plus traditionnelles bouleversées par la révolution numérique subissent une pression baissière sur leurs effectifs et leurs coûts (cf. *infra* et graphique 3). Au bout du compte, les indices agrégés ne montrent pas d'affolement. Si la hausse des revenus horaires moyens a paru un moment accélérer, c'est d'abord par effet de composition, la Covid-19 ayant surtout fait disparaître des emplois faiblement rémunérés. L'*employment cost index*, disponible sur une base trimestrielle et non soumis au même biais, affiche pour sa part une progression stable, voire légèrement ralentie (2,7% sur un an au premier trimestre de 2021 pour la partie salaires et traitements, contre 3,1% au premier trimestre 2020).

## MARCHÉ DU TRAVAIL EN CONVALESCENCE

Face à un dérapage des prix qu'elle considère comme transitoire, la Fed se gardera de resserrer préventivement sa politique monétaire, une stratégie que son président, Jerome Powell, a réaffirmée à l'occasion d'un témoignage récent devant le Congrès<sup>1</sup>. Le plein emploi reste le

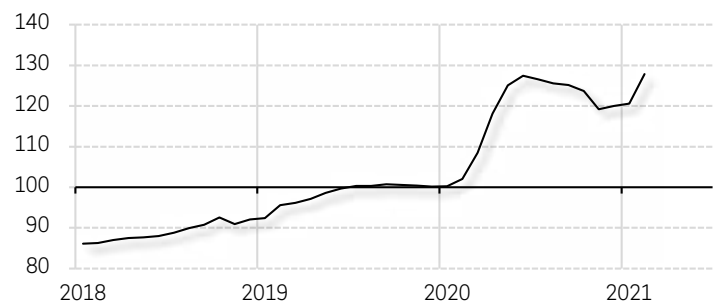
<sup>1</sup> Powell J.H (2021) *The Federal Reserve's Response to the Coronavirus Pandemic, Testimony before the Congress select subcommittee on the Coronavirus crisis, June 22.*

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INDICATEUR DE PRODUCTIVITÉ DANS LE COMMERCE EN LIGNE\*  
(2019 = 100)

(\* ) Ventes au détail des sites de commerce en ligne (*nonstore retailers*) déflatées par l'indice des prix à la consommation des biens hors énergie et véhicules d'occasion / emploi du secteur.

GRAPHIQUE 2

SOURCES : FED DE SAINT-LOUIS, BLS

principal objectif, plus encore depuis que le Comité de l'*open market* (FOMC) a relégué au second plan de ses préoccupations le dépassement de la cible d'inflation. Or, si le marché du travail retrouve de la vigueur (2,4 millions de postes ont été créés depuis le début d'année 2021), il reste convalescent. À 5,8% en mai, le taux de chômage est élevé pour les standards américains, tandis que près de 8 millions d'emplois



manquent toujours à l'appel par rapport à la situation pré-pandémique. Les pertes sont, en outre, très inégalement réparties (cf. graphique 3). Alors que les secteurs liés à l'internet (commerce en ligne, livraisons à domicile, entreposage, production de matériel informatique, expertise technique, etc.) ou encore la construction résidentielle ont vu leurs effectifs progresser avec la crise, d'autres continuent de lui payer un lourd tribut. L'hôtellerie-restauration, l'industrie des loisirs et des spectacles, les soins et services à domicile, ou encore les transports et agences de voyages, restent ainsi très touchés.

Autre signe que le rétablissement est incomplet, le taux d'activité des Américains (la part de ceux qui exercent ou recherchent un emploi dans l'ensemble de la population) demeure très inférieur à son niveau d'avant crise, y compris au sein des classes en âge de travailler (les 20-64 ans). Cette « sortie des radars », qui concerne environ 3 millions d'individus, reçoit plusieurs explications. Certaines catégories d'actifs (« extras » rémunérés aux pourboires, autoentrepreneurs, saisonniers, etc.) privés d'activité par la crise ont eu plus de mal que d'autres à justifier de revenus leur donnant droit aux indemnités-chômage (à noter aussi que les critères d'exigibilité varient selon les États) ; avec la fermeture des écoles et services de garde, beaucoup de femmes seules avec enfants n'ont eu d'autre choix que de suspendre ou différer leur recherche d'emploi ; la « fracture numérique » et les difficultés d'accès à internet ont, enfin, pu accentuer le phénomène.

Sans réelle surprise, l'exclusion du marché du travail touche davantage les catégories sociales faiblement qualifiées et rémunérées. D'après les chiffres du *Bureau of Labor Statistics*, les populations peu ou pas diplômées (disposant d'un niveau d'études inférieur ou égal au secondaire) ne représentent que 30% de la population active mais expliquent 80% de sa chute post-Covid. Alors que la crise sanitaire creuse les inégalités, l'administration Biden peine, par ailleurs, à faire passer ses réformes. Faute d'accord sur son financement, le plan d'infrastructures ou *American Jobs Plan* s'annonce beaucoup moins ambitieux que dans sa version initiale (cf. encadré). Quant à l'*American Families Plan*, qui prévoit de consacrer USD 1 800 milliards à l'amélioration des conditions d'éducation et de santé des familles modestes, ses seules chances d'aboutir dépendent de la capacité du gouvernement à le faire passer selon la procédure dite de « réconciliation » budgétaire, qui ne nécessite qu'une majorité simple de 50 voix au Sénat.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

**Jean-Luc Proutat**

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

### UN PLAN D'INFRASTRUCTURES AUX AMBITIONS RÉDUITES

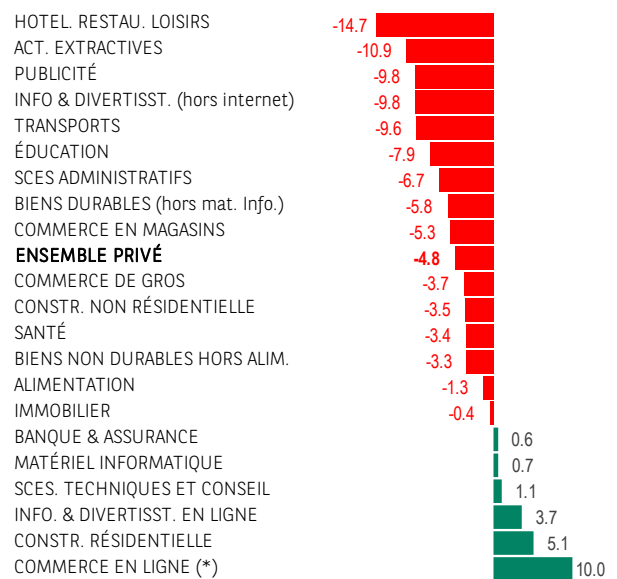
Dans sa version initiale de mars 2021, l'*American Jobs Plan* (AJP) visait à investir sur huit ans USD 2 300 milliards dans les infrastructures, montant qui, depuis, n'a cessé d'être revu à la baisse. L'AJP pourrait finalement être ramené à USD 1 200 milliards (toujours sur huit ans), une enveloppe plus modeste, mais sur laquelle le président Biden aurait trouvé un accord bipartisan au Sénat.

Objet principal de contestation, le volet financement, qui prévoyait un relèvement de 21% à 28% du taux de l'impôt sur les sociétés (abandonné), serait pour partie assuré par les ressources inemployées de l'*American Rescue Plan* voté en mars dernier. D'après les calculs du *Committee for a Responsible Federal Budget* (CRFB), celles-ci représentent aujourd'hui USD 876 milliards (sur un total budgété de USD 1 900 milliards), montant évidemment en baisse lorsque l'AJP sera déployé.

Dans le détail, l'accord bipartisan prévoit d'engager USD 579 milliards de dépenses nouvelles, le reste (USD 325 milliards) provenant de programmes déjà existants. Comme dans la version initiale, les équipements de transports, en particulier terrestres, se voient attribuer une part substantielle de l'enveloppe (USD 312 milliards), l'autre grand chantier consistant à rénover les réseaux de télécommunication, d'eau et d'électricité. Concession majeure de l'Administration Biden à l'accord bipartisan, l'action en faveur du logement (rénovation des bâtiments publics, écoles, hôpitaux, crédit d'impôts, énergie, etc.) ou de l'accès aux soins, qui représentait près de USD 1 000 milliards dans la version initiale de l'AJP, n'est plus prise en compte.

SOURCES : CRFB, PRESSE

### ÉVOLUTION DE L'EMPLOI PAR SECTEURS EN % DE JANVIER 2020 À MAI 2021



(\*) y.c. livraison et entreposage

GRAPHIQUE 3

SOURCE : BLS



## REPRISE ENCORE CONTRASTÉE

Le rebond de l'activité à la suite du choc du Covid-19 a été particulièrement rapide, mais également caractérisé par des performances différenciées entre secteurs et entre composantes de la demande. La croissance de la production industrielle et des exportations a accéléré vigoureusement jusqu'au début de 2021 et se normalise maintenant progressivement. Le redressement dans les services et de la consommation privée a été plus lent et se révèle toujours fragile au second trimestre. En conséquence, les autorités devraient se montrer de plus en plus prudentes dans le resserrement de la politique économique. Le ralentissement du crédit et l'ajustement des déficits budgétaires devraient toutefois rester leurs priorités.

L'activité a fortement rebondi à la suite du choc du Covid-19 du début 2020, le PIB récupérant son niveau d'avant-crise dès la fin du T2 2020. Le rebond a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance du PIB devraient se normaliser au cours des prochains trimestres. Le rebond de l'économie s'est également caractérisé par des performances très différenciées entre secteurs et entre composantes de la demande. Ces déséquilibres sont encore visibles au T2 2021. En conséquence, de nombreuses sociétés, en particulier les PME du secteur des services, restent fragilisées, et le redressement du marché du travail est inachevé, ce qui, à son tour, freine la reprise de la demande des ménages.

## PERFORMANCES DIFFÉRENCIÉES

D'une part, l'activité dans l'industrie a vite redémarré au printemps 2020, ce qui lui a permis de répondre à la forte hausse de la demande mondiale de biens manufacturés et de gagner des parts de marché. La croissance de la production industrielle et des exportations a ainsi accéléré fortement jusqu'au début de 2021. Depuis mars, les effets de base se réduisent et les taux de croissance se normalisent, d'autant plus vite que les pénuries de certains intrants ont commencé à gêner l'activité. La croissance de l'industrie s'est établie à un taux (toujours robuste) de 9,3% en glissement annuel (g.a.) en moyenne en avril-mai, contre 24,5% au T1. Son évolution en valeur a moins ralenti du fait de la hausse rapide de l'inflation des prix à la production, passée de 1,7% en g.a. en février à un niveau historiquement élevé de 9% en mai. Les exportations de marchandises ont quant à elles augmenté de 30% en valeur en g.a. en avril-mai, contre 70% au T1. La croissance du secteur industriel et des exportations devrait continuer de se modérer progressivement dans les prochains mois.

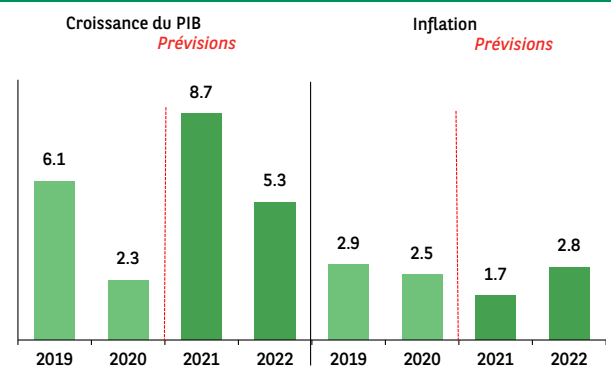
D'autre part, l'activité dans les services, qui s'était contractée autant que dans l'industrie pendant la période de confinement en janvier-février 2020, a rebondi plus tardivement et moins vigoureusement. Elle a néanmoins retrouvé un taux de croissance supérieur à celui de l'industrie depuis le mois de mars (+15,4% en g.a. en avril-mai). De même, le redressement de la consommation privée se poursuit, mais la tendance a fléchi ces derniers mois. Les volumes des ventes au détail ont augmenté de 13% en g.a. en avril-mai (contre 33,5% au T1), soit une performance inférieure aux attentes.

## CREUSEMENT DES INÉGALITÉS DANS LES VILLES

L'évolution du taux d'épargne des ménages témoigne de leur grande prudence. Selon nos estimations, il a augmenté de 34,6% du revenu disponible en 2019 à 37,7% en 2020, et ce surcroît d'épargne ne s'est que très partiellement résorbé jusqu'à maintenant.

La consommation privée est tout d'abord freinée par la persistance du risque sanitaire : l'épidémie est largement sous contrôle en Chine, mais des restrictions sur la mobilité – temporaires et localisées – sont régulièrement introduites en réponse à l'apparition de nouveaux cas

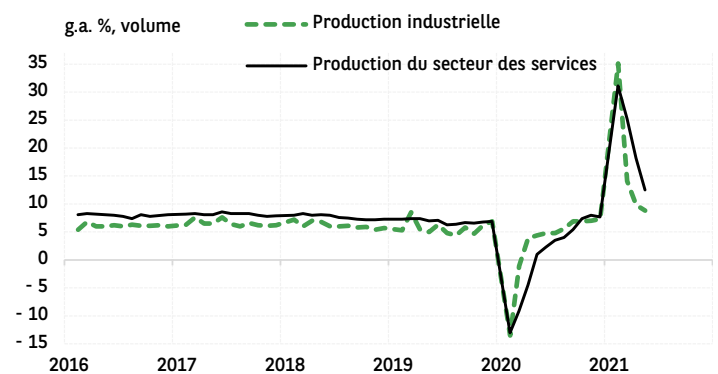
### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

### REBONDS DIFFÉRENCIÉS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : NBS

de Covid-19. Ce risque devrait diminuer avec l'accélération en cours de la campagne vaccinale. Au 10 juin, 43% de la population avaient reçu au moins une dose de vaccin et 16% étaient entièrement vaccinés (cf. [ourworldindata.org](https://ourworldindata.org)).

De plus, même si le chômage officiel continue de se réduire (le taux de chômage urbain établi sur la base de sondages est descendu à 5% en mai, soit le même niveau qu'en mai 2019), le marché du travail n'a pas retrouvé sa situation d'avant-crise. Le taux de précarité et de sous-emploi a augmenté, le chômage des jeunes est particulièrement élevé (13,8% en mai 2021, contre 10,5% en mai 2019), les créations

d'emplois restent jusqu'à maintenant moins dynamiques (au T1 2021, elles étaient 8% inférieures au niveau du T1 2019). Tout ceci ralentit le redressement des revenus des ménages, en particulier des plus modestes, qui sont aussi ceux qui ont subi les pertes les plus importantes pendant le confinement et accumulé le moins d'épargne en 2020. Ainsi, dans les zones urbaines, le revenu disponible par tête a baissé de 2,2% en termes réels pour les ménages à plus faibles revenus (après +5,2% en 2019) alors qu'il a augmenté de 2,3% pour les ménages à plus hauts revenus (+5,1% en 2019). Le revenu réel moyen des travailleurs migrants a, quant à lui, quasiment stagné en 2020. Ce creusement des inégalités et les difficultés des ménages les plus modestes contribuent au retard du redressement de la consommation privée. En revanche, les inégalités de revenus entre zones urbaines et rurales se sont réduites pendant la crise sanitaire. En moyenne, en 2020, le revenu réel par tête a augmenté de 1,2% dans les villes et de 3,8% dans les campagnes. Le rapport entre les deux (de 2,6 en 2020) diminue lentement depuis plusieurs années et s'est encore réduit au T1 2021.

L'inflation des prix à la consommation reste très modérée et devrait peu peser sur les dépenses des ménages, même si elle accélère depuis trois mois (de -0,2% en g.a. en février à +1,3% en mai) après avoir ralenti tout au long de 2020 et début 2021. L'inflation des prix alimentaires (+0,3% en mai) devrait rester faible au moins jusqu'à l'automne après leur flambée aux S2 2019 et S1 2020, et les répercussions de la hausse des prix à la production sur les prix à la consommation sont très limitées. L'inflation sous-jacente accélère légèrement (+0,9% en mai) mais reste bien inférieure à son niveau d'avant-crise (elle était de 1,6% en 2019).

