

ECO PERSPECTIVES

2^e trimestre 2020 (achevé de rédiger le 7 avril 2020)

Éditorial

Arrêt soudain et généralisé, reprise graduelle et inégale

La pandémie de Covid-19 a provoqué un arrêt brutal de l'activité économique dans un nombre croissant de pays. Ce coup de frein a eu des répercussions internationales avec la baisse du commerce extérieur et la hausse de l'aversion au risque des investisseurs...

p. 2



États-Unis

p.3

État d'urgence



Chine

p.5

Le pire est-il passé ?



Japon

p.7

Récession attendue malgré un nouveau soutien budgétaire



Zone euro

p.8

Un choc nouveau, massif et incertain



Allemagne

p.10

Plan de relance historique face à la crise du coronavirus



France

p.12

Choc récessif massif



Italie

p.14

L'Italie en guerre contre le virus



Espagne

p.16

Touchée de plein fouet par le Covid-19



Pays-Bas

p.18

Plan d'urgence pour protéger les emplois et les entreprises



Belgique

p.19

Action gouvernementale résolue pour soutenir l'économie



Portugal

p.20

Rattrapé par la crise



Royaume-Uni

p.21

Dans l'épreuve



Suède

p.23

Résistante mais pas épargnée



Norvège

p.24

L'autre choc



Danemark

p.25

Pas épargné



Finlande

p.26

L'économie entre en récession



Prévisions

p.27

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
PERSPECTIVES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Éditorial

Arrêt soudain et généralisé, reprise graduelle et inégale

La pandémie de Covid-19 a provoqué un arrêt brutal de l'activité économique dans un nombre croissant de pays. Ce coup de frein a eu des répercussions internationales avec la baisse du commerce extérieur et la hausse de l'aversion au risque des investisseurs. Celle-ci a déclenché une quête mondiale effrénée de liquidité en dollar ainsi que des sorties de capitaux dans les pays en développement. Les grandes économies ont réagi en prenant des mesures énergiques de politique monétaire et budgétaire. L'évolution à court terme de la demande et de l'activité dépendra entièrement de la durée et de la sévérité du confinement des populations. Une fois qu'il sera levé, la reprise sera probablement progressive et inégale. L'action des pouvoirs publics devra évoluer, les mesures d'aide face à la pandémie cédant la place aux mesures de relance de la croissance, avec des finances publiques encore mises à l'épreuve.

■ Le coup de frein brutal de l'activité a déclenché une réaction rapide et énergique des pouvoirs publics

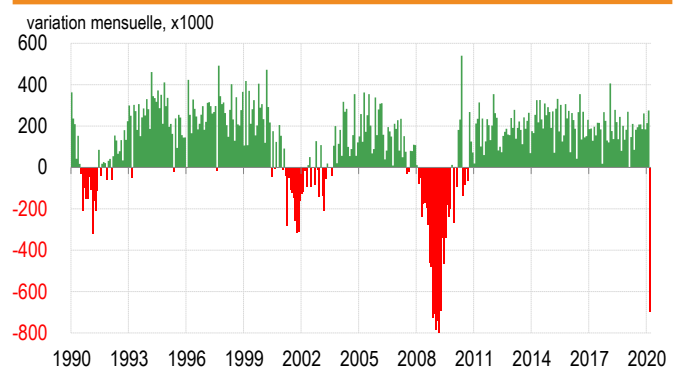
La pandémie de coronavirus a mis à l'arrêt des pans entiers de l'économie mondiale, une situation chaque jour de plus en plus manifeste. Dans la zone euro, plusieurs enquêtes auprès des chefs d'entreprises ont enregistré des baisses record par rapport au mois précédent. Aux États-Unis, les demandes initiales d'indemnités de chômage ont grimpé en flèche, atteignant des niveaux inédits. Devant la perspective d'un coup sévère porté au PIB, les banques centrales ont rapidement et énergiquement réagi. La Réserve fédérale a ramené les *Fed funds* à zéro et a engagé un programme de rachat de papier commercial ainsi que des obligations d'entreprises bien notées. Elle a également envoyé le message qu'elle ferait « *tout ce qui serait nécessaire* » pour stabiliser le marché des *Treasuries* et celui des MBS (*mortgage-backed securities*) d'agences. La BCE a, pour sa part, lancé un programme d'achat d'urgence lié à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), d'un montant de EUR 750 mds, et a introduit une flexibilité indispensable concernant la ventilation des ses achats. L'Administration américaine et le Congrès ont approuvé un plan de relance budgétaire à hauteur de 10 % du PIB.

Plusieurs pays européens ont également pris des mesures en vue de soutenir les ménages et les entreprises. Toutes ces dispositions prises par les pouvoirs publics devraient atténuer l'impact de la crise et limiter le risque qu'une crise sanitaire temporaire n'inflige des dommages durables à l'économie, freinant ainsi le potentiel de redressement rapide.

■ Reprise graduelle et inégale

La fin des confinements entraînera un rebond « mécanique » de l'activité et de la demande. La demande contenue et la reconstitution des stocks vont probablement donner un coup de pouce supplémentaire à court terme. La principale question qui se pose est de savoir comment la croissance évoluera ensuite. À en juger par l'expérience chinoise de ces dernières semaines, une reprise en « V » n'est pas acquise. Il faut probablement s'attendre à un redressement progressif car les pays ne reprendront pas tous, au même rythme, le chemin de la normalisation – ce qui pénalisera les exportations, comme nous le constatons déjà en Chine – et l'impact économique de la pandémie n'est pas non plus partout le même.

Etats-Unis : emploi non-agricole



Source : US Bureau of Labor Statistics

Cet impact aura une incidence sur la rapidité avec laquelle la demande et l'activité renoueront avec leur trajectoire de croissance antérieure à la pandémie. Plusieurs facteurs vont dans le sens d'un processus très progressif et inégal. Devant la détérioration de leur bilan, nombre d'entreprises privilégieront l'amélioration de ces derniers à l'accroissement des investissements industriels. Les plans de recrutement pourraient aussi de ce fait être impactés. Ces considérations valent en particulier pour les petites et moyennes entreprises (PME), dont les modèles économiques sont, pour beaucoup, moins diversifiés, ce qui les rend plus sensibles aux chocs économiques. Certains ménages opteront pour l'épargne de précaution dans le but de reconstituer un matelas financier. Les craintes persistantes concernant le risque sanitaire pourraient également agir comme un frein sur certaines dépenses (i.e. voyages internationaux) sans nécessairement entraîner une hausse équivalente dans d'autres domaines. Plus que tout autre chose, les dépenses des ménages dépendront de l'évolution du chômage. Aux États-Unis, où les coûts de licenciement sont faibles, les responsables de la Réserve fédérale s'attendent à une hausse significative du taux de chômage. Enfin, le commerce international devrait rester maussade au cours des mois à venir, les exportations des pays déjà sortis du confinement pâtissant de la baisse de la demande d'importation de la part de ceux qui y sont entrés plus tard. Dans un tel contexte, il est probable qu'après avoir apporté une aide face à la pandémie – conjuguée à celle de la politique monétaire – la politique budgétaire devra soutenir la demande pour une accélération suffisante de la reprise.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



États-Unis

État d'urgence

La population et l'économie des États-Unis ne seront pas plus épargnées que d'autres par l'épidémie de coronavirus. Arrivée tard sur le sol américain, longtemps minimisée par le président Trump, celle-ci progresse désormais rapidement, à tel point que l'Organisation mondiale de la santé pourrait déclarer les États-Unis nouvel épicode de la maladie. Espace fédéral, le pays a réagi en ordre dispersé, les mesures de confinement restant à l'appréciation des États ; et si la Maison Blanche a fermé les frontières (à l'Union européenne, au Canada...) elle répugne par principe à restreindre les flux intérieurs de biens et de personnes. Anticipant une récession, les marchés ont lourdement chuté, la banque centrale déclenchant, quant à elle, un véritable « plan Marshall » monétaire.

Le 12 mars 2020, tandis que l'Italie, déjà gravement touchée par l'épidémie de coronavirus, renforçait ses mesures de confinement, et que son ancien premier ministre, Mattéo Renzi, exhortait l'Europe à en faire autant, le ton était encore serein à Washington. Misant sur la découverte rapide d'un vaccin, le président Trump comptait sur la disparition prochaine, autant que sur la faible diffusion, de la maladie¹. Mais la tendance s'est, au contraire, aggravée, à tel point que l'Organisation mondiale de la santé (OMS) pourrait déclarer les États-Unis nouvel épicode de l'épidémie. Au moment d'écrire ces lignes, la première puissance mondiale déplorait près de 280 000 cas déclarés et 7 000 décès. La contamination progressait, par ailleurs, sur une courbe exponentielle, comparable à celle déjà empruntée en Europe par les pays largement impactés.

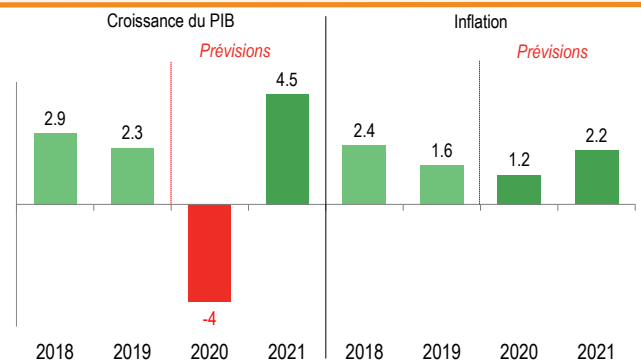
Espace fédéral, le pays a, jusqu'à présent, réagi en ordre dispersé. Depuis le 15 mars, les États les plus touchés (New-York, Californie) imposent des mesures de confinement ou de distanciation à leur population, limitent les déplacements professionnels non essentiels, et ferment la plupart des lieux récréatifs (bars, restaurants, cinémas, théâtres, clubs de sport, etc.) et commerces. D'autres (New Jersey, Illinois, Floride, Texas, etc.) emboîtent le pas avec plus ou moins de fermeté. En dépit du souhait présidentiel de voir « toutes les églises remplies pour Pâques », l'impératif de protéger les populations s'impose localement et la liste des espaces exempts de toute restriction se réduit. L'économie des États-Unis se grippe. L'indice ISM (*Investment Supply Manager*) des commandes industrielles, bien corrélé à l'investissement donc à l'activité, est tombé à 42,2 au mois de mars, son plus bas niveau depuis 2009 ; la chute va se poursuivre, annonçant une contraction historique du PIB au deuxième trimestre de 2020.

■ Population à risque et soutien budgétaire massif

Le système de santé américain, bien que très moderne, n'est pas le mieux armé pour faire face à une épidémie de masse. Coûteux (les États-Unis lui consacrent 17 points de PIB, un record dans l'OCDE), ses capacités d'accueil n'en sont pas moins réduites (2,8 lits d'hôpitaux pour 1 000 habitants, soit deux fois moins qu'en France et trois fois moins qu'en Allemagne) et sélectives. En l'absence de couverture maladie universelle, ceux qui ne bénéficient pas d'une assurance privée, soit près de 106 millions d'Américains (un sur

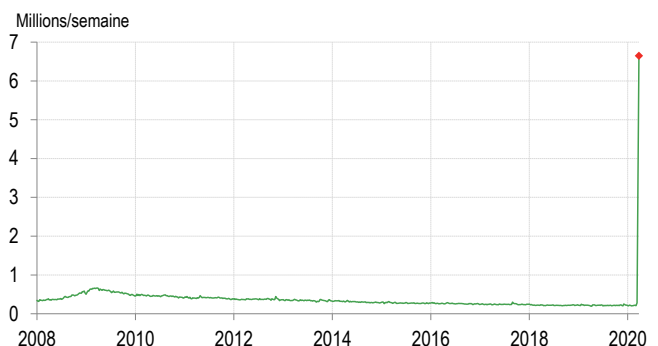
¹ "It's going to go away [...] because of what I did and what the administration did with China, we have 32 deaths at this point. When you look at the kind of numbers that you're seeing coming out of other countries, it's pretty amazing when you think of it". D. J. Trump, 24 February 2020.

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Source : BNPP, prévisions intermédiaires (avant publication du scénario révisé par Global Markets)

2- Demandes d'indemnités chômage



Source : US Department of Commerce

3- Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (USD mds)

Transferts aux ménages	634
- Crédit d'impôt (« chèque »)	290
- Aide aux chômeurs (extension des droits)	260
- Autres (aides alimentaire, à l'éducation...)	84
Prêts garantis	881
- Aux grandes entreprises et États fédéraux	504
- Aux petites et moyennes entreprises	377
Aides d'urgence	400
- Aux États fédéraux et autorités locales	175
- Aux hôpitaux et Disaster Relief Fund	225
Baisses ou différés d'impôts pour les entreprises	280
TOTAL	2.200

Source : Committee for a Responsible Federal Budget, BNP Paribas



trois), n'y ont qu'un accès limité². La protection étant le plus souvent liée à l'emploi, l'envolée du chômage (cf. graphique 2) aura pour effet d'augmenter le degré de vulnérabilité de la population face à l'épidémie.