## L'INVESTISSEMENT DICTÉ PAR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

L'investissement a rapidement rebondi à la suite de son effondrement au T1 2020 (-16% en g.a. en valeur), et sa croissance s'est établie à 3% sur l'ensemble de 2020. Elle a atteint des taux records en janvier-février 2021 (+35% en g.a.) du fait d'effets de base importants, mais elle est très vite retombée depuis (à +5% en g.a. en mai). Le redressement de l'investissement l'an dernier a été principalement tiré par les projets dans l'immobilier et les infrastructures publiques, encouragés par les mesures de relance. Étant donné le resserrement progressif des conditions de crédit depuis le T3 2020 et la modération des dépenses publiques, le ralentissement de l'investissement dans ces deux secteurs était attendu.

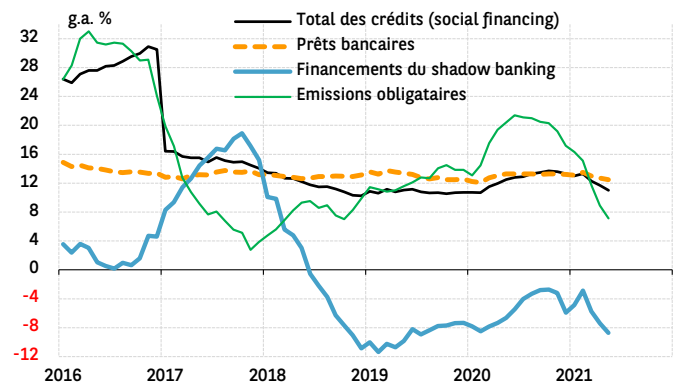
En revanche, l'investissement manufacturier a redémarré plus tardivement en 2020 et devrait encore se redresser en 2021, stimulé par le dynamisme des exportations et de l'activité industrielle, par des taux d'utilisation des capacités de production très élevés et l'amélioration des profits des entreprises. En dépit de sa performance récente plutôt décevante, nous continuons donc de tabler sur un renforcement de l'investissement manufacturier à court terme.

## RETRAIT PLUS PRUDENT DES MESURES DE SOUTIEN

Les autorités ont ajusté leurs priorités au cours des derniers mois. Étant donné la bonne performance de l'économie après le choc du Covid-19, les mesures de soutien sont progressivement réduites. Cependant, les autorités reconnaissent aussi que la base du redressement de l'activité depuis un an est « instable » et vont probablement se montrer de plus en plus prudentes dans le resserrement de la politique économique.

Concernant les conditions monétaires et de crédit, la priorité est de ralentir la hausse de l'endettement et de combattre les risques d'instabilité financière, principalement via des mesures prudentielles. La croissance du total des crédits à l'économie (*social financing*) est passée de 13,7% en g.a. en octobre 2020 à 11% en mai 2021, du fait

### RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DES CRÉDITS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : PBOC

d'un léger fléchissement des prêts bancaires (60% du total), d'un ralentissement marqué des émissions obligataires et de la contraction des financements du *shadow banking*. Le crédit devrait continuer à ralentir à court terme. En particulier, les règles encadrant l'activité du secteur immobilier (transactions, financements des promoteurs, prêts hypothécaires) pourraient être davantage durcies. Dans le même temps, les taux d'intérêt directeurs devraient rester stables et la liquidité domestique sera maintenue à des niveaux suffisants pour soutenir l'investissement manufacturier, aider au redressement des PME et du secteur des services, et ne pas aggraver la hausse des risques de crédit. L'absence de fortes tensions inflationnistes et les pressions à la hausse sur le yuan devraient également inciter les autorités à ne pas bouger les taux.

Sur le plan budgétaire, la priorité est donnée à l'ajustement des comptes publics tout en continuant d'aider les entreprises les plus fragiles. En effet, les déficits budgétaires se sont considérablement accrus en 2020 : si le déficit « officiel » a simplement augmenté de 2,8% du PIB en 2019 à 3,7%, le déficit de l'ensemble des administrations publiques a, selon nos estimations, doublé en un an, passant de RMB 4600 mds à RMB 9200 mds, soit de 4,6% du PIB en 2019 à 9% en 2020. En outre, bien que la dette totale du gouvernement reste modérée (elle est passée de 17% du PIB fin 2019 à 21% fin 2020 pour l'État central, et de 21,6% à 25,3% pour les collectivités locales), sa charge est inégalement répartie. Surtout, les collectivités locales sont exposées à des risques contingents élevés associés à la dette des véhicules de financement et autres entreprises qu'elles détiennent (le FMI estime par exemple la dette des véhicules de financement à 38% du PIB fin 2020).

Signal d'un resserrement prudent, l'objectif de déficit officiel pour 2021 a été abaissé à 3,2% du PIB et le déficit total des administrations publiques devrait reculer légèrement à 7,5%. Les reports et exonérations d'impôts et de cotisations sociales doivent prendre fin, sauf pour les petites entreprises. Les dépenses publiques sont modérées, avec en particulier un ralentissement marqué de l'investissement dans les infrastructures depuis le début de l'année. Ceci participe à la fois aux efforts d'ajustement budgétaire et de réduction de l'endettement ; les nouvelles émissions obligataires des collectivités locales visant à financer les projets d'infrastructure ont de fait nettement reculé sur les premiers mois de 2021.

Achévé de rédiger le 29 juin 2021

Christine Peltier

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

## JAPON

7

## RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE RETARDÉ

L'économie japonaise a été moins touchée par l'épidémie de Covid-19 que d'autres pays développés. Ainsi, la chute de l'activité en 2020 a été moindre qu'ailleurs. Toutefois, la lenteur de la campagne de vaccination et le manque de confiance des différents agents économiques pèsent sur la dynamique de reprise du pays. Après une belle performance fin 2020, l'économie nipponne prendrait donc du retard par rapport aux États-Unis ou à l'Europe. La confiance des consommateurs, élément essentiel à une reprise économique robuste, demeure faible par rapport à son niveau d'avant-crise. Cette dynamique pèse sur la consommation privée et *in fine* sur la dynamique de l'activité dans le secteur des services marchands. Ces derniers ont beaucoup de mal à retrouver la croissance. Dans ce contexte encore difficile, l'inflation restera proche de 0%, loin de la cible de 2%. La politique monétaire restera accommodante et inchangée en 2021 et 2022 même si la Banque du Japon pourrait accepter une remontée des taux longs souverains au niveau de la borne supérieure, soit 0,25%.

## REBOND TIMIDE

Après avoir enregistré une relative bonne performance au T4 2020 par rapport aux autres économies développées, le Japon a connu un 1<sup>er</sup> semestre 2021 difficile. Le PIB nippon a baissé de 1% au T1 2021 et il pourrait diminuer légèrement à nouveau au T2. Le rebond anticipé à partir du 3<sup>e</sup> trimestre est réel mais timide. À partir de 2022, l'économie japonaise ralentirait de manière marquée et convergerait vers son rythme potentiel, structurellement faible. Au total, la croissance annuelle serait de 2,2% en 2021, après -4,7% en 2020, puis elle accélérerait en 2022 à 3,3%. Le niveau d'activité d'avant-crise serait, comme en zone euro, rattrapé au T4 2021. En 2022, le Japon prendrait du retard par rapport aux autres pays développés (cf. graphique 2). La principale raison aux difficultés japonaises actuelles est la lenteur de la campagne de vaccination. Même si celle-ci accélère depuis quelques semaines, la couverture vaccinale reste faible au Japon : environ 20% de la population a reçu une première dose contre près de 50% dans l'Union européenne. Ce retard pèse sur la confiance des consommateurs. Cette dernière, après avoir rebondi après le point bas du printemps 2020, reste à un niveau inférieur à celui d'avant la pandémie et baisse une nouvelle fois en mai. Une certaine inquiétude émerge également parmi les Japonais concernant l'ouverture des Jeux Olympiques en juillet. Ces éléments n'augurent pas une forte reprise de la consommation privée, qui a déjà baissé au T1 2021. Sur le front des entreprises, la situation reste également difficile. Même s'il reprend quelques couleurs, le niveau d'investissement des entreprises nipponnes reste bas relativement à celui d'avant-crise et les dernières données conjoncturelles envoient des signaux très mitigés. Dans les services marchands, l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) ne parvient pas à dépasser le seuil des 50, qui indiquerait une expansion, depuis l'éclatement de la crise pandémique. Dans le secteur manufacturier, la situation économique s'améliore plus nettement, même si le PMI du secteur a baissé en juin à 51,5, après 53 en mai. L'indice Tankan au T2 2021 continue de s'améliorer pour les grandes entreprises manufacturières tandis que l'indice pour le secteur non-manufacturier est repassé légèrement en territoire positif pour la première fois depuis début 2020.

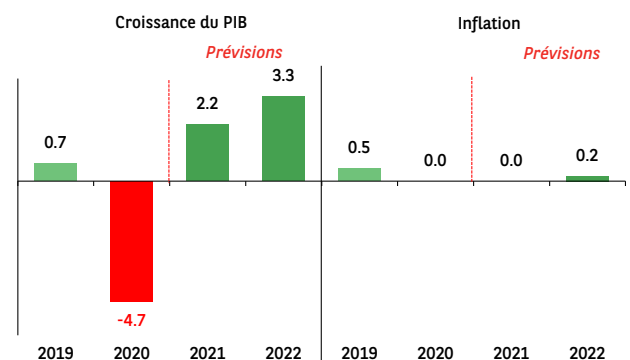
Avec une inflation qui resterait proche de 0%, malgré la reprise, la Banque du Japon (BOJ) restera au chevet de l'économie en 2021 et 2022. Elle a toutefois récemment déjà freiné ses rachats de titres de type ETF. La BoJ pourrait re-stimuler ses opérations en cas de fortes détériorations des conditions de marché.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

Louis Boisset

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

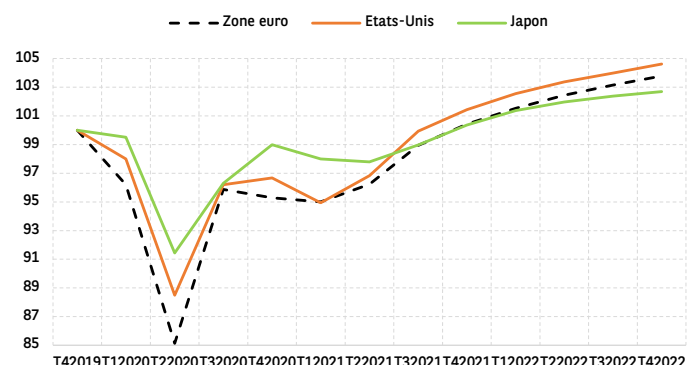
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## PIB DU JAPON, DES ÉTATS-UNIS ET DE LA ZONE EURO (BASE 100= T4 2019)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## REPRISE PLUS FORTE, INFLATION PLUS HAUTE ET BCE ACCOMMODANTE

L'économie de la zone euro reprend de belles couleurs. Sur le plan macroéconomique, le rattrapage des pertes accumulées depuis le printemps 2020 est plus rapide que ce qui était anticipé il y a seulement quelques mois. En l'absence d'une nouvelle vague épidémique due à la prolifération des variants du virus, la zone euro pourrait retrouver son niveau d'activité d'avant-crise dès la fin de cette année. L'accélération des campagnes de vaccination et la levée progressive des restrictions sanitaires réduisent les incertitudes et redonnent confiance aux agents économiques. Les consommateurs, qui se sont adaptés aux mesures sanitaires, jouent un rôle prépondérant. Face à ces dynamiques favorables, les politiques publiques restent prudentes. Du côté monétaire, la Banque centrale européenne a affiché récemment un optimisme certain s'agissant de la capacité de rebond de la zone euro, mais elle se refuse pour l'heure à amorcer un resserrement de sa politique. Du côté budgétaire, la première émission d'obligations communes, en vue de financer le plan de relance Next Generation EU, a été sauvée.

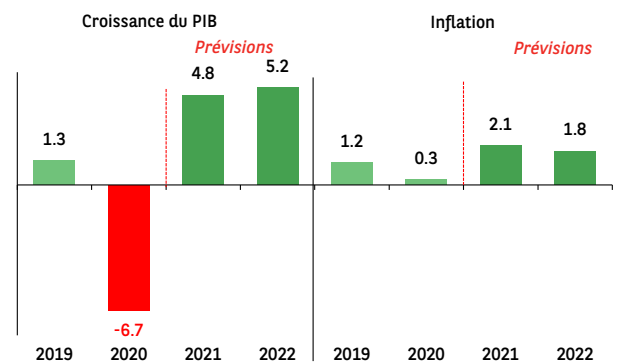
### RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE PLUS FORT QUE PRÉVU

Dans un contexte de levée progressive des restrictions sanitaires, d'accélération des campagnes de vaccinations dans les États membres et de maintien de politiques économiques accommodantes, la situation en zone euro s'améliore plus rapidement que ce que l'on pouvait anticiper il y a seulement quelques mois. Après les pertes accumulées tout au long de ces longs mois de pandémie, le rattrapage économique est désormais bien avancé et généralisé à l'ensemble des pans de l'économie. Sur le front conjoncturel, la situation dans le secteur manufacturier s'est sensiblement améliorée depuis avril 2020, le PMI du secteur atteignant 63,1 en juin 2021, un point haut historique. Bien qu'en léger tassement, la composante « nouvelles commandes à l'export » reste à un niveau élevé par rapport à sa moyenne sur longue période. Les données dures confirment ces données d'enquêtes puisque la production industrielle a massivement augmenté en avril pour le deuxième mois consécutif, il est vrai en grande partie en raison d'un effet de base favorable (+39,3% en avril 2021 après +11,5% en mars et -30% en avril 2020).

Du côté des services marchands, alors que l'on pouvait redouter un redémarrage tardif de l'activité, le PMI a une nouvelle fois progressé en juin. Il a atteint 58 après 55,2 et 50,5 respectivement en mai et avril. Il s'agit du niveau le plus élevé depuis début 2018. La levée des restrictions dans la plupart des États membres de la zone euro et l'accélération de la vaccination offrent des perspectives positives aux agents économiques. L'indice de sentiment économique de la Commission européenne poursuit, à ce titre, sa remontée, atteignant 114,5 en mai 2021 - niveau le plus élevé depuis janvier 2018, et s'installe confortablement au-dessus de sa moyenne de long terme. Les consommateurs de la zone euro retrouvent le sourire, leur indice de confiance a désormais largement dépassé son niveau d'avant la pandémie. Cette dynamique favorable se reflète dans les ventes au détail qui accélèrent très sensiblement en avril. Tout cela est de bon augure pour la poursuite du rattrapage économique dans la zone euro, les consommateurs ayant de surcroît accumulé un volume d'épargne important au cours de l'année écoulée.

Au total, le profil trimestriel de croissance du PIB en zone euro est relativement heurté en 2021 et le niveau de PIB pré-pandémie serait retrouvé dès la fin de l'année (cf. graphique 2). L'accélération de l'activité est notable au T2 puis au T3 2021, portée par le rebond de la consommation des ménages. L'économie de la zone euro décélérerait mécaniquement au T4. En raison d'effets d'acquis forts, la croissance annuelle augmenterait en 2022 par rapport à 2021 malgré le tassement de la dynamique trimestrielle. Le PIB progresserait donc de 2021 puis de 5,2% en 2022.

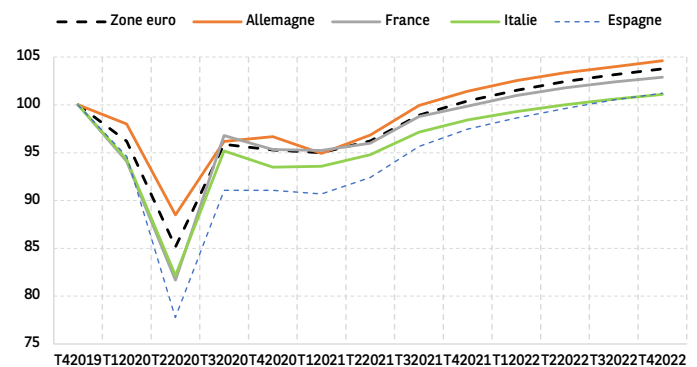
#### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

#### PIB DES ÉTATS MEMBRES DE LA ZONE EURO (BASE 100= T4 2019)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS





## HAUSSE DE L'INFLATION : PAS DE PRÉCIPITATION À LA BCE

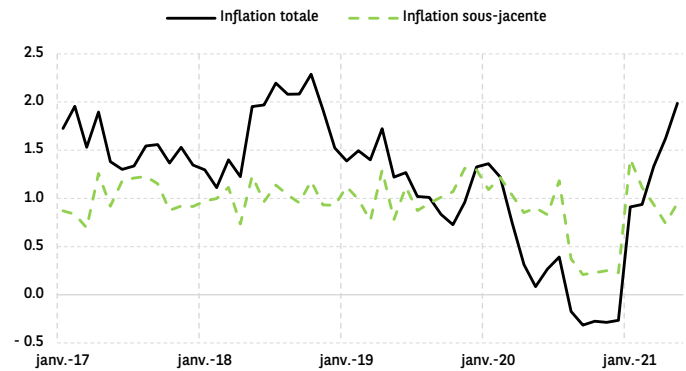
Avec le rebond de la demande mondiale, les prix à la consommation ont assez nettement accéléré ces derniers mois et cette dynamique se poursuivrait au 2<sup>nd</sup> semestre 2021. Toutefois, cette augmentation de l'inflation s'explique principalement par des facteurs temporaires (mouvements de TVA en Allemagne, hausse du prix des matières premières, modification des poids des différentes composantes de l'IPCH)<sup>1</sup>. Selon notre dernier scénario de prévisions, cette hausse ne devrait pas être pérenne.

C'est également le point de vue de la BCE. La Banque centrale anticipe un pic d'inflation cette année. Selon ses dernières projections macroéconomiques, l'inflation globale augmenterait à 1,9% en 2021 avant de baisser à 1,5% en 2022 puis à 1,4% en 2023, soit un niveau faible au regard de l'objectif de 2% à moyen terme. La BCE table sur un frémissement du côté de l'indice des prix sous-jacent (qui ne tient pas compte des produits dont les prix sont les plus volatils), celui-ci progressant tendanciellement pour croître de 1,4% en 2023. Ce rythme est nettement supérieur à la moyenne de ces dernières années, proche de 1%. La BCE ne voit donc pas d'emballement de la dynamique inflationniste, en partie freinée par des déséquilibres qui perdureraient sur le marché du travail et des salaires qui resteraient peu allants (cf. graphique 4).

Si la Banque centrale affiche une certaine prudence s'agissant de l'évolution des prix, elle se montre optimiste au sujet de la capacité de rattrapage économique de la zone euro. L'institution de Francfort a toutefois choisi, lors de sa réunion de politique monétaire du jeudi 10 juin dernier, de rester attentiste et de ne pas précipiter le resserrement de sa politique monétaire. En particulier, ses rachats nets d'actifs dans le cadre de son programme d'urgence PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) se poursuivront à un rythme significativement plus élevé qu'au début de l'année. Nous tablons sur la fin du PEPP en mars 2022, l'urgence économique devrait en effet à cette date être dépassée. Pour éviter une baisse marquée de la liquidité et compte tenu du gap d'inflation, nous anticipons une hausse des rachats d'actifs dans le cadre du programme classique déjà existant (APP, *Assets Purchases Programme*). Les rachats nets mensuels pourraient ainsi passer de EUR 20 mds aujourd'hui à EUR 40 mds ou plus. En tout état de cause, il apparaît probable que l'approche de la BCE dans sa politique de rachats d'actifs restera flexible afin d'éviter au maximum un resserrement des conditions de financement dans la zone euro, et ce même une fois la crise passée.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE semble donc reporter les discussions difficiles à la réunion de septembre prochain. À cette date, des décisions pourront être prises à la fois sur la poursuite du programme PEPP, qui dépendra comme toujours de l'état de l'économie de la zone euro, mais aussi dans le cadre de la revue stratégique. Sur ce point, les premières conclusions pourraient émerger d'ici la fin de l'année et ce n'est pas anodin. Sur le front monétaire, la BCE pourrait introduire, comme la Fed, un biais structurellement accommodant à sa politique monétaire. Elle pourrait décider de poursuivre désormais une cible moyenne d'inflation, acceptant de fait une inflation dépassant 2% un certains temps.

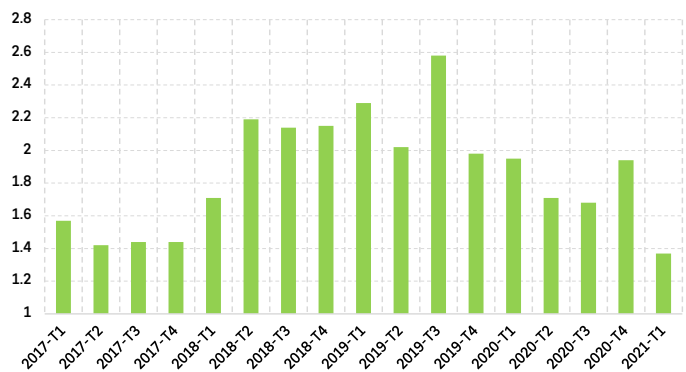
### INFLATION TOTALE ET SOUS-JACENTE EN ZONE EURO (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : EUROSTAT

### ÉVOLUTION DES SALAIRES NÉGOCIÉS NOMINAUX EN ZONE EURO (%)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : EUROSTAT

Les politiques budgétaires nationales devraient accompagner la politique monétaire de la BCE en évitant de retirer le soutien de manière trop brutale et indifférenciée selon les secteurs. Au niveau européen, le plan de relance *Next Generation EU* pourrait avoir un impact favorable sur l'efficacité des dépenses publiques, en particulier dans les pays de la périphérie de la zone euro. La première émission d'obligations par la Commission européenne d'un montant de EUR 20 mds, visant à financer ce plan de relance, a été à ce titre un succès.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

Louis Boisset

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

<sup>1</sup> L. Boisset et G. Derrien, *Zone euro : la hausse de l'inflation pourrait n'être que temporaire*, BNP Paribas, avril 2021

## ALLEMAGNE

10

## CHANGEMENT DE CLIMAT

Après une forte contraction au premier trimestre 2020, le climat économique s'est nettement amélioré au T2, avec l'ouverture progressive de l'économie. En 2020, le gouvernement a réussi à limiter l'impact de la crise du coronavirus sur les ménages et les entreprises. Cette année, l'orientation de la politique budgétaire restera très accommodante et les mesures de soutien liées à la Covid-19 pourraient représenter 3% du PIB. Les élections législatives fédérales ayant lieu le 26 septembre prochain, le budget pour 2022 sera élaboré par le nouveau gouvernement. D'après les sondages, une coalition serait possible entre la CDU/CSU et les Verts, de sorte que le changement climatique devrait figurer au premier rang des priorités. L'économie devrait connaître, selon les prévisions, une croissance robuste en 2021 et 2022. Sur le plan intérieur, le principal moteur est la consommation privée, tandis que le secteur manufacturier devrait bénéficier du programme *Next Generation* de l'UE. La rapidité de la reprise pourrait raviver les tensions inflationnistes et l'orientation de la politique monétaire de la BCE pourrait se révéler trop accommodante pour l'Allemagne.

## CHANGEMENT DE CLIMAT ÉCONOMIQUE

L'économie allemande a mal commencé l'année. L'activité économique s'est contractée de 1,8%, en partie en raison du durcissement des restrictions liées à la Covid-19, comme la fermeture des magasins à partir de la mi-décembre. De plus, dans le secteur du bâtiment, de nombreux projets de construction ont été avancés au quatrième trimestre 2020 afin de bénéficier de la réduction temporaire de la TVA, qui expirait le 1<sup>er</sup> janvier 2021. En début d'année, le bâtiment a par ailleurs, pâti d'une météo exceptionnellement mauvaise.

Au deuxième trimestre, le climat économique a connu une nette embellie, la baisse des taux de contamination ayant permis une réouverture progressive de l'économie nationale. En juin, l'indice Ifo du climat des affaires a même atteint un plus haut depuis le mois d'avril 2018. Dans le secteur manufacturier, l'activité avait déjà commencé à se renforcer au premier trimestre, portée en partie par une forte demande en provenance de Chine (graphique 2). Au cours des derniers mois, la confiance s'est nettement renforcée dans les services et dans le secteur de la distribution. Même si l'activité reste bien en deçà des niveaux observés avant l'apparition de l'épidémie, des goulets d'étranglement sont apparus du fait de la pénurie de biens intermédiaires essentiels dans l'industrie manufacturière et le bâtiment. De plus, dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, les entreprises rencontrent des difficultés de recrutement.

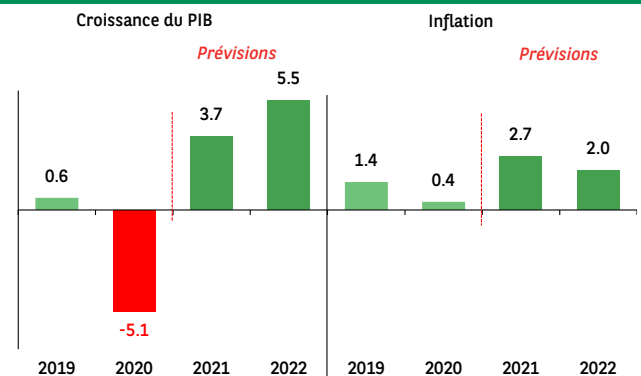
Avec la réouverture de l'économie, le taux de chômage recule peu à peu. En mai, il s'établissait à 4,4%, un niveau qui reste supérieur de 1,2 point de pourcentage à celui du quatrième trimestre 2019. De plus, on observe une diminution du nombre de salariés au chômage partiel (*Kurzarbeit*). En mai, ils étaient 2,3 millions de salariés, soit 7% de la population active, dont plus de la moitié dans les services.

L'inflation est sur une tendance haussière depuis le début de l'année. En mai, l'indice des prix à la consommation harmonisé était en hausse de 2,4% par rapport à l'année dernière. Cette progression de l'indice est entièrement due à l'envolée des prix de l'énergie (9,5% en g.a.). L'inflation sous-jacente est restée, en revanche, modérée à 1,6% à peine.

## DES MESURES ÉNERGIQUES FACE À LA PANDÉMIE

La réponse rapide et énergique du gouvernement face à la pandémie a permis d'en limiter les conséquences économiques. En 2020, les mesures de soutien liées à la crise du coronavirus ont représenté environ 2,8% du PIB, dont presque la moitié en subventions et aides de trésorerie aux entreprises. L'enveloppe des prêts garantis et injections

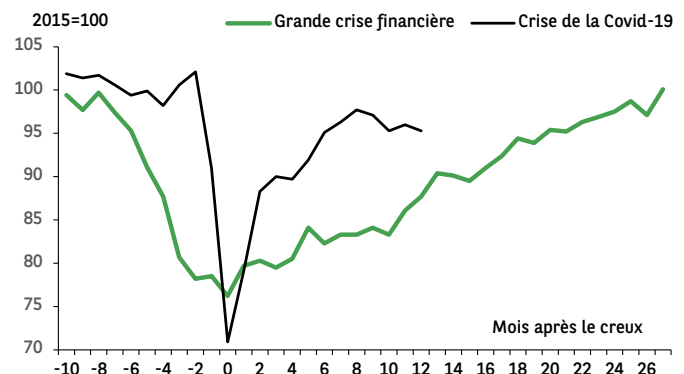
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## REPRISE RAPIDE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DEUTSCHE BUNDESBANK, BNP PARIBAS

de fonds propres, ces dernières étant uniquement prises en compte dans le niveau d'endettement, a même atteint près de 30% du PIB. Le solde budgétaire (en pourcentage du PIB) s'est fortement dégradé,



passant de +1,5% en 2019 à -4,2 % en 2020, et le ratio de dette sur PIB a augmenté de dix points de pourcentage, à 70%.

Les mesures de soutien adoptées pour lutter contre la pandémie de Covid-19 ont été particulièrement efficaces. Environ 44% des entreprises allemandes ont eu recours à au moins un des dispositifs mis en place. Malgré une contraction du PIB de 4,8% en 2020, le taux de chômage n'a ainsi augmenté que de 0,7 point de pourcentage à 3,8%. Le revenu disponible des ménages a même progressé de 0,7% et le nombre des faillites a chuté à un niveau historique. En pourcentage du PIB, l'excédent de la balance courante n'ayant guère varié, la dégradation du solde budgétaire de l'État s'est traduit par une amélioration substantielle des soldes financiers des ménages et des entreprises (graphique 3).

En 2021, l'orientation de la politique budgétaire restera très accommodante et les mesures d'aide liées à la crise de la Covid-19 pourraient représenter 3% du PIB. Le système de chômage partiel restera en place jusqu'à la fin de l'année. Les dépenses de santé seront augmentées pour financer la campagne de vaccination. Les autres mesures budgétaires comprennent l'abolition, pour la plupart des contribuables, de la taxe de solidarité introduite en 1991 pour financer principalement la réunification allemande, et l'ajustement des barèmes de l'impôt sur le revenu pour éliminer le glissement par le jeu des tranches (« *bracket creep* »).

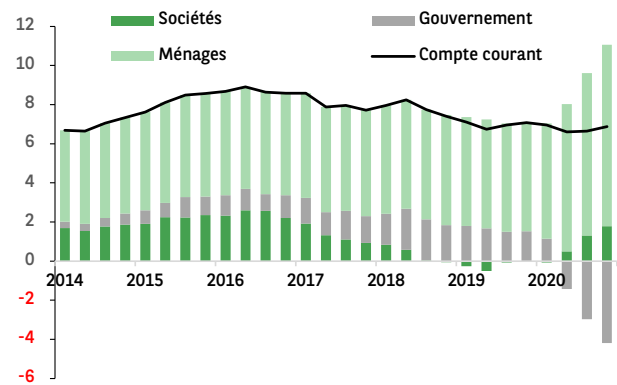
Des recettes supplémentaires seront générées par le nouveau système de tarification du carbone pour le transport routier et le chauffage des bâtiments qui, en général, ne sont pas couverts par le système d'échange de quotas d'émission de l'UE. Jusqu'en 2025, le prix des quotas de carbone est de EUR 25 la tonne de CO<sub>2</sub>. Au-delà, le prix sera fixé par le marché. Le déficit budgétaire va probablement se creuser aux environs de 4,5 % du PIB. Dans les années à venir, le gouvernement fédéral devrait augmenter ses dépenses d'investissement pour atteindre son objectif de réduire les émissions de CO<sub>2</sub> de 65% par rapport aux niveaux de 1990 d'ici la fin de la décennie et la neutralité climatique d'ici 2045. Ce sera en partie financé par le plan *Next Generation* de l'UE (NGEU). Le gouvernement a ainsi mis de côté environ EUR 52 md entre 2022 et 2025. Avant la crise, le programme fédéral d'investissement ne s'élevait qu'à EUR 38 mds.

Le budget pour 2022 sera finalement établi par le nouveau gouvernement issu des élections législatives fédérales du 26 septembre prochain. D'après les sondages, la CDU/CSU (chrétiens-démocrates) et le SPD (parti social-démocrate), qui forment la coalition sortante, pourraient perdre, chacun, 5% des voix par rapport au précédent scrutin de 2017. Les Verts, en revanche, pourraient devenir la deuxième force politique du pays, avec environ 20% des suffrages, de sorte qu'une alliance avec la CDU/CSU serait l'issue la plus probable. Dans ce cas, le changement climatique deviendrait un axe majeur du programme du gouvernement. Concernant la politique fiscale, la nouvelle coalition restera probablement attachée à un retour aux règles budgétaires européennes et au frein à l'endettement.

## ROBUSTESSE DE LA REPRISE ET RISQUES DE SURCHAUFFE

L'économie devrait connaître une croissance robuste en 2021 et 2022. Sur le plan intérieur, la consommation privée sera le principal moteur de la croissance. Malgré la crise du coronavirus, le revenu disponible des ménages s'est amélioré, soutenu par l'important programme d'aides gouvernementales. Les ménages ont, toutefois, réduit leurs dépenses du fait de possibilités de consommation limitées mais aussi par crainte de contracter le virus<sup>1</sup>. Le taux d'épargne est ainsi passé de

### CAPACITÉ DE FINANCEMENT (% DU PIB)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : EUROSTAT

10,9% en 2019 à 16,2% en 2020. Avec la réouverture de l'économie, les dépenses de consommation vont probablement revenir à la normale. Le taux d'épargne pourrait même, temporairement, passer en dessous des niveaux observés avant la pandémie, car les ménages vont puiser dans l'épargne accumulée pendant la crise.

Les entreprises manufacturières allemandes devraient bénéficier de l'envolée de la demande mondiale et de la mise en œuvre du plan NGEU, en Allemagne mais aussi partout en Europe. De plus, les ruptures d'approvisionnement, en semi-conducteurs notamment, pourraient diminuer au cours des prochains trimestres.

La dynamique retrouvée de l'économie allemande stimulera la demande de main-d'œuvre et les pénuries de personnel qualifié, observées avant la pandémie, seront probablement bientôt de retour. Cela pourrait entraîner des hausses de salaires et une remontée de l'inflation. Par ailleurs, l'orientation de la politique monétaire de la BCE étant fixée en fonction des tensions inflationnistes dans l'ensemble de la zone euro, il n'est pas exclu que l'Allemagne soit bientôt confrontée à des conditions monétaires trop accommodantes.