Désormais consciente des enjeux, l'administration Trump a fait voter au Congrès le *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* (CARES), un plan de soutien budgétaire d'une capacité sans précédent (USD 2 200 milliards, soit 10% du PIB ou près de 50% de la dépense fédérale annuelle). À noter que celle-ci a été doublée sous la pression des Démocrates, majoritaires à la Chambre des représentants, de manière à répondre aux besoins des particuliers à revenu modeste ou ayant perdu leur emploi. Au-delà des prêts garantis aux entreprises, dont le montant pourrait aller jusqu'à USD 900 mds, l'État fédéral transférera, sous forme de crédits d'impôt ou extensions de droits, quelque USD 630 mds aux ménages américains (cf. tableau 3). Aussi chacun d'entre eux recevra-t-il, sous condition de revenu³, un « chèque » d'un montant maximum de USD 3.000. Les indemnités chômage, variables selon les États mais qui, en moyenne, se montent à USD 300 par semaine, seront augmentées d'une part fédérale de USD 600 par semaine, pour une période de quatre mois prévue de s'achever le 31 juillet 2020.

■ Bazooka monétaire

Le gouvernement s'apprête donc à amortir un choc qu'il n'est plus question de nier, et que les marchés et la Banque centrale (Fed) ont déjà largement anticipé. Dès le 3 mars, celle-ci baissait ses taux directeurs, pour finalement les ramener au voisinage de zéro, le 15⁴. Les dispositifs d'apports exceptionnels de liquidité mis en place lors de la crise financière de 2008 ont aussi été réactivés, tandis que le programme d'achats d'actifs (*quantitative easing*), d'abord porté à un maximum de USD 700 mds par an, va désormais s'exercer sans limite (cf. encadré 4). Couplées aux accords de *swap* et actions menées par les autres banques centrales, ces mesures ont permis de ramener, au moins temporairement, un peu de calme sur les marchés de changes, où la course à la liquidité en dollar a fait se déprécier de nombreuses devises, et de taux d'intérêt, marqués par un très fort écartement des *spreads*.

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

² Sur 106 millions d'Américains n'ayant pas accès aux assurances privées, 78,4 millions dépendent des systèmes Medicare (ciblant les personnes âgées de plus de 65 ans) et Medicaid (ciblant les personnes ou familles les plus pauvres) qui n'offrent qu'une couverture partielle ; 27 millions de personnes n'ont aucune couverture santé. Cf. Census Bureau, *Health Insurance Coverage in the United States: 2018*, November 2019.

³ Jusqu'à USD 99 000 par an pour un célibataire, USD 198 000 par an pour un couple sans enfant, USD 218 000 par an pour un couple avec enfant(s).

⁴ Le 15 mars 2020 (pour application le 16), le Comité de l'*open market* de la Réserve fédérale (FOMC) décidait d'une baisse de 100 points de base du taux objectif des fonds fédéraux, établi désormais dans une fourchette de 0% à 0,25%. Le taux appliqué aux réserves (excédentaires et obligatoires) était réduit de 150 points de base, pour s'établir à 0,1%.

4- « Plan Marshall » monétaire

Aux États-Unis, la réappréciation du risque associée à la perspective d'un plongeon de l'économie s'est traduite par une fuite générale vers la liquidité, des demandes de conversion en cash d'actifs (actions, obligations, parts de fonds...) et la mise sous pression d'acteurs indispensables au bon fonctionnement des marchés, tels que les *Primary Dealers* ou *Money Market Funds* (MMF). Pour éviter l'embolie, la Fed a donc ré-ouvert les guichets créés à l'occasion de la crise financière de 2008 et s'est positionnée comme acheteuse en dernier ressort, pour des montants presque sans limite.

-Multiplication des dispositifs spéciaux de financement. Parallèlement aux injections exceptionnelles de liquidité accordées via ses opérations de repo (jusqu'à USD 5 800 mds de mi-mars à mi-avril) la Fed a réactivé, les 17 et 18 mars, le *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) ainsi que le *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF). Ces dispositifs, consistant pour la Fed à prêter en échange de collatéraux devenus plus difficiles à écouler, ont pour but de faciliter les refinancements sur les marchés de la dette, poumon essentiel de l'économie. Ils ne s'arrêtent pas là. Par le biais de véhicules ad hoc (*Special Purpose Vehicles*, SPV), la Fed va se porter acquéreuse d'obligations d'entreprises bien notées (classées en catégorie *investment grade*), aussi bien sur le marché primaire (*Primary Market Corporate Credit Facility*, PMCCF) que secondaire (*Secondary Market Corporate Credit Facility*, SMCCF) de la dette. Elle a aussi réactivé, à nouveau via un SPV, le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), de manière à soutenir la titrisation (et donc éviter l'interruption) de nouveaux prêts aux ménages et petites entreprises.

-Passage à un QE illimité. Il s'agit de la mesure la plus spectaculaire à ce jour, la première à avoir permis un début d'accalmie sur les marchés. Le 23 mars, la Fed annonçait que sa détention de titres au travers du SOMA (*System Open Market Account*) serait augmentée autant que nécessaire pour assurer le bon fonctionnement des marchés. Dit autrement, le *quantitative easing* (QE) n'aura plus de limite autre que celle des encours éligibles de *Treasuries* (eux-mêmes appelés à croître fortement) et *Mortgage-Backed Securities* (MBS), pour l'occasion étendu aux prêts à l'immobilier commercial.

-Accords de swap. Le stress sur la liquidité en dollar nécessitant une action de la banque centrale ne concerne pas seulement les États-Unis. Similitude avec 2008, la dette d'origine américaine, surtout celle des entreprises, a fait l'objet d'un recyclage mondial, en particulier sous forme d'ETF (*Exchange-Traded Funds*), augmentant les besoins de refinancement en dollar des intermédiaires financiers non américains. Au Japon, en zone euro, au Royaume-Uni, les premiers signes de raréfaction sont apparus avec la dépréciation des monnaies (demandes de conversion en dollar) et la hausse du coût des *swaps*. En réaction, le 15 mars, la Fed et les cinq banques centrales de la zone euro (BCE), d'Angleterre (BoE), du Japon (BoJ), de Suisse (BNS) et du Canada (BoC) nouaient des accords permettant d'échanger les monnaies à taux réduit (OIS +25bp) et, dans chaque juridiction, de prêter en dollar jusqu'à 85 jours (en parallèle des opérations habituelles à 7 jours). Le 19 mars, la Fed étendait ses accords de *swap* aux principales autres banques centrales de la planète (Australie, Nouvelle-Zélande, Brésil, Corée, Mexique, Singapour, Suède, Norvège, Danemark, etc.).

Source : BNP Paribas



Chine

Le pire est-il passé ?

La population et l'économie chinoises ont été les premières frappées par l'épidémie de coronavirus. L'activité s'est brutalement et fortement contractée pendant le mois de février, pour repartir ensuite très progressivement. Alors que la situation du côté de l'offre devrait se normaliser au T2, le choc de demande va se prolonger. Aux effets de la perte de revenus qu'entreprises et ménages viennent de subir vont s'ajouter ceux de l'effondrement de la demande mondiale. Les autorités ont encore des moyens d'intervention conséquents pour aider au redressement de l'économie. Les finances du gouvernement central ne sont pas menacées. En revanche, après le choc sur la croissance, la hausse attendue de l'endettement aggravera à nouveau les vulnérabilités du secteur financier.

Premier pays frappé par l'épidémie de coronavirus, la Chine a enregistré un très fort recul de son activité dès le début de la période de confinement, imposée à la population à partir du Nouvel An chinois fin janvier et jusqu'à fin mars-début avril (règles et dates variables selon les régions). Le choc a été brutal, se transmettant via plusieurs canaux : choc d'offre, choc sur la demande interne et les exportations, choc de revenus et choc de confiance. L'activité redémarre depuis plusieurs jours, et les mesures de relance des autorités devraient aider au redressement de la croissance. D'importants risques baissiers persistent néanmoins. D'une part, la perte de revenus des entreprises, la dégradation du marché du travail et les inquiétudes quant à l'évolution de la pandémie vont peser sur la demande intérieure. D'autre part, le secteur exportateur va subir les répercussions de la crise sanitaire et économique qui s'étend dans le reste du monde. Nous attendons une contraction sans précédent du PIB au T1 (-8% en glissement annuel), suivie d'une lente normalisation des taux de croissance à partir du T2.

■ Un choc sans précédent

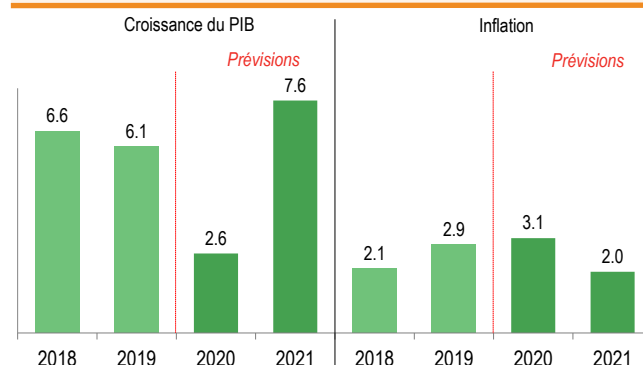
Avec les mesures drastiques imposées par les autorités pour endiguer l'épidémie, la consommation de biens et services s'est effondrée (graphique 2). Les volumes de ventes au détail ont reculé de 23% en glissement annuel (g.a.) sur les deux premiers mois de l'année, avec notamment des ventes automobiles en chute libre (-78% en février). Le commerce par internet a mieux résisté mais s'est néanmoins contracté (-3% en janvier-février) du fait de la baisse des ventes de services et de biens non essentiels. Les réseaux de transports ont été paralysés (trafic de passagers : -84% en février), ainsi que l'activité dans la construction et le secteur immobilier (ventes : -40% sur les deux premiers mois de l'année)¹.

Le choc d'offre a été tout aussi sévère, les usines devant rester fermées après les congés du Nouvel An chinois et la main d'œuvre étant confinée. La production industrielle a chuté de 13,5% en termes réels en g.a. sur les deux premiers mois de 2020 (après +5,8% en 2019). Les interruptions dans les chaînes de production et les blocages dans les transports ont contribué au recul des exportations de marchandises (-17% en janvier-février). Enfin, la baisse du chiffre d'affaires et les incertitudes sur les perspectives d'activité ont conduit les entreprises à réduire drastiquement les investissements dans tous les principaux secteurs. L'investissement total a baissé de 25% en g.a. sur les deux premiers mois de l'année.

¹ Les services représentent 54% du PIB, dont commerce : 10%, transports : 4%, immobilier : 7%. Le secteur industriel représente 39%, dont construction : 7%.

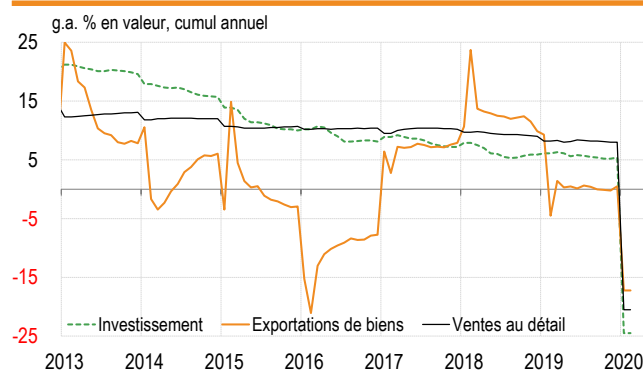
1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

2- Effondrement de la demande



Source : NBS

La propagation de l'épidémie étant jugulée pour le moment, l'économie redémarre. Les restrictions sur les transports intérieurs ont été levées (partiellement dans la province du Hubei) et l'activité à l'export est repartie. A fin mars, le taux de reprise officiel de l'activité atteignait 98% pour les grandes entreprises industrielles sur l'ensemble du pays (et 85% dans le Hubei, qui représente près de 5% du PIB) et plus de 70% pour les PME. Le taux d'utilisation des capacités de production reste en revanche bien inférieur à ce qu'il était avant la crise sanitaire (77% dans l'industrie au T4 2019). Un retour à la normale du système productif est envisagé d'ici fin avril dans l'industrie et la fin du T2 dans les services (hors tourisme).

Cependant, alors que le choc d'offre prend fin, un nouveau choc de demande se profile. Les exportations vont rapidement souffrir de



l'effondrement de la demande mondiale. Leur baisse devrait donc s'aggraver au T2, menaçant la reprise du secteur manufacturier (qui est aussi gêné par les tarifs douaniers américains) et incitant les entreprises exportatrices à réduire leurs stocks et à limiter les investissements. En outre, le choc sur les revenus qu'entreprises et ménages ont subi devrait continuer de peser sur la demande interne à court terme. À ceci s'ajoute la forte baisse de moral suscitée par l'épidémie et les incertitudes sur son évolution à venir.

La situation financière des entreprises s'est fragilisée et leur capacité à investir et à rembourser leurs crédits s'est dégradée (les profits des entreprises industrielles ont chuté de 38% en g.a. sur les deux premiers mois de 2020, et huit PME sur dix rapportaient des problèmes de trésorerie début mars). La dette intérieure totale des entreprises est excessivement élevée, à 150% du PIB fin 2019 (plus des deux tiers sont des prêts bancaires). Cette dette réduit leur résistance au choc, et la montée des risques de défauts sur les prêts bancaires et les marchés obligataires locaux fragilise le secteur financier. En revanche, la dette extérieure en devises des entreprises est très modérée, estimée à 7% du PIB, et n'est pas une source d'instabilité des comptes externes en dépit de la hausse des risques de difficultés de paiements et de refinancement.