Achevé de rédiger le 24 juin 2021.

**Raymond Van der Putten**

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

<sup>1</sup> Selon l'enquête en ligne de la Bundesbank auprès d'un panel de ménages, seuls 7 % d'entre eux ont déclaré avoir réduit leurs dépenses de crainte de la perte de revenus.

## FRANCE

12

## BELLE EMBELLIE

Au regard des enquêtes sur le climat des affaires en mai et juin, le rebond de l'économie française, au sortir du troisième confinement, est plus vigoureux que prévu. Nous avons rehaussé notre prévision de croissance au T2, d'un chiffre frôlant zéro à presque 1% t/t. Au T3, le rebond mécanique porterait la croissance à environ 3% t/t. Elle refluerait ensuite, l'effet de rattrapage se dissipant, mais resterait élevée, soutenue par l'impulsion budgétaire. Le revers de la médaille du redressement vigoureux de la demande est la mise sous tension de l'offre. Les contraintes d'approvisionnement, la hausse des prix des intrants, les difficultés de recrutement qui en découlent sont autant de points de friction pouvant freiner la reprise. Sur l'ensemble de 2021, la croissance s'élèverait à 6% en moyenne (une prévision optimiste, un demi-point au-dessus du consensus de juin 2021) et elle resterait forte en 2022 (4,6%). Les risques économiques sont équilibrés : le déblocage de l'épargne forcée accumulée reste un aléa haussier tandis que les tensions sur l'offre et certains prix constituent un aléa baissier. Si l'épidémie de Covid-19 a fortement reculé, l'aléa sanitaire n'a toutefois pas disparu du fait de la circulation accrue des variants.

## LES SIGNES D'UN REBOND VIGOUREUX

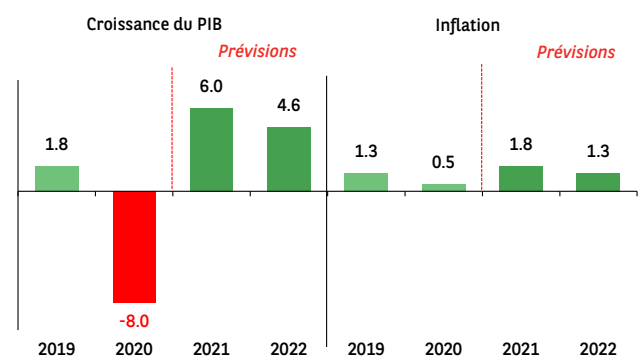
D'après les enquêtes sur le climat des affaires en mai et juin, le rebond de l'économie française, au sortir du troisième confinement, est plus vigoureux que prévu. En avril déjà, malgré le confinement, ces enquêtes avaient réservé une bonne surprise, le PMI composite de Markit se redressant et l'indice composite de l'INSEE en s'infléchissant à peine, à la faveur notamment de la bonne tenue de l'industrie. En mai, portée par l'anticipation d'un mieux, leur amélioration a été impressionnante, notamment du côté des services, alors que les mesures de confinement n'étaient encore que partiellement levées. En juin, les enquêtes de l'INSEE ont continué sur leur lancée, en lien avec la poursuite de l'allègement des restrictions sanitaires. Porté par l'ensemble des secteurs, l'indice composite gagne encore 5 points (après 12 en mai) et atteint 113. Il se situe non seulement nettement au-dessus de son niveau d'avant-crise (105) – et, *a fortiori*, au-dessus de son niveau 100 de référence – mais il atteint aussi un plus haut depuis l'été 2007. On notera également que, depuis le début de l'année, le redressement du climat des affaires est plus important que celui de l'emploi : un tel décalage, d'une ampleur inhabituelle, est le signe d'un renforcement des gains de productivité (cf. graphique 2).

Le regain de confiance des ménages est moins impressionnant (+3 points en mai, +4 points en juin). L'enquête de l'INSEE est certes repassée en juin 2 points au-dessus de son niveau 100 de référence mais elle reste 2-3 points en deçà de son niveau d'avant-crise de début 2020. Toutefois, la forte amélioration, en juin, du jugement des ménages sur le niveau de vie futur en France et du solde d'opinion sur l'opportunité de faire des achats importants, ainsi que la nette diminution, depuis le début de l'année, des craintes vis-à-vis de l'évolution du chômage sont des points très positifs qu'il convient de souligner.

Les nouvelles sur le front des données « dures » du marché du travail sont également encourageantes. L'emploi continue de surprendre favorablement. Les créations d'emploi salarié privé au T1 2021 ont été revues en hausse (de +0,3 à +0,5% t/t). Le taux de chômage est resté quasiment stable, à 8,1% au T1 2021. Les déclarations d'embauche de plus d'un mois hors intérim ont très fortement rebondi en mai (+37% m/m) et sont au plus haut depuis 2006 (date de début de la série). Le nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A à Pôle emploi a nettement reculé en mai (-3,7% m/m). L'indicateur reste toutefois 8% au-dessus de son niveau d'avant-crise, de février 2020. Si, au regard des déclarations d'embauche, le retour à meilleure fortune du marché du travail français<sup>1</sup> pourrait se faire assez vite (la jauge à dépasser est

<sup>1</sup> EcoFlash n°21-09, *Marché du travail français : perspectives 2021*, 6 mai 2021

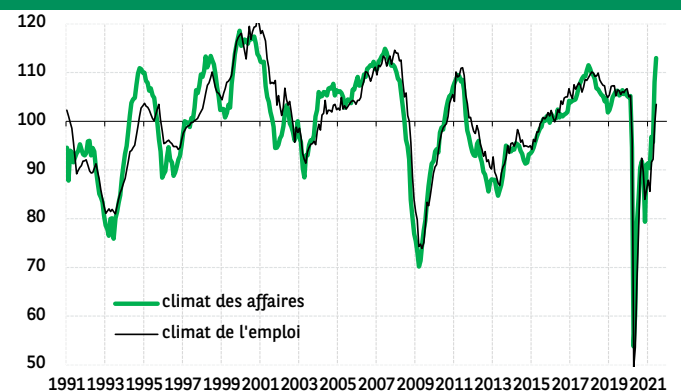
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## CLIMAT DES AFFAIRES ET DE L'EMPLOI



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

2,7 millions sur 4 mois glissants), le critère pour les demandeurs d'emploi paraît plus difficile à atteindre (baisse de 130 000 sur 6 mois). Ces différents signes d'amélioration se traduisent par une réduction de la perte de PIB par rapport à son niveau d'avant-crise. La Banque



de France l'estime, dans son point de conjoncture de début juin, à 6% en avril, 4% en mai et 3% en juin, dont il découle une prévision de croissance d'environ 0,5% t/t au T2. Nos propres hypothèses sont un peu plus optimistes (perte de 3,5% en mai et de 2% en juin) et conduisent à une prévision de croissance proche de 1% t/t. Le rebond mécanique porterait ensuite la croissance au T3 à environ 3% t/t, avant de refluer, l'effet de rattrapage se dissipant, mais elle resterait élevée, soutenue par l'impulsion budgétaire. À l'horizon de la fin 2021, l'économie pourrait avoir retrouvé son niveau d'avant-crise mais cette récupération masquera probablement encore des disparités sectorielles : certains secteurs auront dépassé ce niveau d'avant-crise (activités immobilières, financières, information et communication, services non marchands) tandis que d'autres resteront en deçà (matériels de transport, hébergement-restauration, activités récréatives).

En 2021, la croissance s'élèverait à 6% en moyenne annuelle et elle resterait forte en 2022, à 4,6%. À noter que ces prévisions incluent un surcroît de stimulus budgétaire de EUR 10 mds en 2021 et 2022, qui ajoute environ 0,4 point de pourcentage à la croissance chaque année et qui vise à diriger le PIB vers sa trajectoire d'avant-crise.

## LE REVERS DE LA MÉDAILLE ET LES POINTS D'ATTENTION

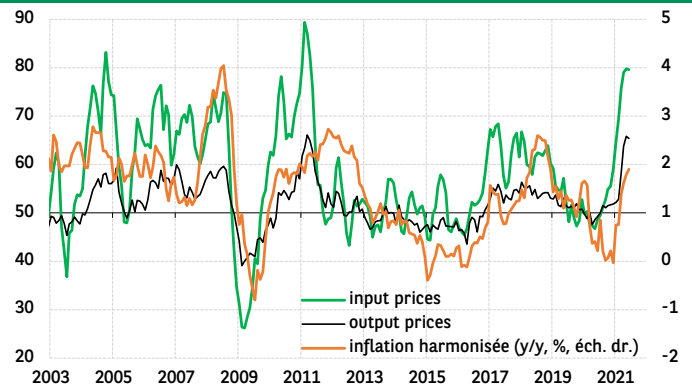
Le revers de la médaille du redressement vigoureux de la demande est la mise sous tension de l'offre, moins réactive. Les contraintes d'approvisionnement, la hausse des prix des intrants (cf. graphique 3), les difficultés de recrutement qui en découlent sont autant de points de friction à surveiller pouvant freiner la reprise<sup>2</sup>. L'hypothèse sous-jacente de notre scénario est que ces tensions vont aller en s'atténuant au fur et à mesure de la normalisation de l'activité et du ré-équilibrage de l'offre et de la demande. La reprise ne s'en trouverait pas significativement freinée. Mais ces points de friction constituent un aléa baissier certain, un choc négatif malvenu, entraînant arrêts de production et compression des marges des entreprises.

L'évolution des défaillances d'entreprises est un autre point de fragilité à surveiller. Après avoir chuté en 2020 et jusque début 2021 - un mouvement contre-intuitif qui trouve son explication dans l'efficacité des mesures d'urgence - une remontée des défaillances est attendue. Toute la question porte sur son ampleur. On devrait *a minima* observer un retour des défaillances à leur niveau d'avant-crise (soit une augmentation d'environ 25 000). Le retournement est d'ailleurs probablement amorcé, le mois d'avril 2021 marquant la première hausse depuis début 2019. Une remontée allant au-delà de cette normalisation constituerait une alerte. Néanmoins, le redémarrage de l'activité, le retrait progressif des mesures d'urgence, le déploiement des prêts participatifs et des autres soutiens du plan France Relance, les nouvelles mesures anti-faillites devraient aider à contenir la remontée.

Malgré sa franche amélioration, la situation sanitaire demeure un aléa baissier : une nouvelle vague post-déconfinement sur fond de circulation accrue des variants ne peut être exclue. Il est à souhaiter que la progression de la vaccination permette d'éviter un reconfinement.

La croissance pourrait toutefois aussi surprendre à la hausse car le déblocage de l'épargne forcée accumulée pourrait être plus important qu'anticipé et/ou la situation du marché du travail meilleure que prévu. Risques haussiers et baissiers s'équilibrent donc à nos yeux.

### COMPOSANTES « PRIX » DU PMI MANUFACTURIER ET INFLATION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, MARKIT, BNP PARIBAS

## UNE DERNIÈRE AUGMENTATION DE LA PERFUSION BUDGÉTAIRE AVANT SON RETRAIT PROGRESSIF

Dans le cadre du projet de loi de finances rectificative pour 2021 (PLFR 2021) présenté début juin, le gouvernement a rehaussé sa prévision de déficit budgétaire à 9,4% du PIB, soit 0,4 point de plus que ce qui était anticipé, en avril, dans le Programme de stabilité et 0,2 point de plus qu'en 2020. Cette détérioration peut paraître paradoxale car un rebond de croissance tel que celui anticipé en 2021 est censé réduire le déficit et parce que l'on commence aussi à parler de stratégie de sortie de crise, c'est-à-dire de retrait du filet de sécurité des mesures d'urgence<sup>3</sup>.

L'explication est à chercher du côté des dépenses dont la hausse dépasse celle des recettes (EUR 64 mds et EUR 47 mds, respectivement, par rapport à 2020). Cette hausse des dépenses est imputable à hauteur de 60% environ aux dépenses ordinaires et, dans une moindre mesure, aux dépenses de soutien et de relance (environ EUR 25 mds). L'autre chiffre intéressant est la forte augmentation des crédits de la mission Plan d'urgence, de EUR 6 mds prévus dans la loi de finances initiale à près de EUR 45 mds dans le PLFR 2021. Environ EUR 30 mds correspondent à des reports de crédits de 2020 vers 2021 et environ EUR 10 mds aux moyens supplémentaires alloués au fonds de solidarité et au chômage partiel. Cette augmentation des mesures d'urgence, en amont de leur diminution ultérieure, doit aider à ce que leur retrait progressif à venir soit le plus indolore possible pour les entreprises concernées.

Après deux années extraordinaires marquées par la crise (2020) et la sortie de crise (2021), au cours desquelles le « quoi qu'il en coûte » a prévalu, 2022 devrait amorcer le retour de la politique budgétaire ordinaire, sous contraintes. L'heure ne sera pas encore véritablement à la rigueur mais les arbitrages du budget 2022 ne s'annoncent pas moins difficiles.

Achévé de rédiger le 30 juin 2021

**Hélène Baudchon**

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

<sup>2</sup> Graphique de la semaine, *Reprise en France : déjà freinée avant même d'avoir démarré ?*, 12 mai 2021

<sup>3</sup> EcoTV Week, *France : début de reprise et stratégie de sortie de crise*, 21 mai 2021



## LA REPRISE GAGNE EN VIGUEUR

Au début de l'année, la croissance économique a dépassé les attentes. Au premier trimestre, le PIB réel italien a ainsi progressé de 0,1%. La consommation privée a, de nouveau, reculé, reflétant l'évolution décevante des revenus et une propension toujours élevée à l'épargne, tandis que l'investissement a grimpé de près de 4%. La reprise a été inégale : l'industrie et le bâtiment ont rapidement rebondi, alors que les services étaient toujours à la peine. La croissance économique devrait se raffermir dans les prochains mois. Avec l'accélération du programme de vaccination et l'amélioration notable des perspectives en matière de santé, consommateurs et entreprises ont retrouvé la confiance. Pour que la reprise soit durable, l'Italie devra améliorer la qualité de son capital humain afin de compenser la baisse de productivité due à une population active vieillissante.

## UNE REPRISE MEILLEURE QUE PRÉVU DÉBUT 2021

Au début de 2021, la croissance économique a été supérieure aux prévisions. Au premier trimestre, le PIB réel a augmenté de 0,1%, contre -1,8% au T4 2020. La demande intérieure a amputé la croissance de 0,1%, tandis que la variation des stocks a représenté un apport positif de 0,6%. La contribution des exportations nettes a été négative, les importations augmentant davantage que les exportations. La croissance du PIB annuel est ressortie ainsi à -0,8 %, contre -6,5% au T4 2019.

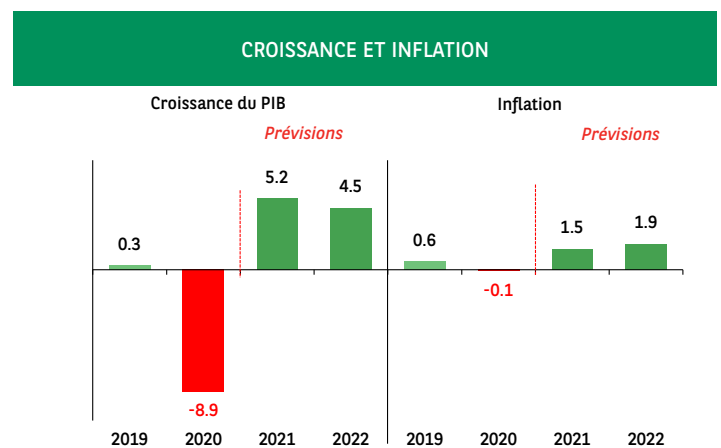
Au T1, la reprise a été inégalement répartie, avec un rebond plus rapide de l'industrie et du bâtiment tandis que les difficultés ont persisté dans les services. La construction a ainsi retrouvé ses niveaux antérieurs à la pandémie, avec une hausse de 8 % par rapport au T4 2019, grâce aux mesures budgétaires adoptées pour améliorer l'efficacité énergétique et parasismique des bâtiments. Par ailleurs, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a enregistré une troisième hausse consécutive (+0,7%) tout en se maintenant à environ deux points de pourcentage en dessous du T4 2019. L'industrie italienne a bénéficié du redressement de la demande mondiale, les exportations ayant retrouvé leur niveau antérieur à la pandémie. La production d'intrants intermédiaires a fortement augmenté, notamment celle de produits en caoutchouc, en plastique et métalliques non minéraux (plus de 4%), et celle de produits chimiques (environ 2%).