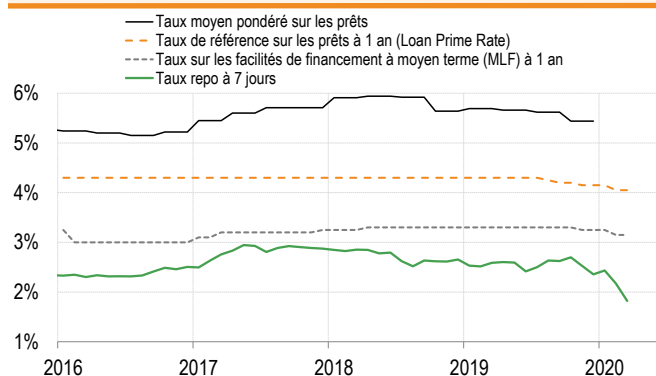
Les consommateurs devraient rester à la fois contraints par leur baisse de revenus et très prudents. Les conditions sur le marché du travail se sont dégradées rapidement pendant la période de confinement, avec un bond du taux de chômage à 6,2% en février, contre 3,6% en décembre 2019. L'endettement des ménages va également amplifier le choc. Le ratio de dette sur PIB, à 55% fin 2019, n'est pas encore excessif, mais il a beaucoup augmenté depuis dix ans. Surtout, le poids de la dette est plus élevé pour les ménages à bas revenus, qui sont aussi les plus vulnérables aux chocs. L'ajustement à la baisse de la consommation privée pourrait en être d'autant plus fort à court terme.

■ Actions sur tous les fronts

Depuis février, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures visant à : i/ soutenir les entreprises affectées par les conséquences du coronavirus, afin d'éviter défauts et faillites, limiter les risques d'instabilité dans le secteur financier et faciliter la reprise de l'activité ; ii/ compenser les baisses de revenus et stimuler l'investissement et la consommation. Alors que l'environnement externe se dégrade, Pékin devrait renforcer ses mesures de relance dans les prochaines semaines.

Les conditions monétaires ont été assouplies progressivement depuis le début de l'épidémie. La banque centrale a injecté dans le secteur financier les liquidités nécessaires pour répondre à la demande (RMB 3000 mds pendant la première quinzaine de février). Elle a d'abord opté pour une baisse modérée des taux directeurs, mais accélère maintenant la détente monétaire (graphique 3). Des programmes de crédits ont été lancés (RMB 700 mds de *relending*, RMB 350 mds de prêts spéciaux des banques publiques aux petites entreprises). Mi-mars, la banque centrale a abaissé les coefficients de réserves obligatoires de façon variable (de 50 à 200 points de base) pour certaines banques, afin de libérer des fonds (RMB 550 mds) pour des prêts ciblés. Les banques ont reçu des

3- Détente des taux d'intérêt



Source: Banque centrale

directives leur demandant de soutenir les sociétés affectées par l'épidémie, refinancer les prêts et rééchelonner les remboursements des clients en difficulté. Les autorités ont (modérément) assoupli les normes prudentielles pour les banques commerciales, ainsi que les règles pour les émissions d'actions et obligations des entreprises.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement central s'est montré plutôt mesuré jusqu'à présent. Il a augmenté les dépenses (notamment dans la santé : +RMB 110 mds), accordé des exonérations de cotisations sociales (RMB 500 mds) et d'impôts, réduit les tarifs d'électricité (de 5%) pour les entreprises et annoncé des incitations fiscales visant à stimuler la demande. Les collectivités locales participent activement aux efforts de relance, via une hausse des investissements dans les projets d'infrastructure (instrument traditionnel de politique publique en Chine) et des aides directes aux entreprises et aux ménages (comme des baisses des loyers fonciers ou la distribution de bons d'achat). Pékin a largement augmenté les autorisations d'émissions obligataires des collectivités pour financer les projets d'infrastructure (RMB 850 mds s'ajoutent au quota de RMB 1000 mds initialement prévu pour 2020).

■ Des finances publiques capables d'absorber le choc

L'action des pouvoirs publics jouera un rôle déterminant dans le redressement de la croissance. La marge de manœuvre budgétaire est confortable, et la banque centrale dispose d'amples réserves de liquidités pour assurer la stabilisation du système financier. En revanche, l'excès de dette de l'économie contraint la politique monétaire, ainsi que la capacité d'investissement des collectivités locales (dont l'endettement total est déjà à 50% du PIB environ). Par conséquent, s'il est très probable que la banque centrale continue d'assouplir les conditions monétaires et de crédit à court terme et que les collectivités augmentent encore leurs investissements, le gouvernement central devrait privilégier la relance budgétaire. Les déficits vont s'élargir et atteindre des niveaux historiquement élevés, mais les besoins de financement seront couverts sans difficulté et la dette de l'État restera modérée (16% du PIB fin 2019, presque entièrement libellée en monnaie locale et à plus de 90% détenue par des créanciers chinois).

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



Japon

Récession attendue malgré un nouveau soutien budgétaire

Le Japon doit affronter le choc pandémique de Covid-19 après une fin d'année 2019 déjà difficile sur le plan économique. Le pays est, comme de nombreux autres, exposé aux retombées économiques de cette crise. Toutefois, sa dépendance importante à l'économie chinoise via ses importations, ses exportations et ses flux touristiques fragilise davantage l'économie nipponne. D'après les derniers indicateurs conjoncturels, le choc est rude. Le Japon devrait ainsi entrer en récession cette année. En l'absence de marge de manœuvre suffisante sur le plan monétaire, la politique budgétaire sera en soutien. Un nouveau plan de relance de grande ampleur serait à ce titre en préparation par le gouvernement Abe.

Le choc de la pandémie de Covid-19 intervient dans un contexte économique déjà fragile au Japon.

■ Forte exposition au choc pandémique

L'économie japonaise est exposée au choc de la pandémie de Covid-19 via plusieurs canaux¹ : 1) recul des flux touristiques, le nombre de visiteurs au Japon ayant déjà enregistré sa plus forte chute en février depuis la catastrophe de Fukushima ; 2) défauts d'approvisionnement, dans la métallurgie notamment, en lien avec le repli des exportations chinoises ; 3) atonie des exportations vers la Chine qui ont enregistré leur 15^e mois de baisse consécutif en février ; 4) absence de confiance du côté des consommateurs, après avoir déjà souffert de la hausse du taux de TVA en octobre 2019 ; 5) ralentissement économique mondial.

Comme dans de nombreux pays, les derniers indicateurs conjoncturels disponibles pour le Japon intègrent désormais en grande partie le choc pandémique. En particulier, l'indice des directeurs d'achats (PMI) pour le mois de mars a atteint 35,8, son niveau le plus bas depuis Fukushima en mars-avril 2011. Le PMI dans le secteur des services est à son plus bas historique, à 32,7. L'indicateur de commandes de machines-outils est également très mal orienté depuis le début de l'année.

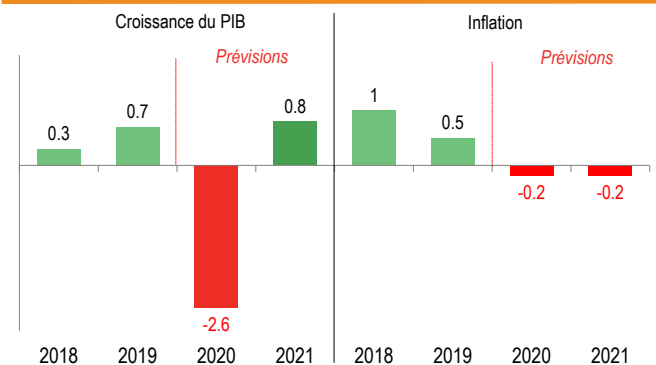
Au total, le Japon devrait entrer en récession en début d'année. Le redémarrage pourrait ne pas être particulièrement robuste, dans un contexte économique mondial et national encore fragile. L'absence de reprise franche sur le front touristique et le report des Jeux Olympiques seraient des facteurs pénalisant pour l'économie nipponne.

■ La politique économique en soutien, surtout budgétaire

La politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ) dispose de moins en moins de marge de manœuvre. À ce titre, l'institution monétaire a maintenu inchangé son principal taux d'intérêt lors de la dernière réunion de politique monétaire (-0,1%). L'impact des taux négatifs sur le système financier est un point d'attention important des autorités. La BoJ a toutefois décidé de doubler son volume d'achats d'ETF (*exchange traded funds*) et de J-REITS (*Japan real estate investment funds*), à plus de USD 110 mds.

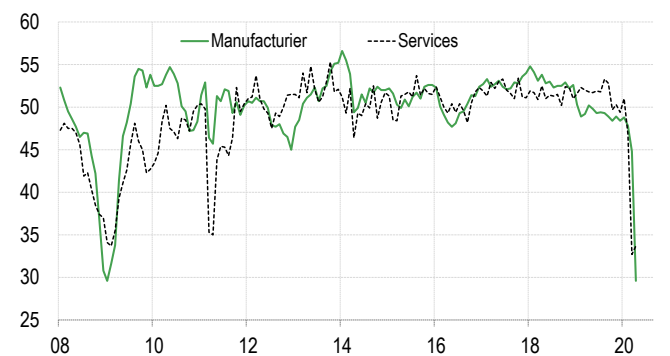
¹ Point de situation du Covid-19 au 23/03/2020 – Japon, DG Trésor, 23 mars 2020

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

2- Indices PMI au Japon



Source : Markit

Sur le plan budgétaire, plusieurs programmes se sont succédé depuis le début de l'année. D'abord relativement limité en termes de volumes, le plan annoncé en mars est plus conséquent et intègre des mesures budgétaires directes (soutien aux entreprises touchées et aux ménages affectés par la fermeture des écoles) et d'appui au financement des entreprises, PME en particulier. Un programme encore plus massif serait actuellement en préparation par le gouvernement Abe et devrait être annoncé en avril. Il inclurait notamment la distribution d'une aide directe aux ménages, comme cela avait déjà été opéré en réponse à la crise économique de 2009.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com



Zone euro

Un choc nouveau, massif et incertain

La pandémie de Covid-19 précipite la zone euro dans une récession a priori courte mais marquée. Après une année et demi compliquée sur le plan économique, la zone euro semblait faire preuve de résilience et commençait même à montrer des signes de stabilisation. Le choc actuel - à la fois d'offre, de demande et d'incertitudes - vient complètement modifier les prévisions. Les mesures sanitaires prises, nécessaires pour endiguer la propagation du virus, créent les conditions d'une récession. Les décideurs, sur le plan monétaire et budgétaire, ont réagi vite et de manière jusqu'ici relativement appropriée. Toutefois, le profil du rebond de l'activité reste inconnu et sera déterminant afin d'évaluer les dégâts globaux causés par la pandémie.

Il y a encore trois mois, nous anticipions, comme beaucoup d'autres observateurs, un début de stabilisation économique. L'économie mondiale et celle de la zone euro étaient parvenues à passer à travers de nombreuses difficultés et déséquilibres (hausse sensible des tensions sur le commerce mondial, ralentissement chinois marqué, difficultés significatives dans le secteur manufacturier, niveau de valorisations boursières jamais atteint). Aucun élément déclencheur n'avait toutefois fait plonger l'économie mondiale en récession. L'histoire est évidemment toute autre aujourd'hui. La pandémie de Covid-19 constitue un choc massif, qui fera entrer cette année l'économie de la zone euro en récession.

■ Triple choc : offre, demande, incertitudes

Jusqu'à récemment, les indicateurs économiques conjoncturels dont nous disposions, et habituellement observés, n'intégraient que très partiellement le choc. Celui-ci semblait alors uniquement chinois, et ainsi lointain. Les anticipations des agents économiques en zone euro ne se sont pas immédiatement détériorées, tout comme aux États-Unis où l'écart-type des anticipations reste élevé, reflétant la grande incertitude autour des scénarios économiques potentiels¹. La publication des indices des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) de mars a changé la donne. En effet, l'indice composite PMI a atteint 31,4 (après 51,6 en février). Cet effondrement s'explique en grande partie par la chute brutale du PMI dans le secteur des services qui atteint un point bas historique (28,4). Le dernier point bas remonte à février 2009, date à laquelle le PMI services était tombé à 39,2, ce qui témoigne de l'ampleur sans précédent du choc actuel. Ces données viennent confirmer les informations en temps réel².