Toujours au T1, sous l'effet d'une demande intérieure toujours aussi décevante, la valeur ajoutée des services est restée près de 8% en dessous du niveau enregistré au T4 2019. Le commerce, le transport et l'hébergement ont accusé une contraction d'environ 2%, absorbant largement la légère reprise des activités financières et des services d'information et de communication.

## CONSOMMATION ATONE ET VIGUEUR DE L'INVESTISSEMENT

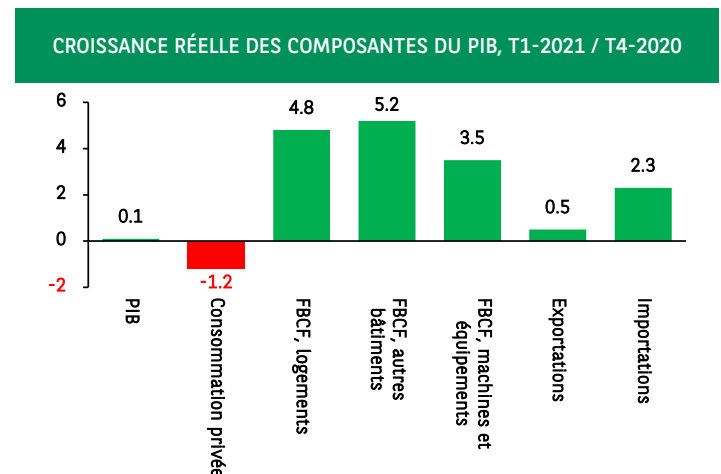
Au premier trimestre, du fait de l'évolution décevante du revenu, la consommation a baissé de 1,2%, obérant la croissance du PIB de 0,7%. La situation sur le marché du travail reste incertaine. Au T1, le nombre de personnes occupant un emploi a baissé davantage que celui des heures travaillées, avec environ 1,7 million d'emplois en moins qu'au T4 2019. Les salaires horaires ont progressé de 0,6% en base annuelle, soit moins que l'inflation. La dépense privée continue de se heurter à la propension toujours élevée des ménages à épargner, toujours inquiets de l'évolution de la pandémie et des restrictions imposées pour limiter la propagation du virus. Sur la période janvier-mars, les dépôts bancaires des ménages ont augmenté de près de EUR 20 mds.

Au T1, la reprise italienne a eu principalement pour moteur le fort rebond de l'investissement (+4% t/t), avec une contribution positive de 0,7% à la croissance du PIB, atteignant ainsi le plus haut niveau de ces



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : ISTAT

dix dernières années. Les dépenses en machines-outils et équipements ont augmenté de 3,5% et celles dans le bâtiment, d'environ 5%. Les entreprises italiennes ont bénéficié des mesures mises en œuvre pour prévenir un resserrement généralisé du crédit comme les prêts bancaires garantis par l'État. Malgré un taux d'endettement en hausse d'environ deux points de pourcentage en 2020, la situation financière des sociétés non financières s'est renforcée. Les dépôts des entreprises

ont grimpé à EUR 480 mds, 38% du total des dettes financières, soit environ deux fois plus qu'en 2008.

## RENFORCEMENT DE LA REPRISE

La croissance économique devrait se renforcer dans les prochains mois. Porté par l'accélération du programme de vaccination et une amélioration significative des perspectives en matière de santé, l'optimisme des consommateurs et des entreprises est en hausse. La dépense privée bénéficie non seulement de l'allègement des mesures restrictives sur la mobilité mais aussi de l'évolution des revenus et d'une propension accrue à consommer. En avril, le nombre d'actifs occupés et celui des actifs sans emploi ont augmenté tandis que celui des inactifs a diminué. Un recours plus large aux prêts bancaires soutient également la consommation. Le taux de croissance annuel du crédit à la consommation des banques est ainsi passé de -3% au début de 2021 à +0,3% en avril. De janvier à avril, le commerce de détail a progressé de 8,4% en g.a., avec une demande plus forte pour les produits non alimentaires. En mai, le PMI des services est revenu en territoire positif. L'industrie manufacturière continue de profiter de l'évolution favorable du commerce international. En avril, les exportations ont grimpé de près de 3,5% (m/m). Les ventes italiennes à l'étranger ont entièrement rattrapé les pertes accumulées pendant la première partie de la crise, soutenant la production industrielle, qui a progressé de près de 2% (m/m) en avril.

## ÉROSION DÉMOGRAPHIQUE ET VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION

La pandémie de Covid-19 a montré à quel point il était important de bien appréhender la pyramide des âges pour renforcer la résilience du système de santé et adapter les programmes éducatifs aux différents groupes d'âge, de manière à leur donner les compétences appropriées pour entrer sur le marché du travail ou s'y maintenir, tout en assurant une bonne productivité.

L'Italie est l'un des pays les plus exposés à la hausse du nombre de personnes âgées, proportionnellement aux autres cohortes d'âges, ainsi qu'à l'érosion démographique. La population diminue depuis sept années consécutives : elle s'élève à 59 258 000 habitants en 2021, soit 384 000 de moins qu'en 2019, principalement en raison de la baisse du taux de natalité. En 2020, seules 404 000 naissances ont été enregistrées, soit environ un tiers de moins qu'en 2008, où elles avaient atteint leur point culminant à 577 000. La chute de la natalité s'explique à la fois par des facteurs « structurels » c'est-à-dire une diminution de la population féminine en âge de procréer (fixé par convention entre 15 et 49 ans) et par la baisse de la propension moyenne à avoir des enfants. Selon les estimations, si le taux de fécondité s'était maintenu au niveau de 2019, où 420 000 naissances ont été recensées, il y aurait eu, en 2020, environ 413 000 nouveau-nés. L'effet structurel lié au seul vieillissement des femmes a entraîné une diminution, toutes choses égales par ailleurs, d'au moins 7 000 naissances. Le reste des 9 000 naissances manquantes par rapport à 2019, serait le fait d'une moindre propension à avoir des enfants.

En effet, après avoir atteint un pic de 1,46 enfant par femme en 2010, le taux de fécondité total en Italie a suivi une tendance à la baisse pour aboutir à 1,24 naissance par femme en 2020 (la deuxième plus faible valeur des vingt dernières années, après celle de 2003). La chute du taux de natalité concerne toutes les régions du pays. La pandémie de Covid-19 a ainsi stoppé l'allongement progressif de l'espérance de vie. Après une progression extraordinaire depuis 1950 (où elle était de 66,5 ans en moyenne), l'espérance de vie à la naissance s'est établie,

en 2020, à 82 ans, soit 1,2 an de moins qu'en 2019. Plus précisément, elle est passée à 79,7 ans pour les hommes (1,4 an de moins que l'année précédente) et à 84,4 ans pour les femmes (un an de moins qu'en 2019).

L'augmentation de l'espérance de vie au fil des ans a conduit à un accroissement significatif de la part des personnes âgées dans la population totale : en particulier, le pourcentage des plus de 65 ans, qui était de 8,1% de la population italienne totale en 1950, est passé à 23,5% en 2020. Ce chiffre devrait, selon les prévisions, augmenter jusqu'en 2049 (où ce groupe d'âge pourrait représenter 33,9% de la population totale) et diminuer progressivement ensuite. En revanche, entre 1950 et 2020, la part des 0-14 ans a été plus que divisée par deux, passant de 26,7% à 11,8% de la population italienne. En janvier 2021, l'Italie comptait 17 935 centenaires.

L'analyse de la relation entre la pyramide des âges et la qualité du capital humain revêt en Italie une grande importance en raison, à la fois, de la présence grandissante des travailleurs âgés dans le système de production et du niveau d'éducation moyen des actifs, qui reste faible, même s'il augmente dans les cohortes plus jeunes. L'âge moyen des actifs italiens reflète clairement celui de l'ensemble de la population. D'après les dernières données de l'Istat, plus de 33% des personnes employées dans les entreprises italiennes ont plus de 50 ans, 52,6% ont entre 30 et 49 ans et 13,6% seulement sont âgées de 15 à 29 ans.

La forte participation des plus de 50 ans au monde de l'entreprise n'est pas un problème en soi ; toutefois, conjugué à un faible niveau d'éducation, comme c'est le cas en Italie, cela peut avoir des conséquences négatives sur la productivité et la propension à innover. Selon les données de l'Istat, seuls 5,1% des employés des entreprises italiennes ont suivi des études supérieures ou obtenu un diplôme universitaire, ce qui représente un taux extrêmement bas, contre 4,7% qui n'ont pas été scolarisés ou qui ont, au plus, obtenu un diplôme de fin de cycle primaire, et 35,9% qui sont titulaires d'un diplôme du premier cycle du secondaire. Comme on pouvait s'y attendre, les employés les moins qualifiés (école primaire ou aucune qualification) sont surtout des seniors (69,4% ont plus de cinquante ans). Cependant, leur part n'est pas négligeable non plus chez les 30-49 ans (plus de 27%) tandis qu'elle est assez faible chez les plus jeunes (environ 3%).

Achévé de rédiger le 24 juin 2021

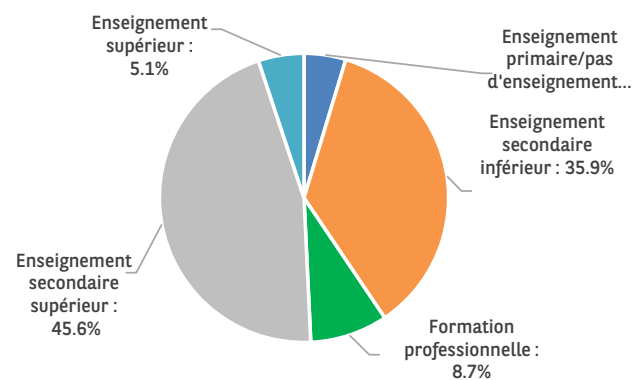
Paolo Ciocca

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

Simona Costagli

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

### ITALIE : NIVEAU D'ÉDUCATION DES ACTIFS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BNL, CALCULS À PARTIR DES DONNÉES ISTAT



## ESPAGNE

16

## ACCÉLÉRATION ÉCONOMIQUE EN VUE

Alors que les voyants semblaient passer au vert sur le front sanitaire, la propagation du variant Delta dans le pays, comme ailleurs en Europe, inquiète. À ce stade, les risques restent contenus et l'activité économique devrait accélérer notablement cet été. Le relâchement des restrictions de voyage et le pass sanitaire européen (en place depuis le 25 juin) permettront au secteur touristique espagnol de relever la tête, ce qui aura des effets d'entraînement sur la consommation et l'emploi. Néanmoins, et malgré un rebond de la croissance important estimé à 6,0% en 2021, les finances publiques espagnoles porteront pour plusieurs années encore les stigmates du coronavirus. Après une année 2020 record, le déficit public pourrait atteindre encore plus de 8% du PIB cette année et rester conséquent jusqu'en 2022 au moins. L'accord donné par la Commission européenne au plan de relance espagnol permettra toutefois à Madrid de recevoir les premières subventions européennes. Ainsi, EUR 9 mds de subventions seront potentiellement alloués dès juillet et EUR 10 mds supplémentaires d'ici à fin 2021.

## LE RISQUE ÉPIDÉMIQUE REFAIT SURFACE

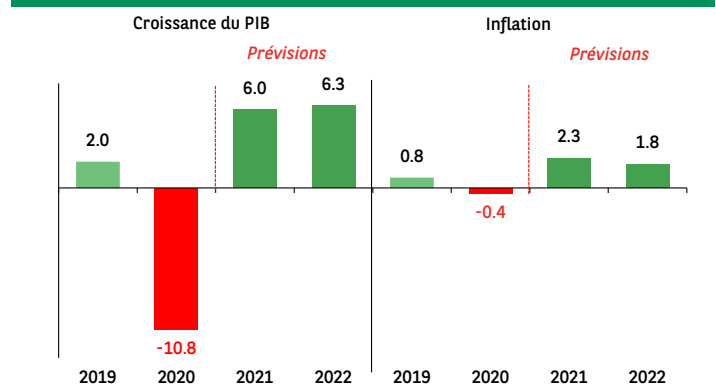
Même si le scénario central reste celui d'un redémarrage solide de l'activité économique au T3, les risques d'une résurgence épidémique liés au variant Delta ne peuvent désormais pas être totalement écartés. Et cela d'autant plus que la campagne de vaccination semble plafonner<sup>1</sup> avec près de la moitié seulement de la population espagnole ayant reçu, fin juin, au moins une injection du vaccin. L'objectif du gouvernement de vacciner 70% de la population espagnole d'ici à la fin de l'été reste néanmoins atteignable, selon le ministère de la Santé.

La saison touristique pâtirait évidemment d'une détérioration de la situation sanitaire en Espagne et ailleurs en Europe si cela devait conduire à un nouveau tour de vis sur les conditions de déplacement dans le pays et avec les autres pays. Des mesures de contrôle (test PCR, certificat de vaccination) ont déjà été remises en place pour les voyageurs en provenance de Grande-Bretagne. Le secteur du tourisme générerait, avant la pandémie, près de 2 600 000 emplois (directs et indirects), soit un peu moins de 15% de l'emploi total en Espagne<sup>2</sup>. Les chiffres de la fréquentation touristique, dont nous disposons à l'heure actuelle, portent encore les traces des mesures de confinement et témoignent du long chemin qu'il reste à parcourir. Le nombre de « nuitées » s'établissait en mai encore à près d'un quart seulement du niveau enregistré à la même période en 2019. Même si ces chiffres vont s'améliorer significativement, un retour à des niveaux équivalents à ceux de 2019 n'est pas envisageable cette année, et semble difficilement atteignable en 2022.

À ce stade, nous tablons toujours sur une accélération de l'activité économique au second semestre – autour de 5,5% – après un premier semestre timoré. Cela constitue une légère révision à la hausse pour 2021 – +6,0% désormais – par rapport à nos dernières prévisions de mars (+5,9%). L'activité économique en Espagne a été frappée cet hiver non seulement par une nouvelle vague épidémique, qui a contraint les autorités à durcir à nouveau les conditions d'activité, mais aussi par la tempête hivernale Filomena en janvier dernier. Cette dernière a paralysé pendant plusieurs jours une grande partie du pays, ce qui a plombé davantage l'activité au T1, notamment dans la construction. Ce secteur a enregistré, en effet, la plus forte contraction d'activité au T1 2021 (-4,3% t/t) alors que le PIB réel s'est réduit de 0,4% t/t. Notons toutefois la très bonne tenue de certaines composantes de la demande. Côté investissement, les dépenses en machines et en équipements ainsi que ceux en intangibles ont continué de progresser cet hiver, atteignant pour le second un nouveau record.

<sup>1</sup> Spain misses June vaccination target with nearly three million doses still in storage, El País, 22 juin 2021.  
<sup>2</sup> Source : Eurostat.

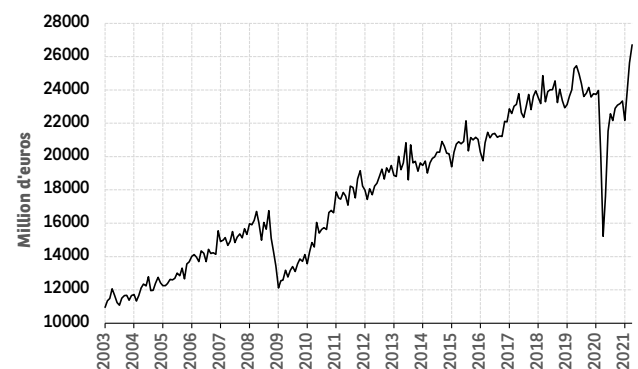
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## LES EXPORTATIONS DE BIENS ONT TIRÉ LA CROISSANCE AU T2



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DES FINANCES ESPAGNOL

Mais c'est surtout du côté des exportations de biens que le redressement a été le plus prononcé. Les exportations en valeurs ont, en effet, grimpé de plus de 8% au cours des quatre premiers mois de



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



l'année, dépassant ainsi très largement les niveaux enregistrés à la fin de l'année 2019 (cf. graphique 2). Le rebond des biens d'investissement a été particulièrement fort (+13,8% au cours des quatre premiers mois de l'année), mais les biens de consommation (+8,5%) et intermédiaires (+7,0%) ont également progressé significativement. Par pays, et au cours de la même période, les plus fortes augmentations sont venues de la zone euro (+28,2%), notamment du Portugal (+30,7%), d'Italie (+28,7%) et de France (+27,6%).

## LA CONSOMMATION ET L'EMPLOI TOUJOURS EN CONVALESCENCE

Au regard de l'évolution des enquêtes d'opinion récentes (PMI, enquêtes de la Commission européenne), la tendance sur le front conjoncturel s'annonce en effet encourageante. Pour n'en citer qu'un, l'indice composite PMI a atteint en mai son niveau le plus élevé depuis 20 ans (59,2). Alors qu'un net regain d'optimisme était observé dans l'industrie dès cet hiver, l'amélioration de la confiance est apparue plus récemment dans les services, grâce au relâchement des mesures de restriction pesant encore sur les activités du secteur durant le printemps. Un décalage important existe néanmoins entre ces données d'enquête – optimistes – et les données plus tangibles, qui tardent à s'améliorer de façon significative. Cela concerne aussi bien la consommation (ventes automobiles et de détail) que l'emploi. Près de 4 emplois sur 10 détruits durant le premier confinement n'avaient pas encore été recréés en mai<sup>3</sup>. Cependant, le secteur de la construction se porte bien, l'emploi étant d'ores et déjà repassé au-dessus du niveau observé en 2019. Les chiffres d'emploi nationaux doivent néanmoins encore être analysés avec recul puisque les travailleurs en chômage partiel (dispositif ERTE) sont considérés en emploi, et tous ne vont pas, à terme, retrouver un emploi. Malgré une baisse significative, près de 500 000 travailleurs se trouvaient ainsi encore couverts par le dispositif ERTE à la fin du mois de mai.

Dans ces conditions, et même si un processus de réduction des aides exceptionnelles d'État est en cours, une bonne partie des mesures de soutien devraient se poursuivre pour plusieurs mois encore et ne disparaître que très progressivement. C'est notamment le cas du dispositif assoupli de chômage partiel (ERTE) qui a été prolongé jusqu'à la fin du mois de septembre. Dans ces conditions, les finances publiques espagnoles resteront fortement détériorées en 2021. La Banque d'Espagne (BdE) prévoit désormais un déficit public au-dessus de 8% du PIB (8,2%)<sup>4</sup> pour cette année ; un déséquilibre qui resterait, toujours selon la BdE, important en 2022 (-4,9%) et 2023 (-4,3%). Cela n'est pas simplement dû aux aides exceptionnelles de soutien, mises en place par le gouvernement pour amortir le choc de la pandémie, mais c'est aussi la conséquence d'un déficit « structurel », sous-jacent, important, antérieur à la crise du coronavirus<sup>5</sup>. Le ratio de dette publique sur PIB ne bénéficierait donc que très peu du rebond de croissance attendu en 2021 et 2022, et resterait encore très proche du seuil des 120% (118,0% en 2022 selon la BdE contre 119,9% en 2020).

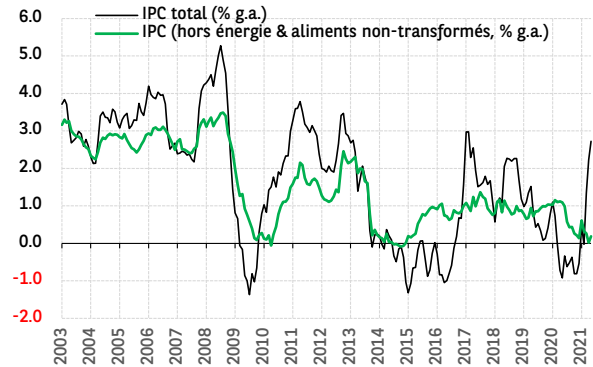
L'Espagne devrait néanmoins bénéficier dès le mois de juillet des premiers versements provenant du fonds de relance européen (EUR 9 mds), la Commission européenne ayant en effet donné son feu vert au plan de relance espagnol. EUR 10 mds de subventions supplémentaires devraient être débloqués d'ici à la fin de l'année. Ces sommes (EUR 19 mds au total) constituent néanmoins un montant inférieur à celui envisagé par l'exécutif espagnol qui tablait initialement sur le versement de EUR 27 mds en 2021.

<sup>3</sup> Données de l'Agence pour l'emploi espagnol (SEPE).

<sup>4</sup> Projections macroéconomiques de la Banque d'Espagne de juin 2021

<sup>5</sup> Voir BNP Paribas Ecoflash Espagne : vers une hausse prolongée du déficit public ?, 21 janvier 2021.

### ÉCART HISTORIQUE ENTRE IPC ET IPC SOUS-JACENT



GRAPHIQUE 3

SOURCE : INE

## DES PRESSIONS INFLATIONNISTES À RELATIVISER JUSQU'ICI

Comme ailleurs en Europe, l'inflation en Espagne est remontée de façon significative au cours des derniers mois (+2,7% en mai). Cependant, les pressions sous-jacentes restent très contenues. En effet, la hausse de l'IPC total s'explique en quasi-totalité par des augmentations de prix dans l'énergie, avec deux contributeurs principaux : d'une part, la remontée du prix des carburants automobiles – l'IPC pour l'essence a bondi de 24,2% en g.a. en mai – et, d'autre part, le bond spectaculaire du prix de l'électricité (+36,3%). Si on écarte la composante énergie de l'IPC, la trajectoire inflationniste est beaucoup plus bénigne, à seulement +0,3% en mai (cf. graphique 3). Certaines composantes se situent même en déflation. C'est le cas, par exemple, de la communication (-4,5% en g.a.), de l'hôtellerie & restauration (-0,6%) et des boissons alcoolisées & tabac (-0,3%). L'écart entre inflation globale et sous-jacente (hors énergie et aliments périssables) n'a jamais été aussi important depuis le début des séries actuelles (janvier 2002).

Pour réduire le poids de l'électricité sur la facture des ménages, le gouvernement a baissé, à compter du 26 juin dernier et jusqu'à la fin de l'année, la TVA sur l'électricité, de 21% à 10%. Il a également suspendu pour trois mois la taxe sur la production d'électricité (7,0%) qui s'applique aux entreprises. Le manque à gagner en termes de recettes fiscales pour le gouvernement ne sera pas négligeable, près de EUR 1,2 md d'euros selon l'exécutif, ce qui alourdira encore davantage la facture gouvernementale en 2021.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

**Guillaume Derrien**

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



## BELGIQUE

18

## LA REPRISE AU PRIX D'UN ALOURDISSEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE

L'économie belge a enregistré une croissance supérieure au potentiel au premier trimestre 2021 et semble bien partie pour maintenir ce rythme tout au long de l'année. La croissance en année pleine devrait s'inscrire à 5,1 %. Le secteur privé affiche une confiance robuste et le marché du travail sort de la crise sanitaire quasiment indemne, avec un taux de chômage d'environ 5 %. Les finances publiques qui, au travers de l'adoption de solides mesures de soutien, sont en grande partie à l'origine de la robustesse de la situation actuelle, doivent être renforcées à moyen terme. Le gouvernement entend, en effet, utiliser la reprise pour s'attaquer à d'autres problèmes plus structurels.

## PROGRESSION DU PIB ET DE LA VACCINATION

À la fin du premier trimestre, le PIB belge s'établissait à 4% en deçà de son niveau pré-Covid, une performance comparable à celle des Pays-Bas, mais nettement supérieure à la moyenne européenne. La croissance du PIB au premier trimestre a dépassé le consensus du marché et les premiers résultats pour le deuxième trimestre indiquent une nouvelle accélération.

La consommation des ménages était toujours inférieure de 9% à son niveau pré-Covid au premier trimestre 2021. Les données à haute fréquence sur les transactions dans le commerce de détail étaient loin d'indiquer une reprise complète de l'économie au début du mois de juin, malgré la poursuite de la tendance à la hausse des achats en ligne.

La situation est quelque peu différente pour les dépenses d'investissement, qui, au début de 2021, ont pleinement retrouvé leur niveau du quatrième trimestre 2019. Toutes les catégories d'investissement sont en hausse, avec une progression de 5% de la dépense publique par rapport aux niveaux pré-Covid.

La campagne vaccinale progresse relativement bien. À l'heure où nous écrivons, au moins 80% des personnes âgées de 45 ans ou plus ont reçu au moins une dose. Les inquiétudes initiales suscitées par le scepticisme à l'égard du vaccin dans cette tranche d'âge sont ainsi balayées. L'année dernière, en effet, selon certaines études, 60% seulement de la population concernée se disait prête à se faire vacciner. Il existe néanmoins une hétérogénéité régionale qui pourrait devenir inquiétante : le taux de vaccination est ainsi nettement inférieur dans la région autour de la capitale, Bruxelles.

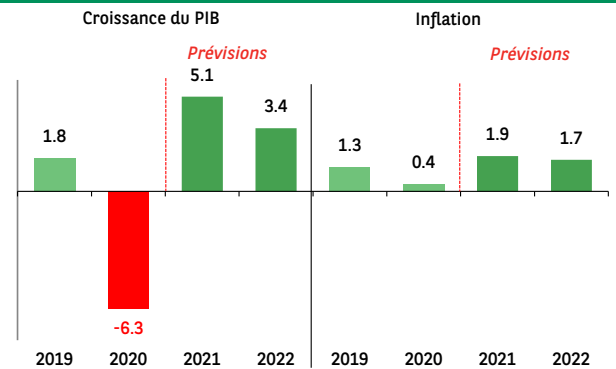
## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Nous tablons sur la poursuite d'une croissance supérieure au potentiel au cours des deux prochains trimestres et sur une normalisation en 2023 seulement. Avec des taux en glissement trimestriel d'au moins 1% attendus tout au long de 2021, la croissance en année pleine devrait s'établir à 5,1%. Par conséquent, le PIB devrait retrouver ses niveaux du quatrième trimestre 2019 dès le début de 2022.

La reprise de la consommation privée n'est prévue que pour 2023, mais les perspectives sont positives à moyen terme, grâce à la dépense et à l'investissement publics.

Pour l'heure, nous percevons des risques principalement à la baisse. Le ralentissement de la campagne de vaccination ou l'augmentation de la prévalence des divers variants du virus Covid-19 pourrait avoir une incidence défavorable sur nos perspectives. De plus, la santé financière des entreprises des secteurs les plus touchés reste préoccupante. La « vague de faillites » tant redoutée ne s'est pas concrétisée jusqu'à présent et la probabilité d'un tel événement ne cesse de diminuer avec l'accélération de la reprise économique.

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

## LA CONFIANCE ORIENTÉE À LA HAUSSE

En mai, la confiance des chefs d'entreprises s'est inscrite en hausse pour le sixième mois consécutif. L'amélioration est particulièrement sensible dans les secteurs du bâtiment et des services, qui font état de perspectives plus robustes concernant la demande du marché et leurs propres activités.

Toutefois, des ruptures d'approvisionnement semblent apparaître dans certains secteurs. Le commerce, la construction et l'industrie manufacturière figurent, à cet égard, parmi les secteurs les plus touchés, les pénuries étant le principal problème identifié. Les entreprises de ces secteurs font état de hausses, de 10% à 50%, du coût des intrants, qu'elles prévoient de répercuter au moins une partie sur les utilisateurs finaux.

La confiance des consommateurs est également restée orientée à la hausse avec une forte progression en mai. Elle s'approche actuellement de ses plus hauts niveaux depuis deux décennies, notamment portée par l'amélioration des perspectives en matière d'emploi pour les douze prochains mois. L'emploi total a, en fait, augmenté au cours du dernier trimestre. La croissance du nombre d'indépendants est restée robuste tout au long de la crise sanitaire et le nombre de personnes occupant un emploi partiel à la hausse. Quelque 400 000 actifs continuent d'exercer un emploi temporaire, et un indépendant sur dix reçoit une aide financière. Les entreprises font état de difficultés à recruter, auxquelles s'ajoute un taux de rotation du personnel plus élevé que la normale.

Dans le dernier tableau de bord économique « Covid-19 » (Banque nationale de Belgique ou BNB), 81% des ménages ont indiqué que leur revenu n'était pas affecté par la crise de la Covid-19. Les dépenses en immobilier résidentiel se poursuivent à un rythme soutenu. Comme dans les pays voisins, les prix des logements augmentent. L'indice des prix de l'immobilier résidentiel, publié par la Banque des règlements internationaux (BRI), a ainsi affiché une hausse de 5,7% à la fin de l'année dernière.

## FINANCES PUBLIQUES : LES BESOINS DE FINANCEMENT RESTERONT ÉLEVÉS

Le déficit public est ressorti à un peu moins de 10% pour 2020. Les mesures de soutien en faveur des actifs et des entreprises ont creusé les dépenses tandis que les recettes en pourcentage du PIB sont restées stables.

Les besoins de financement devraient, néanmoins, rester élevés à l'horizon des prévisions, la BNB prévoyant un déficit de 4,5% pour 2023. Ce déficit pourrait être dû à un problème structurel, car, les dépenses liées à la crise Covid-19 auront alors pratiquement disparu. Par conséquent, le niveau d'endettement ne devrait pas repartir à la baisse avant la fin de la période de projection. Il s'est établi à 114% en 2020 et il se situera probablement autour de ce niveau en 2023.

Selon l'Agence de la dette belge, les besoins d'emprunt pour 2021 étaient pour la plupart satisfaits dès la mi-juin. La maturité moyenne de la dette publique belge a continué à augmenter, s'établissant à 10,2 ans le mois dernier. De plus, les rendements ont continué à baisser, se maintenant même à des niveaux bas sur une période prolongée. Le taux d'intérêt moyen de l'encours de la dette s'élève à présent à 1,6%, soit environ moitié moins qu'en 2014.

Comme la crise sanitaire semble de plus en plus sous contrôle, les partis au pouvoir commencent à examiner d'autres domaines d'action des politiques publiques. Ils devront notamment s'atteler aux défis structurels auxquels est confrontée l'économie belge : rigidités du marché du travail, obstacles à l'esprit d'entreprise, érosion de la population en âge de travailler et disparités régionales. Après avoir fait face à la crise sans doute la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement De Croo doit à présent montrer qu'il peut aussi exceller dans une tâche plus ordinaire comme le soutien à la reprise.

Achévé de rédiger le 25 juin 2021

**Arne Maes**

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



## FINLANDE

20

## RÉSILIENTE

La Finlande a été touchée par l'une des épidémies de coronavirus les plus faibles d'Europe, mais elle a tout de même vu sa reprise économique décalée par une troisième vague de contaminations à la fin de l'hiver 2020 et au début du printemps 2021. L'activité va repartir au second semestre, soutenue par la consommation et la reprise du commerce mondial ; sa croissance pourrait s'établir entre 2,5% et 3% cette année et l'an prochain. Très soucieux de la solidité de ses finances publiques, le pays a vu sa dette publique augmenter d'environ dix points de PIB l'an dernier et son déficit s'ouvrir à 5,4% du PIB.

## REPRISE EN VUE

Tout comme son voisin norvégien, la Finlande fait partie des territoires qui ont été les plus épargnés par le Covid, et affiche l'un des bilans épidémiques les plus faibles d'Europe (175 morts par million d'habitants à la mi-juin). Malgré cela, une troisième vague épidémique un peu plus marquée que les précédentes a conduit les autorités à resserrer les contraintes sanitaires à la fin de l'hiver. Cela a temporairement freiné la reprise de l'activité et entraîné une légère rechute du PIB au premier trimestre.

La situation sanitaire est aujourd'hui à nouveau sous contrôle. Les mesures de restrictions sanitaires sont progressivement relâchées, et la Finlande est, en outre, parvenue à atteindre un taux de vaccinations élevé, avec plus de 55% de la population ayant reçu au moins une dose (au 20 juin). L'activité a vraisemblablement commencé à rebondir dès le mois de mai, et tout laisse penser que la reprise va s'amplifier au second semestre si l'épidémie continue de refluer au niveau national et dans l'ensemble de l'Europe.

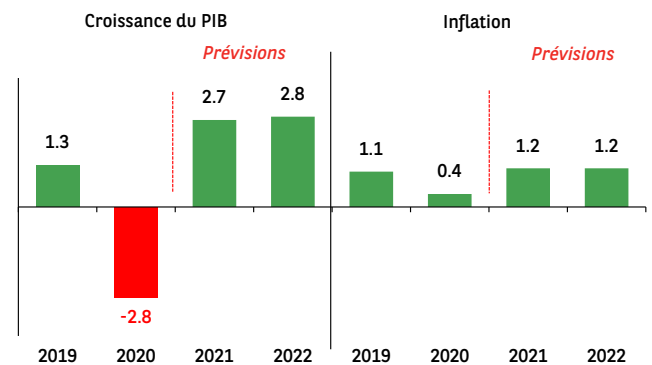
L'activité industrielle, qui a été peu concernée par des problèmes liés aux fermetures ou ruptures d'approvisionnement l'an dernier, compte tenu de la faible incidence de l'épidémie, est prête à bénéficier du rebond de la demande mondiale. Un second moteur de la reprise est attendu du côté des ménages, dont la consommation devrait être alimentée dès cet été par la fin des restrictions sociales et de l'épargne forcée et de précaution accumulée pendant l'épidémie. Au final, le climat des affaires a vivement rebondi ces derniers mois et s'approche du pic cyclique de fin 2017. Après une chute modérée en 2020 (-2,8%), la croissance du PIB pourrait s'établir au-dessus de 2,5% cette année comme en 2022.