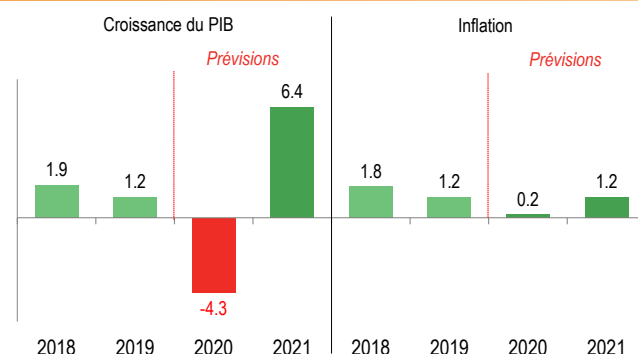
Ce choc est triple. D'abord, un choc d'offre, qui se caractérise par des fermetures d'usines imposées et une pénurie de travailleurs qui ne se rendent plus sur leur lieu de travail. D'autres unités de production, pénalisées en amont par le manque de biens intermédiaires, réduisent leur volume d'activité. À cela vient s'ajouter un choc de demande du côté des ménages. Les mesures de confinement prises dans les différents pays européens et la fermeture de nombreux magasins contraignent mécaniquement la consommation privée. Enfin, de nombreuses incertitudes demeurent,

¹ A. Dietrich et al., *News and uncertainty about the economic fallout of COVID-19: Survey evidence and implications for monetary policy*, VOX CEPR, 24 Mars 2020

² *Real-time data show virus hit to global economic activity*, Financial Times, 22 mars 2020

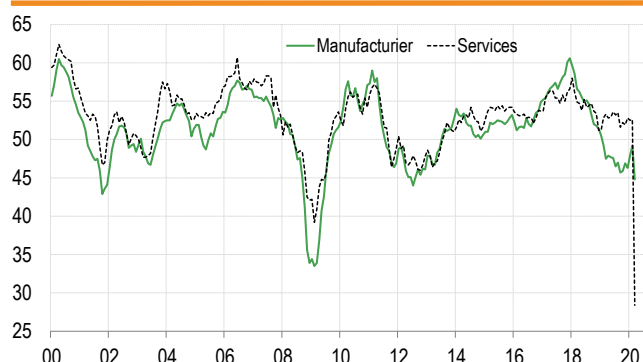
1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

2- Indices PMI en zone euro



Source : Markit

en particulier concernant la durée des mesures de confinement, le dynamisme de la demande anticipée et l'efficacité des politiques de soutien à l'activité (voir plus bas). Ces interrogations freineraient l'investissement des entreprises et conduiraient à la formation d'une épargne de précaution.

Selon une première évaluation de l'OCDE³, l'impact sur les pays de la zone euro, a priori temporaire, serait toutefois très marqué. Le choc initial des mesures sanitaires engagées conduirait à une perte globale d'activité comprise, en termes réels, entre -25% et -30% dans les plus grands pays européens (par rapport à une situation

³ *Evaluating the initial impact of Covid containment measures on activity*, OCDE, Mars 2020



normale). Par effet de composition, l'impact serait plus fort sur le secteur du transport en Allemagne qu'en France par exemple. Il demeure toutefois grandement incertain et plusieurs facteurs pourraient accentuer ou atténuer l'effet initial. Cela dépendra, à court terme, de la durée du confinement et du durcissement ou non des mesures et, à moyen terme, du caractère rattrapable ou non de l'activité. Par exemple, la perte de consommation en « restauration et hôtellerie » et en « services récréatifs », le tout correspondant à près de 12% du total de la consommation des ménages en zone euro, est a priori non rattrapable. Ce serait ainsi une perte sèche. À l'inverse, la consommation en « habillement et chaussures » est, au moins partiellement, soit substituable par des achats en ligne soit rattrapable une fois les points de ventes rouverts. Cela représente près de 5% de la consommation totale. Par ailleurs, l'épargne forcée constituée par les ménages pendant le confinement pourrait constituer une bonne base pour une reprise vigoureuse (d'autant plus que le prix du pétrole a baissé très sensiblement favorisant des gains de pouvoir d'achat). Néanmoins, le retour à une dynamique normale de dépenses du côté des ménages dépendra de la confiance des consommateurs de la zone euro. Si la détérioration de celle-ci observée en mars (-11,6, un plus bas depuis fin 2014) devait se poursuivre, des comportements de précaution pourraient limiter le potentiel de rebond.

■ Rôle-clé de l'intervention publique : assurer au mieux le redémarrage

Les mesures sanitaires prises en zone euro rendent inéluctable et instantané leur effet sur la croissance. La politique économique doit alors assurer les conditions d'une sortie de crise vigoureuse. Aux mesures d'urgence à court terme, permettant d'éviter des pénuries de liquidités, doivent s'ajouter des mesures visant à limiter le risque de solvabilité de nombreuses entreprises. Les mesures engagées jusqu'ici apparaissent censées au vu des expériences de crises passées. La mise en place de dispositifs de chômage partiel et de soutien à la trésorerie des entreprises (*via* des garanties publiques apportées aux prêts de trésorerie ou *via* le report de paiements des charges fiscales et sociales) semble à ce titre appropriée⁴ et privilégiée dans plusieurs pays. Ces actions permettraient de limiter l'effet de la crise sur le tissu productif et sur l'emploi. Toutefois, l'ampleur du choc du Covid-19 et des mesures sanitaires adoptées diffère entre les États, tout comme les réponses apportées du côté budgétaire. En effet, l'impulsion budgétaire discrétionnaire (hors garanties et report de paiement) est pour l'heure nettement plus important en Allemagne qu'elle ne l'est en France, en Italie ou en Espagne⁵. Au niveau européen, malgré une réponse encore relativement limitée et un manque de consensus autour d'outils budgétaires communs (cf. *Coronabonds* par exemple), des décisions ont été actées. En particulier, la Commission a activé la « *general escape clause* » en raison du caractère exceptionnel et

hors de contrôle des gouvernements du choc actuel⁶. Cette clause autorise les États membres à déroger aux objectifs de finances publiques, les règles étant suspendues. En d'autres termes, la déviation par rapport à l'objectif de 3% de déficit nominal ou à l'ajustement structurel demandé est autorisée.

Le soutien budgétaire est facilité, une nouvelle fois, par la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE). L'institution de Francfort a annoncé des mesures massives et flexibles pour répondre aux effets économiques de la pandémie de Covid-19. Lors de la réunion de politique monétaire du 12 mars, Christine Lagarde avait déjà acté plusieurs mesures de soutien, notamment la mise en place d'une enveloppe supplémentaire de EUR 120 mds d'ici la fin de l'année 2020 (en complément du programme existant d'achats d'actifs). De plus, un programme d'urgence a été annoncé le 18 mars. D'un montant de EUR 750 mds, le PEPP (*Temporary Pandemic Emergency Purchases Programme*) devrait durer au moins jusqu'à fin 2020 et limiter le risque de durcissement des conditions financières et de fragmentation au sein de la zone euro. Fait nouveau, les limites d'achats d'actifs, existantes dans le cadre du programme d'achats initial, ne seront pas appliquées à ce programme d'urgence, lui offrant ainsi une grande flexibilité⁷. De plus, le PEPP ciblera les titres de plus courtes échéances répondant ainsi davantage aux problématiques de liquidité. En tenant compte des achats mensuels est de EUR 20 mds, ce sont au total plus de EUR 1000 mds d'achats d'actifs supplémentaires par la BCE en 2020, soit près de 10% du PIB de la zone euro.

À moyen terme, l'effet de la pandémie de Covid-19 aurait un effet baissier durable sur le taux d'intérêt réel naturel en zone euro⁸, déjà proche de zéro voire négatif. L'investissement serait moindre. À l'inverse, l'épargne désirée serait plus forte, soit en raison d'un comportement de précaution, soit simplement afin de reconstituer un capital disparu pendant la phase épidémique.

Au total, cette crise soulève de nombreuses questions. Elle force la politique monétaire à aller plus loin dans l'utilisation des outils non conventionnels. Quelle pourrait-être la prochaine étape ? Des discussions autour d'une distribution directe de monnaie aux agents économiques sont en cours, et posent des questions importantes, notamment d'un point de vue démocratique. Du côté des États, le soutien nécessaire à cette crise et la chute de l'activité attendue feront augmenter les déficits et dettes publics. Une consolidation budgétaire sera-t-elle entreprise ensuite ? Cette crise précipite-t-elle la « japonisation » de la zone euro ? Autant de questions sur lesquelles nous nous pencherons une fois l'urgence sanitaire puis économique réglée.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

⁴ G. Gopinath, *Limiting the economic fallout of the Coronavirus with large targeted policies*, IMF Blog 9 mars 2020

⁵ J. Anderson et al., *The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus*, Bruegel, 27 mars 2020

⁶ *Coronavirus : Commission proposes to activate fiscal framework's general escape clause*, Commission européenne, 20 mars 2020

⁷ *Decision (EU) 2020/440 of the European central bank of 24 March 2020 on the temporary PEPP (ECB/2020/17)*

⁸ O. Jordà et al., *Longer-run economic consequences of pandemics*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Mars 2020



Allemagne

Plan de relance historique face à la crise du coronavirus

L'économie allemande est à l'arrêt en raison du confinement quasiment complet de la population. Pour lutter contre les conséquences économiques de cette crise, le gouvernement a lancé un plan de relance massif visant à accroître les dépenses dans le secteur de la santé, à protéger l'emploi et à soutenir les entreprises. Quoi qu'il en soit, la chute de la production et la contraction de la croissance pourraient atteindre des niveaux bien supérieurs à ceux enregistrés lors des récessions antérieures. En cas de confinement d'une durée de trois mois, correspondant au scénario du pire, la croissance du PIB pourrait baisser d'environ 20 points de pourcentage et six millions de personnes pourraient relever du dispositif d'indemnisation du chômage partiel.

■ La crise du coronavirus fait dérailler l'économie

En mars, l'économie allemande s'est quasiment immobilisée suite à un confinement presque complet de la population. Cette mesure est destinée en premier lieu à enrayer la propagation rapide du coronavirus et à éviter la surcharge du système de santé. Elle aura, néanmoins, un impact économique colossal.

L'éducation, les commerces non essentiels, les hôtels, les restaurants et l'industrie du tourisme sont totalement à l'arrêt. Dans certains services, l'activité a pu être maintenue, quoique à un rythme bien plus faible, grâce au télétravail. Dans l'industrie manufacturière, la production a dû être interrompue en raison de la désorganisation des chaînes d'approvisionnement. Dans l'automobile, elle a été mise à l'arrêt non seulement du fait de la rupture des chaînes logistiques ou de l'insuffisance du personnel, mais aussi de l'effondrement de la demande.

Les enquêtes du mois de mars indiquent une forte dégradation du climat des affaires. L'indice Ifo, indicateur fiable mesurant la confiance des chefs d'entreprises, a reculé de dix points, la plus forte baisse jamais enregistrée depuis la réunification de l'Allemagne. D'autres indicateurs disponibles dans un délai particulièrement court montrent également un repli brutal de la demande. A l'aéroport de Francfort, au cours de la semaine du 16 au 22 mars, le trafic passagers s'est effondré de près de 75 % par rapport à la même époque en 2019, tandis que le volume de fret a chuté d'environ 20 %. L'économie allemande est sous le choc.

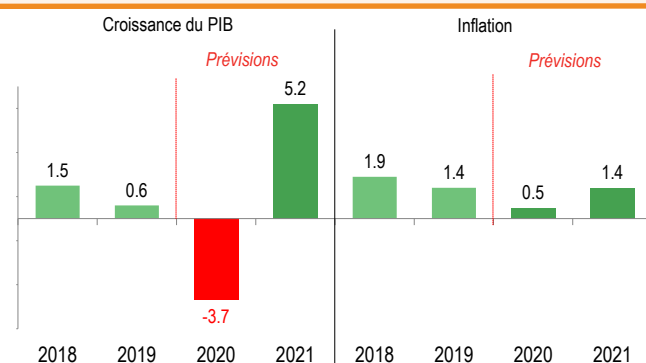
■ Des mesures rapides et énergiques pour protéger l'économie

En mars, le gouvernement allemand a lancé un programme d'aide d'envergure historique ayant pour principal objet la protection de l'emploi et du revenu. Ce programme repose sur trois piliers. Premièrement, le soutien au secteur de la santé. Une enveloppe de EUR 3,5 mds a été débloquée pour financer les mesures d'urgence sanitaire, comme l'achat de masques et de tenues de protection, et soutenir les travaux de développement d'un vaccin. À cela s'ajoutent EUR 55 mds pour lutter contre la pandémie.

Deuxièmement, des mesures ont été adoptées en faveur de la protection de l'emploi, comme l'accès facilité au dispositif d'indemnisation du chômage partiel (*Kurzarbeit*), aux termes duquel l'Agence fédérale allemande pour l'emploi prend en charge 60 % à 67 % des pertes de salaires subies par les employés en activité réduite. Ce mécanisme a permis dans une large mesure de

1- Croissance et inflation

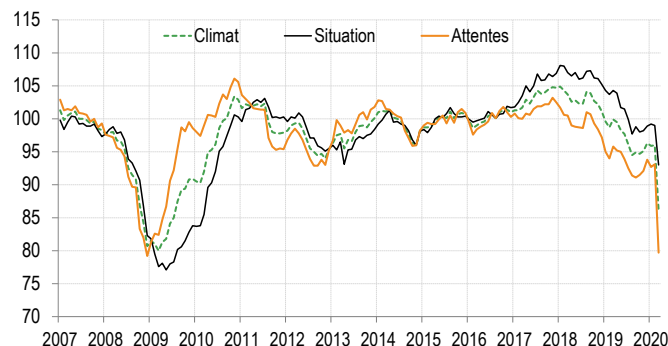
(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

2- Détérioration du climat des affaires en mars

2015=100



Source : IFO

protéger l'emploi lors de la grande récession de 2008-2009. Au cours de cette période, l'Agence fédérale a versé environ EUR 10 mds, principalement aux salariés du secteur manufacturier. Cette fois, le programme sera plus largement utilisé par d'autres secteurs, comme le commerce de détail, l'hôtellerie et la restauration. De plus, les conditions d'éligibilité pour en bénéficier ont été assouplies. Il est difficile d'évaluer le coût de ces mesures, dont l'ampleur dépend de la gravité et de la durée de la crise (voir ci-dessous).

Troisièmement, et c'est de loin le pilier le plus important, un programme de grande ampleur en faveur des entreprises, moyennant le renforcement des dispositifs existants – mécanismes de soutien à la liquidité et de garantie des prêts, principalement par



le biais de la Banque publique de développement KfW – mais aussi par la mise en place d'un nouveau plan d'aide aux petites entreprises et aux travailleurs indépendants. Les autorités fiscales accorderont, par ailleurs, des délais pour le paiement des impôts. De plus, des fonds ont été débloqués au niveau fédéral comme au niveau des Länder pour financer des prises de participation dans les entreprises en difficulté.

Le coût budgétaire est considérable. L'État fédéral allemand va contracter de nouveaux emprunts pour un montant total d'environ EUR 156 mds (4,5 % du PIB). Ce chiffre ne comprend pas d'éventuels appels de garantie d'emprunt ou participations au capital.

L'Allemagne apporte, par ailleurs, son soutien aux efforts engagés au niveau européen. Elle salue l'initiative d'investissement en réaction au coronavirus, pour un montant de EUR 25 mds. Elle a également ouvert ses hôpitaux aux patients des autres pays membres de l'UE, atteints du coronavirus. Cependant, le gouvernement allemand, qui refuse le principe d'une mutualisation des dettes en Europe, reste opposé à l'idée d'un emprunt « corona », qui aurait aidé les pays du sud de l'Europe, les plus durement frappés par le coronavirus, à financer les efforts de lutte contre l'épidémie.

■ Les perspectives dépendent de la durée et de la gravité de la crise

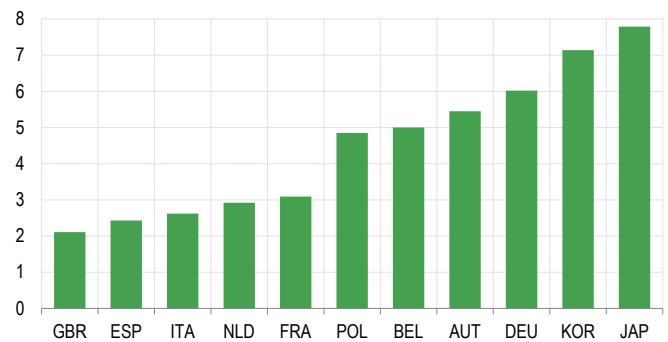
L'impact de la crise du coronavirus est beaucoup plus grave que tout ce que la République fédérale a pu connaître dans son histoire. Les pertes de production seront fonction de la durée de la période de confinement, de la baisse d'activité pendant cette période et de la phase ultérieure de redressement. Pour avoir un ordre de grandeur, l'institut Ifo a élaboré trois scénarios – un scénario bas, un scénario élevé et un scénario moyen, basés sur les attentes des entreprises issues de son enquête de mars – conjugués à différentes durées de confinement et périodes de redressement¹. Ces calculs se fondent sur l'hypothèse que la durée de confinement dure 1 mois dans le scénario le plus clément jusqu'à trois mois dans le scénario du pire. En 2021, l'activité pourrait retrouver le niveau qui était le sien avant la crise dans tous les scénarios.

Dans le scénario le plus clément – PIB amputé de 40 % pour une durée d'un mois de confinement et d'un mois de redressement ultérieur – le taux de croissance annuel pourrait connaître une contraction d'environ 5 %. Dans le scénario le plus sévère, la chute du PIB consécutive à un mois de confinement s'inscrit à 48,7 % et le déclin du taux de croissance annuel pourrait être de 6,1 %. Si la durée de confinement est de deux mois et la période de redressement de trois mois, le taux de croissance annuel est amputé de 12 % et de 14 %, respectivement, dans le scénario bas et le scénario élevé. Dans le scénario du pire, un confinement pendant trois mois, suivi d'une période de redressement de quatre mois, les pertes pourraient représenter environ 20 % du PIB.

¹ IFO (2020), *Shutdown für Deutschland: Eine Szenarienrechnung*, ifo Schnelldienst, 2020, 73, N° 04.

3- Capacité en lits d'hôpitaux élevée en Allemagne

Lits d'hôpitaux de soins intensifs pour 1000 personnes



Source : OCDE

Dans tous les scénarios, le nombre total de travailleurs à temps partiel dépasse largement celui de 1,5 million, atteint pendant la crise financière de 2008-2009. Dans le cas d'un confinement d'un mois, il faut s'attendre à un nombre de travailleurs à temps partiel compris entre 2,1 millions et 3,9 millions, d'après les calculs de l'institut Ifo. En cas de maintien du confinement pendant une durée de deux ou trois mois, ce nombre passe à 3,4 - 5,5 millions et à 4,2-6,6 millions, respectivement.

Les finances publiques seront, en toute probabilité, lourdement impactées. En termes de stabilisation, c'est là un effet souhaitable. Une étude menée sur l'impact des systèmes fiscaux et de transfert au sein de l'Union européenne et aux États-Unis, pendant la crise économique de 2008-2009, aboutit à la conclusion que les stabilisateurs automatiques absorberaient 48 % des chocs de revenu en Allemagne, contre 38 % au sein de l'UE et 32 % aux États-Unis². Les scénarios de l'institut Ifo montrent que, selon la durée de la période de confinement et la gravité de la contraction de l'activité, la charge pour les finances publiques pourrait osciller entre EUR 50 mds ou 1,4 % du PIB (scénario bas, confinement d'un mois) et EUR 200 mds ou 5,7 % du PIB (scénario élevé, confinement de trois mois). Ces coûts budgétaires n'incluent pas les pertes au titre des prêts garantis par l'Etat ni la contribution au plan d'urgence européen. Les comptes publics allemands vont probablement rester déficitaires pendant une très longue période.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

² Dolls, M., Fuest, C., & Peichl, A. (2012). *Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe*. *Journal of Public Economics*, 96(3-4), 279-294.



France

Choc récessif massif

2020 ne sera pas une année de croissance peu élevée mais résistante comme cela était anticipé au trimestre dernier. Il faut désormais s'attendre à un choc récessif massif, provoqué par la pandémie de Covid-19. La perte d'activité économique instantanée directement liée aux mesures d'endiguement est, à ce jour, estimée à 35% par l'INSEE, ce qui équivaut à amputer le PIB annuel de 3 points par mois de confinement. La chute libre du climat des affaires en mars donne aussi un tout premier aperçu de l'ampleur du choc. Un arsenal de mesures a été déployé pour amortir autant que possible ce choc. D'après nos prévisions, le PIB français se contracterait de 3,1% en 2020, plus qu'en 2009 (-2,8%), avant de rebondir de 5,4% en 2021. Ces prévisions sont hautement incertaines et assorties d'un risque baissier.

■ La situation d'avant-crise : relativement positive

Les chiffres du T4 2019 ont, certes, nettement surpris à la baisse, avec une contraction inattendue du PIB de 0,1% t/t (contre une hausse de 0,3% prévue). Mais, d'une part, celle-ci intervenait après une série de cinq trimestres d'une résistance remarquable au ralentissement mondial. Cette contre-performance portait, ensuite et surtout, la trace des grèves et manifestations menées contre la réforme des retraites ainsi que d'autres difficultés sectorielles (secteur automobile, sous-traitants aéronautiques) et de la douceur des températures en fin d'année (qui signifie une moindre consommation d'énergie). Enfin, les enquêtes sur le climat des affaires en janvier et février continuaient de donner des signes de résistance et le ciel semblait se dégager sur le front de l'environnement international. Un rebond technique marqué au T1 2020 pouvait être anticipé et, sur l'ensemble de l'année, un maintien de la croissance proche de son rythme de 2019 (1,3%).

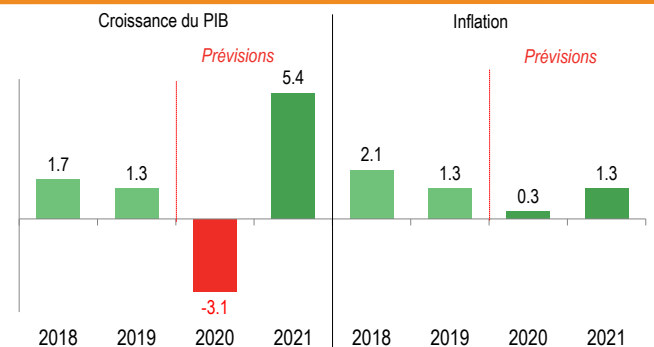
■ Situation de crise : un choc de type « cygne noir »

À peine était-il envisagé que ce scénario était ébranlé par l'apparition de l'épidémie de Covid-19 en Chine en janvier, avant de devenir totalement caduc suite à sa propagation mondiale en février-mars et aux mesures de confinement et aux restrictions d'activité prises pour l'endiguer. Le Covid-19 est un choc extrême de type « cygne noir » : un événement imprévisible, de faible probabilité mais au coût considérable. De fait, le Covid-19 est un choc inédit, multidimensionnel, d'offre et de demande, brutal, mondial, généralisé à tous les pans de l'activité économique, frappant la sphère réelle et financière, avec des effets multiplicateurs démultipliés.

Son coût est aujourd'hui difficile, pour ne pas dire impossible, à quantifier compte tenu du caractère inédit du choc et parce que l'on ignore la date de fin. On dispose néanmoins d'un tout premier aperçu de son ampleur depuis la publication des enquêtes sur le climat des affaires au mois de mars. Les indices PMI et de l'INSEE se sont, en effet, écroulés. L'indice composite du climat des affaires de l'INSEE a plongé de 10 points en 1 mois, à 95 – du jamais-vu – battant de 1 point le record de baisse enregistré en octobre 2008. En revanche, si le niveau retombe en dessous de sa moyenne 100 de long terme, l'indice est encore loin de son plus bas historique (68, en mars 2009), contrairement au PMI composite de Markit tombé à 30,2. Une fois n'est pas coutume, c'est le secteur manufacturier qui résiste le mieux, avec une baisse limitée de 3 points de l'indice INSEE quand le plongeon atteint 14 points dans les services et 13 points dans le commerce de détail. La stabilité dans le bâtiment n'est pas significative.

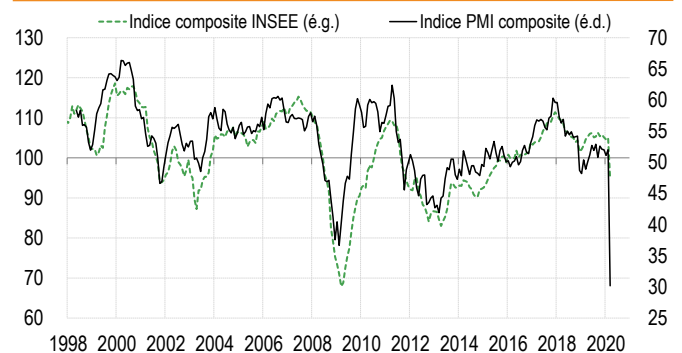
1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

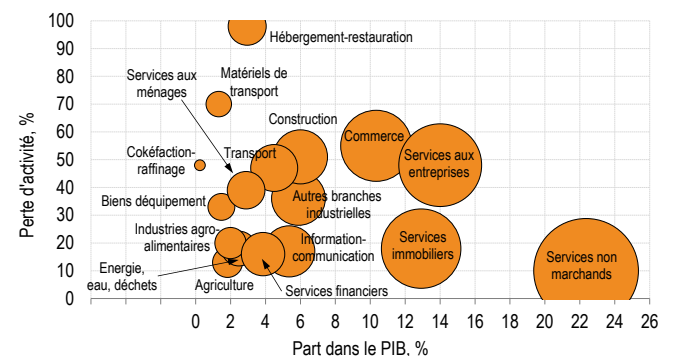
2- Climat des affaires



Sources : INSEE, Markit, BNP Paribas

3- Impact sectoriel des mesures d'endiguement du Covid-19

La taille des bulles correspond à la part dans le PIB



Sources : INSEE, OFCE (policy brief n°65, mars 2020), BNP Paribas



Pour l'ensemble de ses enquêtes, l'INSEE avertit en effet que, compte tenu du contexte, les statistiques de mars peuvent être moins précises qu'à l'accoutumée, les réponses collectées étant pour la plupart antérieures au 16 mars, date de l'annonce du confinement. Dans chaque secteur, ce sont les soldes d'opinion relatifs aux perspectives d'activité qui ont chuté le plus lourdement ; le climat de l'emploi, quant à lui, perd 9 points.

Du côté de la confiance des ménages, un effet « collecte » a limité à 1 point la baisse de l'indicateur résumé de l'INSEE. D'après l'institut, la publication reflète essentiellement l'opinion des ménages sur la situation économique début mars. Mais même alors, les inquiétudes commençaient à poindre. En effet, les soldes d'opinion relatifs à l'opportunité de faire des achats importants et ceux sur les perspectives d'évolution du niveau de vie en France et du chômage se sont fortement dégradés. Il faut s'attendre à une baisse marquée de la confiance des ménages en avril et à ce que celle du climat des affaires se poursuive, en espérant qu'elle soit moins « verticale ».