## LES FINANCES PUBLIQUES MOBILISÉES

Tout au long de 2020, l'État finlandais a ajusté et renforcé les dépenses sanitaires nécessaires à la lutte contre l'épidémie et ses mesures de soutien aux entreprises au travers de sept lois de finances rectificatives. Le déficit budgétaire a atteint un niveau inédit depuis 1995, à -5,4% du PIB (+4,5pp par rapport à 2019). Le ratio de dette publique a, pour sa part, augmenté encore plus largement, à 69 % du PIB (+10 pp), gonflé des mesures sans incidences sur le solde budgétaire, telles que les reports d'impôts, les prêts et les recapitalisations.

Seule une partie des mesures d'urgence adoptées l'an dernier a été réconstruite en 2021. La Commission européenne estime ainsi que les dépenses budgétaires temporaires liées à la pandémie pourraient être ramenées autour de 1,5% du PIB, contre 3% en 2020, permettant au solde budgétaire d'entamer un redressement dès cette année et au ratio d'endettement d'amorcer une stabilisation.

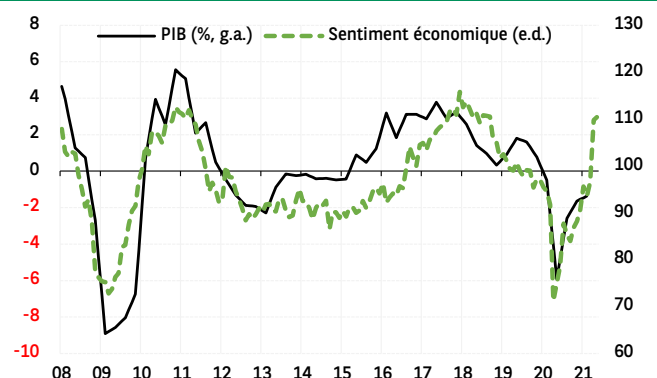
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

## CROISSANCE ET SENTIMENT ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : STATISTICS FINLAND, COMMISSION EUROPÉENNE

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

Frédérique Cerisier

[frédérique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frédérique.cerisier@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## DES SIGNAUX CONTRASTÉS

Sur le plan économique, le pays a fait preuve de résistance, avec une reprise d'activité jusqu'au T1 2021 comparativement plus rapide que dans la plupart des autres pays de la zone euro. Le rebond, très significatif, des exportations (biens) en est le principal moteur. La propagation du variant Delta en Europe constitue un risque pour l'activité touristique, dont le redémarrage est crucial pour soutenir la croissance et l'emploi dans les mois à venir. En effet, la dynamique sur le marché du travail reste fragile. Le taux de chômage est remonté au T1 (16,3%), tandis que le nombre de travailleurs inactifs a bondi, en partie sous l'effet de la hausse du nombre de travailleurs au chômage partiel. Créer de l'emploi et réduire le taux de chômage reste le défi majeur du pays, qui devrait continuer néanmoins à bénéficier dans le court et moyen terme de conditions de financement favorables, grâce notamment à l'appui de la BCE.

Avec un écart de PIB réel à combler de 2,3% à la fin du premier trimestre 2021 par rapport au T4 2019, l'économie grecque s'est redressée comparativement plus rapidement que la plupart des autres pays de la zone euro. En effet, l'écart à combler au sein de l'union monétaire est deux fois supérieur (4,7%). Tandis que certaines composantes de la demande (consommation privée et investissement) sont restées fragiles, les exportations de biens ont bondi vigoureusement et n'ont, au final, que très faiblement souffert de la crise du coronavirus. Après une chute au T2 2020, somme toute modeste (-3,3% t/t) au vu du contexte économique mondial à cette période, les exportations de biens en volume ont progressé par la suite de près de 12%. Elles ont désormais très largement dépassé leur niveau précédant l'arrivée de la pandémie. Les importations ont chuté beaucoup plus fortement durant la pandémie et accusent toujours un retard important. Les exportations nettes ont, par conséquent, contribué de façon très positive à la croissance du PIB grec.

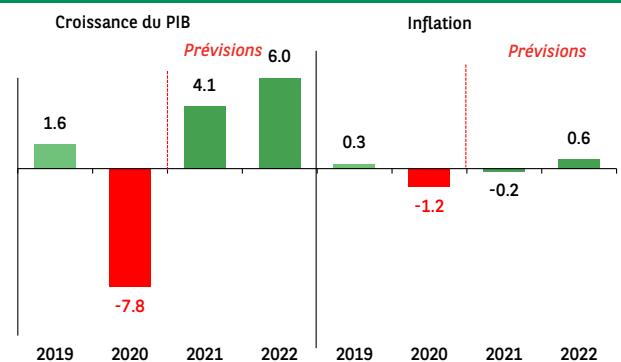
L'ampleur de la reprise dans le secteur touristique – qui représente près de 20% du PIB national – sera désormais le facteur essentiel de stimulation de la croissance et de l'emploi dans les mois à venir. En effet, le marché du travail s'est affaibli au T1. Le taux de chômage s'est accentué, atteignant 16,3%, et le nombre d'inactifs a enregistré un bond spectaculaire. Une bonne partie de cette hausse résulte de l'augmentation du nombre de travailleurs placés en chômage partiel au début de cette année en réponse à la résurgence de l'épidémie de Covid-19. Même si nombre de ces travailleurs devraient retrouver un emploi, l'ampleur de cette reprise reste incertaine et devra être suivie de près dans les mois à venir.

## LA FAIBLE INFLATION LIMITE LA REMONTÉE DES TAUX SOUVERAINS

Dans le contexte général de remontée des taux souverains observée au cours des derniers mois, la Grèce fait office d'exception. Les taux d'intérêt sur les obligations souveraines grecques, et le spread avec le Bund allemand notamment, ont continué de fléchir au premier semestre. Contrairement à la plupart des autres pays européens, l'inflation en Grèce est en effet restée très limitée, s'inscrivant à 0,13% en mai 2021, ce qui a permis de limiter les pressions à la hausse sur les taux souverains, notamment les taux à 10 ans qui ont touché un nouveau point bas en juin (0,97% le 11 juin 2021).

À moyen terme, l'appui de la Banque centrale européenne devrait permettre de maintenir bas les taux d'intérêt souverains et le coût du remboursement de la dette. Une clause dérogatoire contenue dans le programme d'urgence pour la pandémie – le *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) – autorise notamment la BCE à acheter des

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

titres de dette publique grecs, une opération qui est exclue du programme de rachat d'actifs traditionnel (*Public Sector Purchasing Program*) en place depuis 2015. Les prêts non performants (ou NPL) ont, quant à eux, poursuivi leur déclin malgré la pandémie, pour s'établir à 27,0% de l'encours des prêts des banques grecques à la fin 2020 (source : FMI).

La Grèce, dont le plan de relance national a été approuvé à la mi-juin par la Commission européenne, a par ailleurs vu les subventions allouées par le fonds de relance européen (*Recovery and Resilience Facility*) réhaussées sensiblement pour 2021, passant de EUR 4 mds à 7,5 mds d'euros. Au total, le plan de relance national s'élèvera à EUR 31,2 mds (18,1% du PIB en 2019) et sera réparti entre subventions (EUR 18,4 mds) et prêts (EUR 12,7 mds).

Achevé de rédiger le 28 juin 2021

Guillaume Derrien

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

## ROYAUME-UNI

22

## MAUVAIS DEPART

C'était à craindre. Sitôt acté son divorce avec l'Union européenne, le Royaume-Uni en conteste les termes. Le 16 mars dernier, deux procédures d'infraction lui étaient notifiées, l'une pour violation des dispositions du protocole sur l'Irlande et l'Irlande du Nord, l'autre pour violation du devoir de bonne foi. La suite, qui pourrait aller jusqu'à des sanctions, est à écrire. Reste que le Brexit, qualifié « d'erreur historique » par les Vingt-Sept, n'apparaît ni plus ni moins que pour ce qu'il est : un acte de rupture. Certes, il n'empêchera pas l'économie britannique de se redresser dans l'immédiat. Parvenu à éviter les droits de douane, converti au « quoiqu'il en coûte » et en passe de gagner son combat contre la Covid-19, le Royaume-Uni connaît, comme d'autres pays, un climat des affaires euphorique. Mais pour la suite, les bénéfices à escompter de son cavalier seul restent à démontrer.

## ACCORDS SIGNÉS, SITÔT ENFREINTS

Alors qu'il multiplie les accords bilatéraux (70 depuis le Brexit, le dernier en date et de loin le plus important étant celui conclu avec l'Australie) le Royaume-Uni réserve à ses anciens partenaires de l'Union européenne (UE) un bien mauvais sort. Au strict plan commercial, son éloignement est déjà perceptible. Tombés historiquement bas en janvier 2021, ses échanges avec l'UE n'ont que partiellement récupéré depuis, au profit d'un redéploiement hors du marché unique (cf. graphique 2). Sur le terrain politique et diplomatique, la défiance s'installe. Début mars, sans discussion ni consultation préalables, le gouvernement de Boris Johnson décidait de différer (au 1<sup>er</sup> octobre 2021) le contrôle des exportations britanniques vers l'UE transitant par l'Irlande du Nord, manquant ainsi à ses obligations légales (cf. encadré).

En réaction, les Vingt-Sept engageaient à l'encontre du Royaume-Uni deux procédures d'infraction, l'une pour « violation des dispositions du protocole sur l'Irlande et l'Irlande du Nord », l'autre pour « violation du devoir de bonne foi ». Parvenue à Bruxelles, la réponse de Londres est en cours d'étude, la suite restant à écrire. En cas d'insatisfaction, la Commission pourrait émettre un « avis motivé » détaillant les manquements britanniques à l'accord de retrait. En bout de course, la Cour de justice européenne serait compétente pour infliger au Royaume-Uni une amende ou une astreinte, voire, en cas de refus d'exécution, pour suspendre l'application de tout ou partie des traités régissant le Brexit.

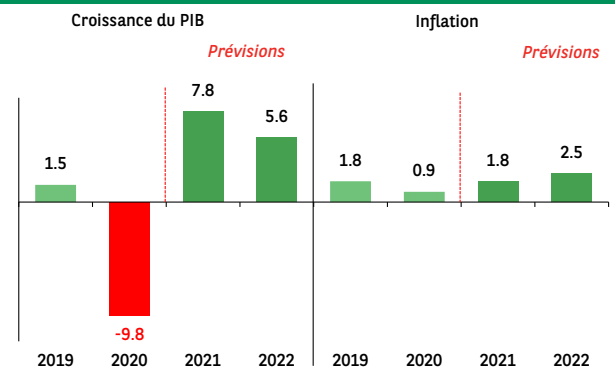
Autre point d'achoppement, le dossier « pêche » qui, bien que n'ayant fait l'objet d'aucune procédure officielle, introduit un coin dans l'accord de commerce et de coopération entre le Royaume-Uni et l'UE. Aux termes de ce dernier, les Britanniques autorisent l'accès des Européens à leurs eaux territoriales, moyennant une réduction de 25% de leurs quotas de prise (en valeur) d'ici cinq ans. Mais dans les faits, le peu de licences accordées indiquent une politique bien plus restrictive, en particulier dans la zone entourant l'île de Jersey, pratiquement interdite d'accès. Très pénalisée (70% de la pêche bretonne s'effectue dans les eaux britanniques), la France mène actuellement la bataille auprès de la Commission européenne pour faire valoir les termes de l'accord.

À la liste des contentieux en cours, il convient enfin d'ajouter la politique britannique d'investissement dans l'éolien, qui se voit réservée aux opérateurs nationaux et contrevient ainsi aux « règles de jeu équitable » (*level playing field*) convenues avec l'UE (The Guardian, 2021)<sup>1</sup>.

Pour le vice-président de la Commission européenne Maroš Šefčovič, également co-responsable de la bonne exécution de l'accord de retrait, « les décisions unilatérales et les violations du droit international par le Royaume-Uni compromettent l'objet même [du protocole sur l'Ir-

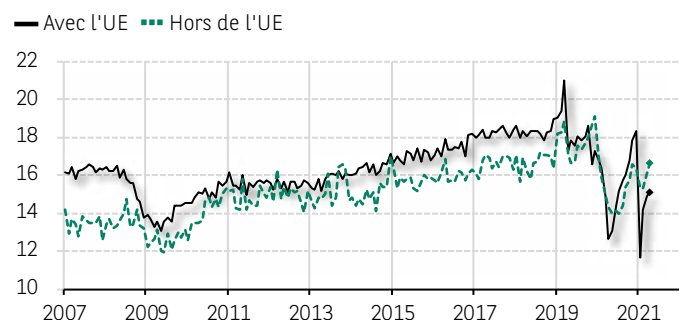
<sup>1</sup> The Guardian (2021), 'Wind turbine clash adds to UK-EU post-Brexit tensions', June 17.

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

ECHANGES COMMERCIAUX, DÉBUT DE REDISTRIBUTION  
MOYENNE DES EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS MENSUELLES  
(GBP MDS, AUX PRIX DE 2018)

\*Moyenne des exportations et importations

GRAPHIQUE 2

SOURCE : ONS

lande et l'Irlande du Nord] et sapent la confiance entre nous ». En dépit de tous les efforts consentis pour l'encadrer, la relation d'après divorce entre Britanniques et Européens s'annonce tendue, la divergence, inéluctable.



## PERTE D'ATTRACTIVITÉ ?

Le Brexit, après tout, ne visait pas autre chose. Quant à ses effets sur la conjoncture, ils restent difficiles à appréhender dans un environnement toujours bouleversé par la crise sanitaire. Comme la plupart des pays en passe d'être vaccinés contre la Covid-19 (65% de la population britannique est déjà couverte) et contrôlant mieux l'épidémie, le Royaume-Uni bénéficie d'un climat des affaires euphorique. Après avoir lourdement chuté en 2020 (de 9,8%, un record depuis 1920) puis s'être encore contractée au premier trimestre de 2021, l'économie redémarre. L'OCDE (Organisation pour le développement et la coopération économiques) la crédite d'une croissance de 7,2% cette année. Le retour au niveau pré-pandémique d'activité aurait lieu, quant à lui, début 2022, soit à peu près au même moment qu'en zone euro. Ce scénario *a priori* favorable mérite toutefois d'être nuancé, sur deux points.

Il a d'abord pour contrepartie une dérive exceptionnelle des déficits « jumeaux », budgétaires et courants. En bon adepte du « *stop and go* », le gouvernement britannique a été l'un des premiers à appliquer la politique du « quoiqu'il en coûte », puis à en annoncer la fin, à l'horizon 2023. En 2021, son déficit structurel primaire (hors charge d'intérêts) dépasse 7% du PIB, ce qui en fait l'un des plus élevés des pays développés (cf. graphique 3).

Il laisse ensuite l'investissement de côté. Toujours selon l'OCDE, la dépense des ménages, en particulier la consommation de services, serait la première à récupérer de la crise, celle des entreprises mettant beaucoup plus de temps<sup>2</sup>. Sur ce terrain, la Covid-19, mais aussi le Brexit pourraient donc laisser des traces. Ayant quitté l'Union européenne, le Royaume-Uni ne bénéficiera pas du plan *Next Generation EU* destiné à accélérer la transition écologique et à promouvoir les investissements dans les infrastructures. Pour ce faire, il devra compter sur ses propres ressources ainsi que sur sa capacité à attirer les capitaux, ce qui pendant longtemps n'a pas été un souci. En 2019, le pays a toutefois cédé sa place à la France en tant que première terre d'accueil européenne pour les investissements directs étrangers (*The Guardian*, 2021<sup>3</sup>). Les flux entrants nets, quant à eux, sont sur le déclin depuis 2016 (année du référendum sur le Brexit), les dernières données fournies par l'Office national des statistiques (ONS) ne montrant aucune inversion de tendance.