Parallèlement à ses enquêtes sur le climat des affaires, l'INSEE a publié une première estimation de la perte d'activité économique directement liée aux mesures d'endiguement du Covid-19. Cette perte instantanée est estimée à 35%, ce qui équivaut à amputer le PIB annuel de 3 points par mois de confinement. L'OFCE et l'OCDE obtiennent des estimations proches : perte d'activité mensuelle d'environ 30% et 25% et choc négatif sur le PIB de 2,6 points et d'environ 2 points, respectivement¹. Ce chiffre global de perte d'activité masque des disparités sectorielles importantes en termes d'ampleur de la baisse (cf. graphique 3) et l'effet (légèrement) amortisseur des quelques secteurs dont l'activité se maintient ou s'accroît (commerce alimentaire, e-commerce, pharmacie, télécommunications, santé). Plus globalement, la structure sectorielle de l'économie française lui est à la fois favorable et défavorable dans la crise actuelle : le poids des services non marchands en atténue l'impact mais celui des services marchands, habituellement amortisseur, l'augmente, au contraire.

Face au choc, un arsenal de mesures a été déployé pour préserver autant que possible l'appareil productif, l'emploi, les revenus individuels, la trésorerie des entreprises, éviter les défaillances en chaîne, faire en sorte que, une fois la crise sanitaire passée, le retour au travail et la remise en route de l'économie soit les plus rapides possibles. On peut les regrouper en trois grandes catégories :

- *soutien direct* : simplification et renforcement du dispositif de chômage partiel (EUR 8,5 mds pour deux mois) ; dépenses additionnelles de santé (EUR 2 mds) ; fonds de solidarité pour les plus petites entreprises, les indépendants, les professions libérales et les micro-entrepreneurs les plus touchés (EUR 1 md par mois) ; allègement des conditions de versement de la prime Macron et doublement de son montant à l'étude (à EUR 2 000)
- *reports* (pour les entreprises et les indépendants) : charges fiscales et sociales payables en mars (EUR 32 mds) ; loyers, factures d'eau, de gaz et d'électricité (pour les plus petites entreprises en difficulté) ; échéances bancaires pendant 6 mois

- *garanties* : garantie de l'État sur les prêts de trésorerie octroyés entre le 16 mars et le 31 décembre (pour EUR 300 mds) ; réassurance publique sur les encours d'assurance-crédit (pour EUR 10 mds) ; augmentation de divers dispositifs d'assurance publique à destination des entreprises exportatrices.

Le plan de soutien porté par l'État totalise, au départ, EUR 45 mds, une enveloppe présentée comme un minimum. À ce soutien budgétaire et financier s'ajoutent les mesures au niveau européen, le soutien monétaire de la BCE et des assouplissements prudentiels pour le secteur bancaire visant à juguler le durcissement des conditions monétaires et financières et à assurer le bon financement de l'économie. Elles paraissent adaptées aux problèmes posés par la crise, elles doivent dorénavant prouver leur efficacité. L'effet amortisseur de la chute des prix du pétrole est d'un piètre secours dans l'immédiat mais constitue un facteur de soutien potentiel important pour l'après-crise.

■ La situation d'après-crise : quel profil de reprise ?

L'appréciation du profil de la reprise n'est pas moins difficile que l'estimation de l'ampleur du choc récessif provoqué par le Covid-19. La reprise en V (redémarrage de l'activité et retour à la normale et au niveau d'avant-crise rapides, c'est-à-dire d'ici la fin 2020) est le scénario espéré et il est du domaine du possible. Aussi brutal et généralisé soit-il, le choc économique provoqué par le Covid-19 est *a priori* temporaire et n'a pas les racines profondes de la crise financière de 2008. De plus, les réactions de politique économique ont été rapides et massives et continueront d'être à pied d'œuvre si besoin. L'économie pourrait s'en relever rapidement une fois le risque sanitaire écarté, mais toute la question est de savoir quand. D'ici là, plus la crise dure, plus la capacité d'un rebond rapide et global s'érode. Si l'on regarde la situation par secteurs d'activité, on ne peut pas dire « plus dure a été la chute, plus rapide sera la reprise ». Le tourisme, le transport aérien ou l'aéronautique, pour ne citer que ces trois exemples au cœur de l'économie française, mettront probablement longtemps avant de retrouver leur niveau d'avant-crise. Ensuite, parmi les dépenses de consommation, d'investissement non effectuées, nombre d'entre elles ne seront jamais rattrapées. Par ailleurs, à supposer que la demande soit au rendez-vous, l'offre le sera-t-elle ? Et réciproquement. Enfin, le retour de la confiance est un autre paramètre déterminant. Le scénario en V n'apparaît donc pas le plus probable ; un scénario en U, avec un temps de récupération plus long, paraît plus réaliste. Un scénario en L n'est pas à exclure, selon les séquelles, les effets d'hystérèse, les changements de comportement issus de cette crise.

En conclusion, d'après nos prévisions, le PIB français se contracterait de 3,1% en 2020 (moyenne annuelle cvs-cjo), une baisse plus importante qu'en 2009 (-2,8%), avant de rebondir de 5,4% en 2021. Il va sans dire que ces prévisions sont hautement incertaines et assorties d'un risque baissier.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

¹ https://www.insee.fr/fr/statistiques/fichier/version-html/4471804/Point_de_conjoncture_INSEE_26mars2020_7h30.pdf ; <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief65.pdf> ; https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=126_126496-evgsi2gmqj&title=Evaluating_the_initial_impact_of_COVID-19_containment_measures_on_economic_activity.

Italie

L'Italie en guerre contre le virus

Lorsque l'épidémie de Covid-19 a frappé l'Italie, l'économie se contractait déjà. Devant l'augmentation fulgurante du nombre de personnes infectées, le gouvernement a pris des mesures draconiennes, dont l'arrêt de toutes les activités économiques non essentielles et le placement de l'ensemble de la population en confinement. Les chocs d'offre et de demande induits vont entraîner une récession, qui devrait être profonde et durer au moins jusqu'au mois de juin. Malgré le puissant soutien des politiques budgétaire et monétaire, la croissance économique italienne devrait être amputée de quelques points de pourcentage sur l'ensemble de l'année 2020.

■ L'essoufflement de l'économie était déjà là

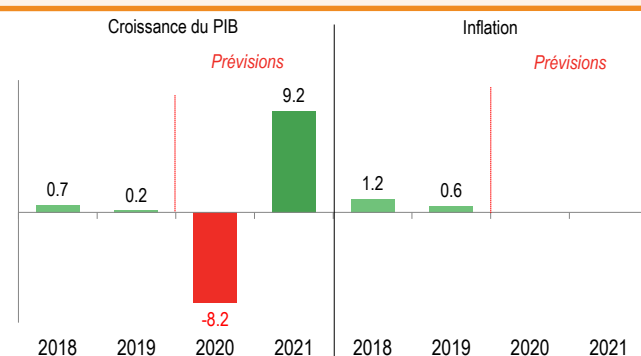
Alors que le Covid-19 s'abattait sur l'Italie, l'économie se contractait déjà. Au T4 2019, le PIB réel a reculé de 0,3 % (t/t), avec un taux de croissance annuel en repli à 0,1 %. La demande intérieure a été décevante. La consommation privée a légèrement faibli sous l'effet d'une évolution toujours aussi modérée du revenu des ménages. La situation sur le marché du travail a été contrastée. Le nombre d'heures travaillées a baissé, se maintenant bien en dessous du niveau de 2008. L'investissement a continué à stagner, les entreprises faisant toujours preuve d'une extrême prudence. La contribution des exportations nettes a été positive, les importations ayant fortement reculé, tandis que le déstockage a amputé la croissance totale de 0,7 point de pourcentage. Le report sur l'exercice 2020, dans l'hypothèse de l'absence d'augmentation trimestrielle du PIB, s'inscrit à -0,2 %.

■ La crise au plan régional et sectoriel

Depuis l'apparition, en Italie, du premier cas de Covid-19, le nombre de personnes infectées a connu une croissance exponentielle. En réaction à la crise sanitaire, le gouvernement italien a pris un certain nombre de mesures, qui sont allées jusqu'au confinement de l'ensemble de la population. Les Italiens ont l'interdiction de quitter leur domicile sauf cas d'urgence ou déplacements liés à l'exercice d'une activité professionnelle essentielle. Dans la première phase du confinement, les bars, restaurants, écoles, musées et tous les commerces, sauf les pharmacies et magasins d'alimentation, ont été fermés. Dans un deuxième temps, il a été décidé de mettre à l'arrêt toutes les activités de production, à l'exclusion de celles jugées nécessaires, comme les industries agro-alimentaires et pharmaceutiques et certains segments des secteurs de la métallurgie et des produits métalliques, des machines-outils et des équipements. Ces mesures ont eu un impact considérable sur l'économie. Les services, qui avaient soutenu l'économie italienne au cours des dernières années, permettant de regagner, en termes de valeur ajoutée, les pertes enregistrées au cours de la dernière récession, et compensé en partie le repli de l'industrie manufacturière, pâtissent aujourd'hui de la paralysie notable de l'activité. C'est, en particulier, le cas du tourisme, suite à l'interdiction des déplacements non essentiels et des rassemblements publics, et au fait que des mesures similaires ont été adoptées dans d'autres pays. Depuis la fin de la crise financière mondiale, le secteur du tourisme n'a cessé de croître, les dépenses des voyageurs étrangers augmentant de près de 50 % pour s'élever à EUR 42 mds, 7 % des exportations totales de biens et de services.

1- Croissance et inflation

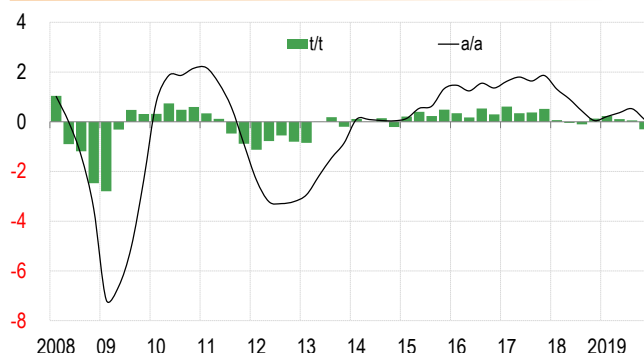
(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

2- PIB réel

(g.a., %)



Sources : BNL, calculs données Istat

Le nombre total de nuitées en Italie avait atteint 430 millions, un plus-haut historique.

La crise a eu également des répercussions négatives sur les hôtels et les restaurants, un secteur qui affichait auparavant une solide dynamique, occupant une place extrêmement importante dans l'économie. Au cours des dix dernières années, les ménages italiens ont profondément modifié leurs habitudes de consommation, dépensant davantage dans les restaurants et moins dans les magasins d'alimentation. Les dépenses privées en hôtels et restaurants ont grimpé, dépassant largement les EUR 110 mds, environ 10 % de la consommation annuelle totale.



Par rapport aux chiffres de 2008, l'emploi dans ce secteur a augmenté de près d'un tiers, contre une évolution tout juste modérée dans l'ensemble de l'économie, atteignant 1,7 million de personnes, avec une valeur ajoutée de EUR 65 mds.

L'effet des mesures restrictives sur le commerce de détail et le commerce de gros semble contrasté. Certains secteurs, comme l'industrie agro-alimentaire, bénéficient d'un accroissement de la demande, tandis que d'autres, comme l'habillement, souffrent d'un arrêt total de l'activité. En Italie, le secteur du commerce de détail et de gros dans son ensemble emploie plus de 3,7 millions de personnes, environ 15 % de l'emploi total, et apporte une contribution de près de 12 % à la valeur ajoutée.

Un déclin s'était amorcé dans l'industrie manufacturière italienne avant l'apparition du virus. Au cours des deux dernières années, la valeur ajoutée a diminué de près de 2 %, reculant de plus de 10 points de pourcentage en dessous du niveau de 2008. Le secteur manufacturier représente environ 17 % de l'ensemble de l'économie. La décision de mise à l'arrêt des activités non essentielles a impacté le secteur de la métallurgie et des produits métalliques, qui représente la part la plus élevée de l'industrie manufacturière totale, avec plus de EUR 40 mds de valeur ajoutée, ainsi que les secteurs des machines-outils et des transports. Le secteur des produits pharmaceutiques, dont le rôle est particulièrement important dans la période actuelle, avec moins de EUR 10 mds de valeur ajoutée, ne représente que 0,6 % de l'économie totale, un chiffre qui témoigne également d'une forte dépendance à l'égard des importations. Le renforcement de la demande semble aussi concerner le secteur des denrées alimentaires et des boissons, qui, en 2019, a enregistré EUR 30 mds de valeur ajoutée avec un effectif de près de 500 000 personnes.

D'un point de vue géographique, les régions les plus affectées par l'épidémie de Covid-19 sont celles de l'Italie septentrionale, les plus riches et les plus industrialisées du pays. En 2019, la Lombardie, la Vénétie et l'Emilie-Romagne réunies représentaient plus de la moitié des exportations totales, avec un chiffre d'affaires de près de EUR 260 mds, réalisé à l'international. Ces trois régions sont étroitement intégrées dans la chaîne d'approvisionnement européenne, fournissant des composants essentiels aux usines allemandes.

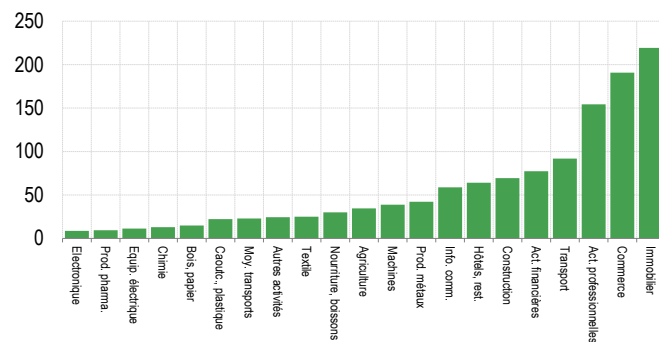
■ Une marge de manœuvre limitée face à la crise

Le gouvernement italien a approuvé le décret « Curaltalia », visant à faire face à la dégradation de la situation générale. Le montant total des mesures adoptées s'élève à EUR 25 mds, environ 1,5 % du PIB, dont EUR 3,5 mds pour renforcer le système de santé et financer le recrutement d'environ 20 000 professionnels de santé.

Le fonds de garantie des PME se verra allouer EUR 1,2 md pour faire bénéficier les prêts bancaires accordés aux PME de la garantie de l'État. La limite de la garantie accordée par le Fonds sera portée à EUR 5 millions, tandis que les procédures seront assouplies pour les garanties inférieures à EUR 3 000. Pour soutenir les exportations, le ministère de l'Économie accordera à l'Agence italienne de crédit à l'exportation une garantie visant à venir en aide aux secteurs les plus frappés par la crise.

3- TVA par secteurs

millions €, 2019



Sources : BNL, calculs données Istat

Concernant les PME, le remboursement des prêts et crédits hypothécaires est suspendu. Jusqu'au 30 septembre, les facilités de crédit révoquant (facilités de découvert) ne pourront être révoquées, tandis que la durée des prêts non amortissables, assortis d'une date d'échéance contractuelle, sera prolongée jusqu'au 30 septembre et le paiement de toute annuité, suspendu jusqu'à cette date.

Pour soutenir le marché du travail (emploi et travailleurs), le décret prévoit l'extension des prestations de chômage à toutes les entreprises, y compris les entreprises unipersonnelles, dont le coût total pour les finances publiques pourrait atteindre EUR 5 mds.

Le décret a également prévu le versement, en une seule fois en mars, d'une indemnité de 600 euros aux travailleurs indépendants, aux intérimaires et aux saisonniers, employés dans les secteurs du tourisme ou de l'agriculture (ayant totalisé au moins 50 jours de travail en 2019). En tout, les travailleurs éligibles représentent près de 5 millions de personnes et la mesure s'élève à EUR 2,8 mds.

Enfin, les entreprises et les ménages particulièrement affectés par la crise pourront bénéficier d'un report de la date limite de paiement des impôts et des cotisations sociales.

L'impact économique de l'épidémie de Covid-19 sera significatif quoique difficile à évaluer à ce stade, compte tenu de l'incertitude persistante entourant la durée de la crise sanitaire. La combinaison des chocs induits d'offre et de demande va provoquer une récession qui devrait être profonde et durer au moins jusqu'au mois de juin. Pour l'année 2020 dans son ensemble, et en dépit de l'important soutien des politiques budgétaire et monétaire, l'économie italienne devrait accuser un repli de quelques points de pourcentage. Si les mesures d'atténuation de la crise sont efficaces, l'activité économique pourrait revenir à une certaine normalité au cours du second semestre de 2020. La vigueur de la reprise dépendra également de la robustesse de la demande extérieure.

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli
simona.costagli@bnlmail.com



Espagne

Touchée de plein fouet par le Covid-19

Deuxième foyer de l'épidémie de Coronavirus en Europe, l'Espagne va subir une forte chute d'activité cette année. L'impact économique reste néanmoins, pour l'heure, difficile à quantifier. Le PIB devrait enregistrer une baisse de plus de 3% en 2020, avant de se redresser en 2021. La structure de l'économie espagnole – orientée vers les services et dotée d'une large proportion de PME – suggère que le choc économique sera plus marqué que dans d'autres pays industrialisés. Le chômage endémique risque de s'amplifier, laissant des traces durables sur la croissance à moyen terme. Néanmoins, l'amélioration des comptes publics (pré-coronavirus) et une situation politique plus stable offrent quelques marges de manœuvre au gouvernement pour faire face à la crise.

L'Espagne a été touchée de plein fouet par l'épidémie de Covid-19. Le pays était, à la fin du mois de mars, le deuxième foyer de contamination en Europe, après l'Italie. Le premier ministre Pedro Sanchez a annoncé des mesures budgétaires d'urgence conséquentes. Ainsi, EUR 200 mds (16,6% du PIB courant¹) seront mobilisés, principalement sous forme de garanties bancaires et de reports de charges pour les entreprises.² Un moratoire sur les remboursements d'emprunts pour les ménages les plus vulnérables a été mis en place également. En effet, l'activité économique pourrait se contracter de 3,3% en 2020, avant un rebond en 2021. La croissance est restée soutenue en 2019 (+2,0%), même si l'activité économique et le marché de l'emploi étaient en phase de ralentissement depuis l'été dernier.

■ L'Espagne est particulièrement vulnérable au choc du Covid-19...

La structure de l'économie espagnole rend le pays particulièrement fragile face au choc du coronavirus. En premier lieu, l'Espagne est composée, pour une large part, de PME, dont la trésorerie est par nature moins solide que celle des grandes entreprises. En effet, près d'un tiers (32,1%) de la valeur ajoutée brute du secteur non financier provient d'entreprises de moins de 20 employés. C'est bien au-dessus de la moyenne européenne (27,2 %, UE-27)³.

De plus, l'économie espagnole est fortement orientée vers le secteur des services. Ce secteur est composé, pour la majorité, d'activités dites « non essentielles » (tourisme, loisirs) et qui sont actuellement à l'arrêt. L'Espagne se place, là encore, dans la tranche haute de l'Union européenne, puisque les services représentent 74,2% de la valeur ajoutée totale, contre une moyenne de 73,0% au sein de l'UE.⁴

Enfin, l'Espagne continue de faire face à un chômage de masse. Bien qu'ayant baissé de façon significative depuis son pic de 2013 (26,2%, T2 2013), le taux de chômage s'établissait encore à 13,6% en février dernier. Même si l'activité économique repartait au

¹ Basé sur le PIB de 2018.

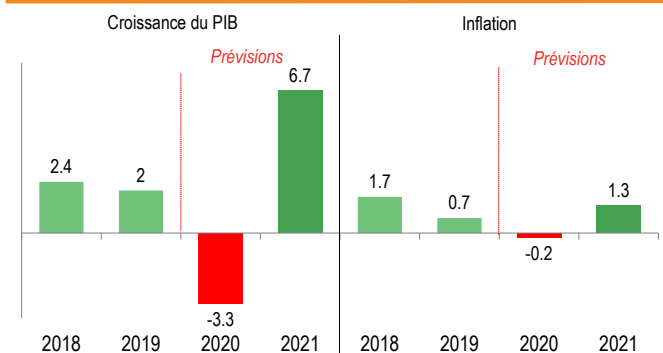
² EUR 117 mds sont fournis par l'État et EUR 83 mds par le secteur privé, principalement les banques. Le plan dévoilé le 24 mars stipule que l'État se porte garant à hauteur de 80% des crédits bancaires contractés par les PME et les travailleurs indépendants. Cette garantie est abaissée à 70% pour les entreprises de plus de 50 employés.

³ Données Eurostat pour 2017

⁴ Données Eurostat pour 2017

1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

deuxième semestre de 2020, les offres d'emplois prendront, selon toute vraisemblance, bien plus de temps à se rétablir, les entreprises devant d'abord assurer leur viabilité financière avant de réembaucher. Le chômage de long terme – qui a un impact bien plus profond sur les individus que le chômage de courte durée – pourrait donc s'accroître très fortement.

■ ... mais avec un niveau d'endettement plus bas qu'en 2009-2011

Il est néanmoins important de noter que le choc du coronavirus intervient dans un contexte fiscal plutôt favorable pour le gouvernement espagnol : le déficit public s'est fortement réduit depuis la sortie de récession de l'Espagne en 2013 ; le solde primaire espagnol enregistré alors un déficit de 3,6% de PIB.⁵

Les chiffres annuels finaux pour le compte des administrations publiques en 2019 ont été publiés le 31 mars. Le déficit primaire s'établissait à la fin de l'année dernière à 0,36% de PIB, ce qui correspond à une légère hausse par rapport à 2018 (le déficit était alors de 0,10% de PIB). Le solde structurel primaire de l'Espagne est, quant à lui, estimé en déficit de 0,8% de PIB en 2019.⁶ Le gouvernement disposait donc, avant l'annonce de son plan d'urgence, d'une marge de manœuvre budgétaire pour faire face à la chute de l'activité économique.

⁵ Solde qui exclut le paiement des intérêts sur la dette. Données de l'INE.

⁶ Le solde structurel primaire exclut l'impact du cycle conjoncturel, des dépenses ponctuelles, et des intérêts sur la dette dans la variation du solde budgétaire. Voir <https://ec.europa.eu/economyfinance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm>



L'économie espagnole dispose également d'une position financière moins « périlleuse » que durant la crise de 2008 et celle de la dette souveraine européenne en 2011. Si le ratio de la dette totale sur le PIB reste élevé, il a baissé de près de 30 points de PIB depuis le pic de T3 2014, pour s'établir à 267,3% en T3 2019. L'endettement privé (entreprises et ménages confondus) était à son plus bas niveau depuis le T3 2004 (voir graphique 2). Une partie de la baisse de l'endettement privé a été néanmoins transférée vers le secteur public. Ainsi, la dette publique s'élevait à 97,9% du PIB au T3 2019.⁷

■ Vers un retour de l'investissement public ?

Alors que les dépenses d'État vont augmenter très fortement en 2020, le rôle de l'investissement public comme soutien de la croissance économique pourrait reprendre une place importante dans le débat politique. En effet, l'investissement public en Espagne a stagné, même après la fin de la période de récession en 2013. La part de l'investissement public dans le PIB a considérablement chuté : elle s'établissait à 2,0% de PIB en 2019 contre un pic de 5,2% en 2009 (voir graphique 3). Cette baisse est le résultat de la politique de consolidation budgétaire menée par le précédent gouvernement de Mariano Rajoy, après une période de surinvestissement, notamment dans le secteur immobilier.

Une fois la crise sanitaire passée, le « gel » de l'investissement public pourrait être légitimement remis en cause. Tout d'abord, dans la santé, où la FBCF atteignait 0,8% de PIB (2017).⁸ Plus généralement, les investissements publics ciblés, qui soutiennent l'innovation et accroissent la productivité, restent un moteur important de la croissance économique.

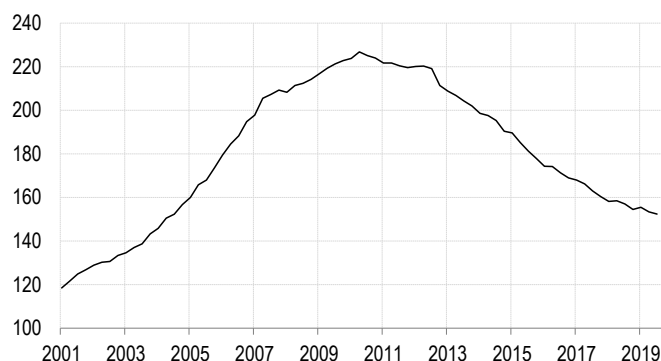
■ Des tensions politiques en veille, pour l'heure

Avec la crise du coronavirus, les divisions politiques qui secouent l'Espagne depuis plusieurs années ont été reléguées au second plan. Le gouvernement a reçu l'aval quasi-unanime du Congrès pour prolonger l'état d'urgence jusqu'au 12 avril. Il est toutefois à noter que le gouvernement de coalition avait réalisé quelques avancées notables en amont de la crise : le budget initial pour 2020 avait été validé par le Congrès à la fin du mois de février (budget qui a donc été nettement remanié depuis). Pour rappel, ce budget prévoyait, entre autres choses, une hausse du salaire minimum mensuel de 5,5%, à 950 euros, après une augmentation significative de 22% en 2019. L'objectif est de porter le salaire minimum à 60% du salaire moyen à la fin de la mandature actuelle en 2023.

Néanmoins, une fois la crise sanitaire passée, le premier ministre Pedro Sanchez restera sous pression. Le parti socialiste (PSOE) possède 120 sièges au Congrès.

2- Endettement privé

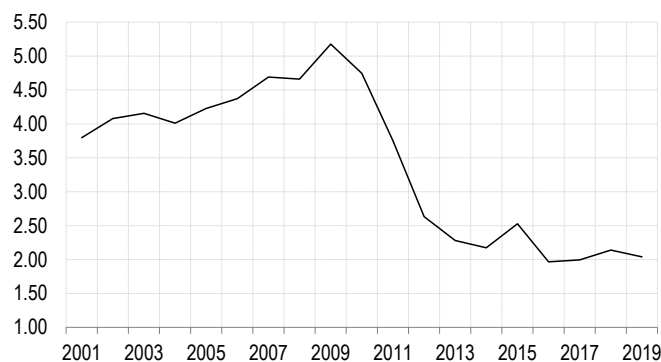
Dette du secteur privé non-financier (% du PIB)



Source : BRI

3- Investissement public

FBCF (% du PIB)



Source : ministère des Finances espagnol

Pour maintenir une majorité au Congrès, il doit négocier avec le Parti Séparatiste Catalan (ERC ; 13 sièges) et s'entendre avec son partenaire de coalition Podemos (35 sièges). Ce dernier souhaite ardemment revenir sur certaines réformes relatives au code du travail, mises en place par le précédent gouvernement de Mariano Rajoy. En particulier, Podemos souhaite réinstaurer des accords de branches en lieu et place des accords d'entreprises, qui ont été privilégiés ces dernières années. L'ERC demande, quant à lui, un référendum sur l'indépendance de la Catalogne et une amnistie de certains leaders séparatistes.