Achévé de rédiger le 28 juin 2021

Jean-Luc Proutat

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

### LE PROTOCOLE SUR L'IRLANDE ET L'IRLANDE DU NORD

Effectif depuis le 1<sup>er</sup> février 2020, le protocole sur l'Irlande et l'Irlande du Nord fait partie intégrante de l'accord de retrait et engage donc juridiquement ses signataires, le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE). Destiné à éviter la mise en place d'une frontière physique sur l'île d'Irlande, mais aussi à préserver l'intégrité du marché unique de l'UE, il réserve à l'Irlande du Nord un statut hybride : maintien dans l'union douanière britannique pour les marchandises non destinées à l'UE, alignement sur la réglementation européenne (droits de douane, TVA, aides d'État...) pour celles susceptibles d'y entrer. Cela implique l'instauration de contrôles, y compris physiques (dans les domaines sanitaire et phytosanitaire) sur les marchandises entrant en Irlande du Nord à partir du reste du Royaume-Uni, charge aux Britanniques de les effectuer. La surveillance du protocole est assurée par le Comité mixte UE/Royaume-Uni, qui est l'organe en charge de superviser et de faciliter la mise en œuvre et l'application de l'accord de retrait. Côté européen, c'est le Slovaque Maroš Šefčovič (également vice-président de la Commission européenne) qui assure la coprésidence du comité mixte. Depuis début mars 2021, son homologue britannique est l'ancien négociateur en chef du Brexit, David Frost.

#### Mécanisme de consentement

Le protocole sur l'Irlande et l'Irlande du Nord n'est ni figé ni irrévocable. L'UE et le Royaume-Uni ont ainsi convenu de créer un mécanisme dit « de consentement » par lequel l'Assemblée d'Irlande du Nord obtient une voix décisive quant à sa poursuite. Quatre ans après la fin de la période de transition (soit le 1<sup>er</sup> janvier 2025), celle-ci pourra décider par un vote à la majorité simple, s'il convient ou non d'y mettre fin. Dans l'affirmative, le Royaume-Uni adresserait une notification à l'UE et le protocole cesserait de s'appliquer deux ans plus tard. Par la suite, tous les quatre ans, l'Assemblée pourra voter sur la poursuite de l'application de la « législation pertinente » de l'Union.

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

### DÉFICITS JUMEAUX EN 2021 (EST., % DU PIB)

Solde budgétaire primaire structurel		Balance courante	
SWE	-1.6	NLD	8.1
ESP	-2.5	DEU	7.5
POL	-2.5	SWE	5.8
FIN	-2.7	IRL	4.5
NLD	-2.9	POL	3.3
IRL	-3.8	ITA	2.9
BEL	-4.0	AUT	2.0
AUT	-4.5	FIN	0.1
DEU	-5.6	ESP	-0.1
FRA	-5.6	BEL	-0.4
ITA	-5.8	FRA	-1.6
GBR	-7.3	GBR	-5.0

GRAPHIQUE 3

SOURCE : AMECO (CODES PAYS ISO)

<sup>2</sup> Fin 2022, la formation brute de capital fixe privée serait encore inférieure de 5 points de pourcentage (en volume) à son niveau pré-pandémique. Cf. OCDE (2021) *Economic Outlook, May*.

<sup>3</sup> *The Guardian* (2021), 'UK second to France again for attracting foreign investment in Europe', June 7.



## LA COMPÉTITIVITÉ MENACÉE

Les politiques très accommodantes introduites par le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse (BNS) ont réussi à limiter les conséquences économiques de la pandémie. En 2020, l'activité économique s'est contractée de 3%. Les derniers indicateurs conjoncturels pointent vers un fort rebond au second semestre de cette année. La reprise est générale. La consommation privée sera l'un des principaux moteurs de la croissance, les ménages puisant pour leurs dépenses dans l'épargne accumulée pendant la crise. La rupture des négociations entre la Confédération helvétique et l'Union européenne ainsi que l'introduction possible d'un taux minimum mondial d'imposition des entreprises vont probablement nuire à la compétitivité du pays à moyen terme.

## DES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES TRÈS ACCOMMODANTES

Pour atténuer l'impact de la pandémie sur l'économie, le Conseil fédéral a déboursé CHF 15 mds (2% du PIB) en 2020, principalement au titre du dispositif de travail partiel (CHF 10,8 mds) et de la compensation de la perte de revenus (CHF 2,8 mds). De plus, un programme de garantie des prêts a été mis en place en collaboration avec la Banque nationale suisse (BNS). Avec la chute des recettes fiscales, due à la contraction de la production, les finances publiques ont accusé un déficit de 2,6% du PIB en 2020, après avoir affiché des excédents de plus de 1% du PIB depuis 2017. Le ratio de dette sur PIB a grimpé à 40%.

La politique budgétaire devrait rester très accommodante en 2021. Dans son budget 2021, le Conseil fédéral a provisionné CHF 24,4 mds pour les dépenses liées à la pandémie. Le montant très élevé de cette enveloppe budgétaire doit permettre de réagir rapidement si nécessaire. Il est probable que le déficit budgétaire final n'atteigne guère plus de 3,5% du PIB en 2021.

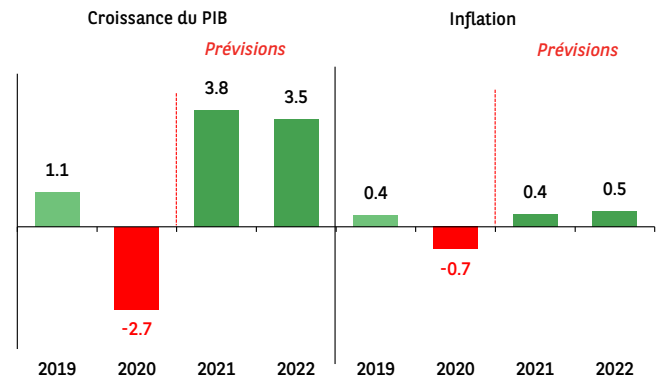
L'orientation monétaire demeurera très accommodante. La BNS devrait ainsi maintenir son taux directeur à -0,75% et pourrait intervenir sur le marché des changes pour contrer les pressions à la hausse sur le CHF. L'orientation monétaire expansionniste a conduit à une flambée des prix sur les marchés immobiliers.

## UN FORT REBOND MAIS DES NUAGES À L'HORIZON

Ces politiques ont été très efficaces : le PIB s'est contracté de 2,7% en 2020, soutenant favorablement la comparaison avec les pays voisins. À partir de septembre 2020, le pays a été confronté à une deuxième vague de contaminations de Covid-19, qui a obligé le Conseil fédéral à imposer à nouveau des mesures de confinement. L'économie s'est contractée de 0,5% au premier trimestre, après une croissance de 0,1% à peine au trimestre précédent. Cependant, le repli a été bien moins important qu'au deuxième trimestre 2020, la croissance de l'activité dans le secteur manufacturier ayant en partie compensé la forte baisse enregistrée dans les services.

À partir du mois de mars, l'activité des entreprises a rebondi, avec la suppression progressive des restrictions par les autorités. En mai, le baromètre conjoncturel du KOF a de nouveau atteint un plus haut historique, indiquant une forte reprise à partir de la mi-2021, à condition que les progrès réalisés en matière de maîtrise de la pandémie se poursuivent. La reprise est générale, le secteur manufacturier bénéficiant de la croissance de la demande extérieure et les services, de la levée des mesures de confinement. La consommation privée sera l'un des principaux moteurs ; les ménages devraient en effet utiliser pour leurs dépenses une partie de l'épargne accumulée pendant la

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

période de confinement. En 2020, l'épargne des ménages s'est élevée à 21% du revenu disponible net, contre 16% avant la crise. L'activité économique va probablement dépasser le niveau prépandémie au second semestre 2021.

Deux risques majeurs menacent l'économie à moyen terme. La Confédération helvétique a récemment rompu les négociations avec l'UE, portant sur un contrat-cadre destiné à régler les relations entre les deux parties. Les conséquences immédiates sont limitées dans la mesure où plus d'une centaine de traités bilatéraux restent en vigueur. Cependant, l'absence d'un tel contrat crée un climat d'incertitude pour les investisseurs concernant la relation future. De plus, elle va freiner l'expansion de la coopération dans de nouveaux domaines.

Le deuxième risque réside dans le mouvement en faveur d'un impôt minimum mondial sur les entreprises. Dans la plupart des cantons suisses, l'impôt sur les sociétés est inférieur à 16%. C'est là un argument de poids pour attirer de nouvelles entreprises. En cas d'accord sur une taxe minimale mondiale, les cantons suisses perdraient cet important outil d'attraction.

Achevé de rédiger le 24 juin 2021

Raymond Van der Putten

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



## NORVÈGE

25

## UNE ÉCONOMIE PRÊTE À REPARTIR

Peu touchée par l'épidémie de la Covid-19, la Norvège a enregistré en 2020 une des récessions les plus faibles d'Europe (-2,5%). Elle devrait connaître au second semestre une reprise vigoureuse, portée par l'accélération du commerce mondial et le rebond de la consommation des ménages. Compte tenu de ces perspectives favorables, et inquiète de voir les prix immobiliers accélérer, la Norges Bank prévoit d'entamer le relèvement progressif de son taux directeur à compter de septembre prochain et, ce, malgré la faiblesse de l'inflation sous-jacente.

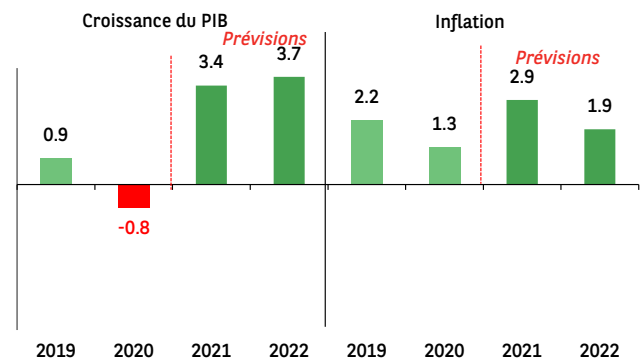
## VIVE CROISSANCE ATTENDUE DANS LES PROCHAINS MOIS

Avec moins de 150 décès par million d'habitants mi-juin<sup>1</sup>, la Norvège fait partie des pays développés qui ont été les plus épargnés par l'épidémie de la Covid-19. Le pays a toutefois été touché cet hiver et au printemps par une vague de contamination qui, tout en étant très faible au regard de ce qui a pu être observé ailleurs en Europe, a conduit l'État norvégien à réimposer des mesures de restrictions sanitaires qui ont pesé sur l'activité économique. Après avoir très fortement rebondi cet été et au début de l'automne, l'activité a donc de nouveau freiné cet hiver, et le PIB norvégien *mainland*<sup>2</sup> a reculé de 1,0% t/t au premier trimestre 2021. Une fois cette vague maîtrisée, le gouvernement a entamé le relâchement progressif des mesures de protection sanitaire, même si, sur le front vaccinal, la Norvège accuse un certain retard sur ses voisins nordiques et européens. En effet, seulement 36% de la population avait reçu au moins une dose à la mi-juin alors que le gouvernement s'est fixé pour objectif de proposer la vaccination à tous les adultes d'ici le milieu du mois d'août. Dans l'ensemble, les données économiques et d'enquêtes montrent que l'activité économique a commencé à bénéficier du redressement de la demande mondiale et suggèrent que la reprise va s'accélérer au cours de l'été. Un rebond important est attendu du côté des ménages, prêts à dépenser l'épargne forcée et de précaution accumulée pendant la pandémie. L'OCDE et le FMI ont d'ailleurs récemment relevé leurs prévisions de croissance malgré le recul de l'activité au T1 et s'attendent à une progression du PIB (*mainland*) comprise entre 3,5% et 4% en 2021 comme en 2022.

## LA NORGES BANK S'APPRÊTE À RELEVER SON TAUX DIRECTEUR

Après avoir vivement augmenté au début de la pandémie, du fait de la dépréciation de la couronne et d'une baisse temporaire de TVA, le taux d'inflation sous-jacente suivi par la banque centrale (CPI-ATE)<sup>3</sup> a fortement diminué au cours des derniers mois, notamment sous la pression d'effets de base et de la réappréciation du taux de change. Dans son dernier rapport sur la politique monétaire, le Comité de la Norges Bank s'attend à ce que l'inflation sous-jacente, tombée à 1,5% en mai 2021, se maintienne en deçà de la cible de 2% pendant une période prolongée. Mais il se montre également inquiet de l'accélération des prix immobiliers qui, poussés à la hausse par la baisse des mises en chantiers et l'augmentation de la demande des ménages pendant la pandémie, étaient en hausse de plus de 11% g.a. au mois de mai. Conscient du rôle de la faiblesse des taux d'intérêt dans cette dynamique et, compte tenu de perspectives de croissance favorables, le Comité a annoncé qu'il prévoyait d'entamer le redressement progressif de son taux directeur en septembre prochain.

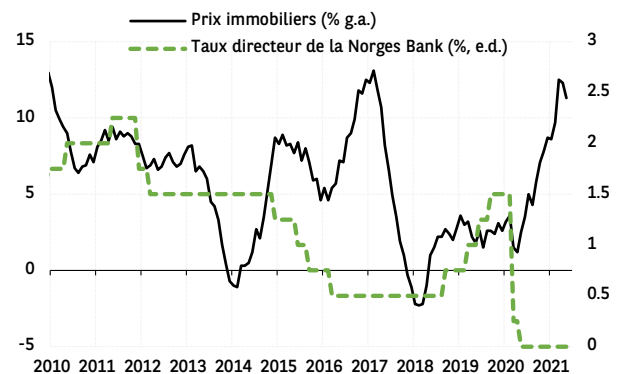
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : OCDE

## TAUX DIRECTEUR ET PRIX IMMOBILIERS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NORGES BANK, STATISTICS NORWAY

Achevé de rédiger le 28 juin 2021

Frédérique Cerisier

[frédérique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frédérique.cerisier@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> A titre de comparaison, l'Allemagne compte plus de 1000 décès par millions d'habitants au même moment, la France près de 1700.

<sup>2</sup> C'est-à-dire le PIB hors activités pétrolières.

<sup>3</sup> Ce taux est hors énergie et corrigé des mesures fiscales



## PRÉVISIONS

26

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2019	2020	2021e	2022e	2019	2020 e	2021e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.5	6.9	4.7	1.8	1.2	3.9	2.7
Japon	0.3	-4.7	2.2	3.3	0.5	0.0	0.0	0.2
Royaume-Uni	1.5	-9.8	7.8	5.6	1.8	0.9	1.8	2.5
Zone euro	1.3	-6.7	4.8	5.2	1.2	0.3	2.1	1.8
Allemagne	0.6	-5.1	3.7	5.5	1.4	0.4	2.7	2.0
France	1.5	-8.0	6.0	4.6	1.3	0.5	1.8	1.3
Italie	0.3	-8.9	5.2	4.5	0.6	-0.1	1.5	1.9
Espagne	2.0	-10.8	6.0	6.3	0.8	-0.4	2.3	1.8
Chine	6.1	2.3	8.7	5.3	2.9	2.5	1.7	2.8
Inde*	4.2	-7.2	8.4	9.4	4.8	6.1	5.0	5.0
Brésil	1.1	-4.1	5.5	3.0	3.7	3.2	7.2	4.8
Russie	1.3	-4.5	4.5	3.0	4.3	3.4	5.8	4.3

\* Année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+ 1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS), MISE À JOUR AU 21/06/2021

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1	T2*	T3e	T4e		
Etats-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.75	1.54	1.70	1.90	1.90	2.20
Zone euro	Taux de dépôt	-0.50	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	0.00	0.10	0.10	0.00
	OAT 10a	-0.11	0.14	0.35	0.55	0.55	0.30
	BTP 10 ans	0.63	0.84	1.10	1.40	1.40	1.10
	BONO 10 ans	0.34	0.49	0.70	0.90	0.90	0.80
Royaume-Uni	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
	Gilt 10a	0.88	0.81	0.90	1.10	1.10	1.30
Japon	Taux BoJ	-0.04	-0.03	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.05	0.12	0.20	0.20	0.23

Taux de change		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1e	T2e*	T3e	T4e		
USD	EUR / USD	1.18	1.20	1.18	1.17	1.17	1.14
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114
	GBP / USD	1.38	1.39	1.40	1.39	1.39	1.38
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.84	0.84	0.84	0.83
	EUR / JPY	130	132	131	130	130	130

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E PRÉVISIONS), MISE À JOUR LE 21/06/2021

\* TAUX SPOT AU 25 JUIN 2021



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

États-Unis, Royaume-Uni - Resp. scénario économique, support au réseau France

+33 1 58 16 73 32    jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Énergie, climat

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

## ÉCONOMIE 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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES 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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, 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



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## 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 desquels 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 : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change