Certains opposants politiques (Partido Popular), et même la Banque d'Espagne⁹, craignent que ces réformes du code du travail aient, *in fine*, un impact négatif sur la compétitivité des entreprises et freinent la croissance économique du pays.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

⁷ Données de la Banque des règlements Internationaux.

⁸ Ce chiffre est au-dessus de la moyenne de l'OCDE (0,5%) mais en dessous d'autres pays européens comme l'Allemagne (1,1%), la Belgique (0,9%) ou les Pays-Bas (0,9%). Données de l'OCDE.

⁹ Spain's central bank urges government to stick with labour reform, *Financial Times*, 4 février 2020.



Pays-Bas

Plan d'urgence pour protéger les emplois et les entreprises

Après la mise en confinement restreint des Pays-Bas, la confiance des chefs d'entreprises s'est effondrée. Afin de limiter les répercussions sur l'économie, le gouvernement a annoncé un plan complet de mesures visant à protéger les emplois et les entreprises. Le pays bénéficie, en effet, d'une position budgétaire favorable, qui lui confère une puissance de feu suffisante. Quoi qu'il en soit, chaque mois de confinement pourrait amputer la croissance du PIB d'environ 2 points. En cas de redressement rapide de l'économie néerlandaise, le repli du PIB pourrait être contenu aux environs de 3,5 % en 2020.

■ La confiance plonge en mars

Suite à l'épidémie de coronavirus, le climat économique s'est sérieusement dégradé. La confiance des chefs d'entreprises s'est effondrée en mars, ces derniers anticipant une forte baisse de l'activité. En particulier, les secteurs orientés vers la consommation, comme le commerce de détail, l'hôtellerie et le voyage ont fait état d'une détérioration notable du climat des affaires. Dans le secteur manufacturier, les entreprises continuent de signaler des carnets de commandes bien remplis ainsi qu'un niveau bas des stocks de produits finis. Cependant, ces signaux positifs vont probablement disparaître avec l'entrée du pays en confinement.

■ Un plan d'urgence

Le gouvernement a pris une série de mesures en faveur des salariés, des indépendants et des entreprises. Pour préserver les revenus des salariés, un régime d'une durée de trois mois a été annoncé. Les entreprises, qui s'attendent à une baisse d'au moins 20 % de leur chiffre d'affaires, pourront ainsi demander une subvention allant jusqu'à 90 % des salaires versés au personnel permanent ou aux intérimaires, à la condition de ne procéder à aucun licenciement. Les travailleurs indépendants pourront percevoir une aide pouvant aller jusqu'à EUR 1 500 par mois.

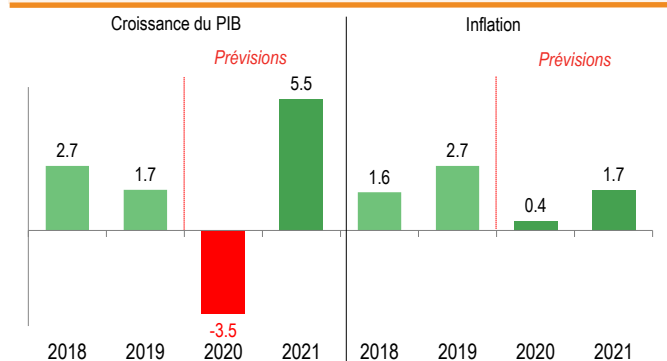
Pour éviter les problèmes de liquidité, les entreprises qui auront du mal à obtenir un prêt ou une garantie auprès d'un établissement de crédit pourront bénéficier de la garantie de l'État. Les jeunes entreprises se verront accorder un moratoire de six mois sur le remboursement de leur crédit. De plus, les sociétés pourront demander un report de paiement de l'impôt.

Les coûts budgétaires du plan d'urgence sont considérables, de l'ordre de EUR 10 à 20 mds par trimestre. Selon les estimations du gouvernement, le coût du dispositif de chômage partiel pourrait déjà s'élever en soi à EUR 10 mds, si 25 % des employeurs y recouraient pour 45 % de la masse salariale sur une durée de trois mois, un coût abordable même si la crise dure plusieurs trimestres. En 2019, l'excédent budgétaire s'est élevé à EUR 14 mds (1,7 % du PIB) et la dette publique se montait à peine à 48,6 % du PIB.

En raison de la crise, la dette publique va rapidement augmenter dans les prochains mois : les recettes fiscales vont, en effet, diminuer tandis que les prestations de sécurité sociale sont appelées à augmenter. De plus, l'État pourrait avoir à renforcer sa participation dans les sociétés en difficulté. Les finances publiques sont heureusement en bonne santé. Le principal problème pourrait venir de la mise en œuvre, dans de bonnes conditions d'efficacité,

1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

des garanties de prêt et autres mesures de soutien au cours des prochains trimestres.

■ Les baisses de production pourraient être importantes

Suite au confinement, l'activité devrait se contracter dans bon nombre de secteurs. Cette mesure affecte, en particulier, les secteurs des services, comme l'hôtellerie, le tourisme et les services à la personne. D'autres secteurs, comme l'industrie manufacturière, pourraient être touchés en raison de la rupture des chaînes d'approvisionnement et de l'effondrement de la demande. Selon les estimations du Bureau central du Plan (CPB), en cas de confinement d'une durée de trois mois, l'activité économique pourrait accusé un repli de 10 % à 15 % au T2. Dans ce scénario, la croissance du PIB se contracterait de 1,2 % en 2020, contre une progression de 1,4 %, selon les estimations de début mars. Le déficit public s'élèverait à 1,3 % du PIB, alors que le CPB prévoyait auparavant un excédent de 1,1 % du PIB.

Le CPB pourrait avoir sensiblement sous-estimé les conséquences économiques du confinement. Selon les estimations de l'OCDE, chaque mois de confinement pourra amputer la croissance du PIB d'environ 2 points. En cas de confinement restreint d'une durée de presque deux mois et de redressement rapide, le PIB pourrait enregistrer une contraction de près de 3,5 % en 2020, ce qui en ferait la récession la plus sévère depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



Belgique

Action gouvernementale résolue pour soutenir l'économie

Sous l'effet de l'épidémie de Covid-19, nos prévisions de croissance reculent de cinq points de pourcentage, à -3,5 % pour 2020, malgré l'action engagée par les pouvoirs publics pour atténuer son impact. La plupart des secteurs sont lourdement frappés, notamment la construction et l'immobilier. La Première ministre, Sophie Wilmès, s'est vue accorder des pouvoirs spéciaux par une « coalition Corona ». Un répit bienvenu, bien que temporaire, dans une situation de blocage des négociations en vue de la formation d'un nouveau gouvernement.

■ La plupart des secteurs de l'économie à la peine

Sans encore pouvoir mesurer l'ampleur de l'impact du Covid-19 sur l'économie mondiale, l'essoufflement de la croissance belge était prévisible : le ralentissement de l'activité internationale ne pouvait, en effet, avoir que des effets négatifs sur la croissance de cette petite économie ouverte. Les solides créations d'emplois enregistrées sous le gouvernement Michel-I ont durablement stimulé la consommation privée, et la croissance de l'investissement s'est de nouveau redressée au cours du T4 2019. Pour 2020, la dépense publique devait constituer un levier majeur, avec une priorité forte accordée aux grands projets d'infrastructure, comme celui d'Oosterweel, projet autoroutier ceinturant la ville d'Anvers.

Nous avons largement souligné, dans de précédentes publications, le rôle du gouvernement dans le soutien à la croissance économique. Son impact réel sur l'activité intérieure sera crucial dans les prochains mois. Des mesures prévoyant une hausse de l'indemnisation des travailleurs au chômage partiel et le report du paiement de l'impôt pour les entreprises ont été adoptées. Les négociations portant sur un programme de EUR 50 mds, engagées par le gouvernement, les grandes banques et la Banque nationale de Belgique, devraient aboutir dans les prochains jours.

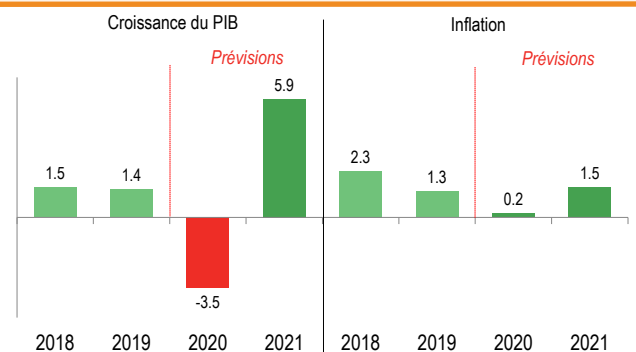
Pour autant, la chute prévue du PIB à -3,5 % est la plus importante jamais enregistrée depuis la Deuxième Guerre mondiale. Et encore ces prévisions tiennent-elles compte des mesures actuellement adoptées en faveur des ménages et des entreprises.

Pour évaluer l'impact attendu de l'épidémie de Covid-19 et les bouleversements qui s'ensuivent, nous avons renoncé à l'approche « dépenses » traditionnelle pour calculer le PIB total, pour privilégier l'approche « production », cadre permettant de mieux appréhender les variations de la valeur ajoutée au niveau sectoriel.

L'analyse montre que la plupart des secteurs économiques seront en difficulté dans les prochaines semaines et les prochains mois, sauf exceptions notables comme le secteur de la santé. En Belgique, le freinage le plus important de l'activité est attendu dans le secteur de la construction et des activités immobilières. Dans le premier, la nature même du travail est incompatible avec les mesures de distanciation sociale strictes nécessaires. Quant à la Fédération des agents immobiliers, elle a récemment soutenu une décision du gouvernement portant sur l'interdiction des visites de biens immobiliers par des acquéreurs potentiels.

Le confinement a, de toute évidence, des conséquences négatives sur la demande dans tous les secteurs, mais l'offre est aussi impactée. Selon Nathalie Muylle, ministre du Travail, de l'Economie et de la Consommation, au moins un million de travailleurs (20 % des actifs) sont actuellement en chômage partiel.

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Source : BNP Paribas Global Markets

Dans le cadre du dispositif mis en place, ces travailleurs sont éligibles au versement d'une indemnité à hauteur de 70 % de leur salaire normal, sous réserve de certaines limites. De plus, l'accent a été mis sur le télétravail. D'après les données relatives à l'année 2017, environ 17 % des salariés travaillent régulièrement depuis chez eux, ceux de la fonction publique bien plus que leurs homologues du secteur privé. Cependant, en raison de la fermeture des écoles et des crèches, sauf pour les enfants dont les parents exercent une profession jugée essentielle, le télétravail représenterait près de 50 % aujourd'hui.

■ Finances publiques

Au moment de l'apparition du virus Covid-19 en Europe, la Belgique était dans l'impasse, et ce depuis les élections de mai 2019. Depuis, la Première ministre, Sophie Wilmès, à la tête d'un gouvernement minoritaire au parlement après le départ de Charles Michel, actuel président du Conseil européen, a obtenu la confiance de tous les partis (sauf deux), représentés au Parlement fédéral, pour exercer un mandat « corona ». La Première ministre et les membres de son gouvernement sont ainsi autorisés, en théorie, à lutter contre la crise actuelle sans avoir à consulter régulièrement le Parlement.

La détérioration des finances publiques était déjà à l'œuvre en 2019, le déficit s'étant de nouveau creusé depuis le plus bas de l'après-crise, à 0,7 %, en 2017 et 2018. Une étude récente de la Banque nationale de Belgique examine l'effet possible d'importants chocs du PIB sur le déficit de plusieurs pays européens. Il ressort de cette analyse que les puissants stabilisateurs automatiques constituent la principale explication de la forte sensibilité budgétaire de la Belgique, au deuxième rang juste après la France. Le déficit budgétaire pour l'année 2020 pourrait se creuser encore de 4 % pour atteindre 7 %, selon les estimations. Mais, la Belgique sera loin d'être le plus mauvais élève de la classe.

Arne Maes arne.maes@bnpparibasfortis.com

Portugal

Rattrapé par la crise

En 2019, après un ralentissement somme toute limité, la croissance du PIB portugais s'était finalement établie dans la fourchette haute des attentes, à 2,2%. L'épidémie de coronavirus va faire disparaître ces performances enviables, mettre toute une partie de l'économie à l'arrêt et plonger le pays dans une récession majeure au cours des prochaines semaines. Dans la ligne de ses homologues européens, le gouvernement Costa met progressivement en place une série de mesures qui visent à préserver le tissu économique le temps du choc et préserver les capacités de reprise.

Au moment où l'épidémie de coronavirus l'a rattrapée, l'économie portugaise était déjà en train de ralentir, progressivement mais fermement. En effet, si le rebond du PIB au T4 2019 a incontestablement surpris (+0,7% t/t après +0,3% au T3), sa composition, plus que médiocre, a confirmé les signes d'essoufflement apparus dès l'automne et la détérioration du climat des affaires. Porté par un rebond des exportations vigoureux (mais qui sera très certainement de courte durée), le trimestre a en effet surtout été marqué par la stagnation de la consommation privée, le repli des investissements et un déstockage massif, amplifiant la tendance au ralentissement de la demande intérieure qui s'était progressivement installé en cours d'année.

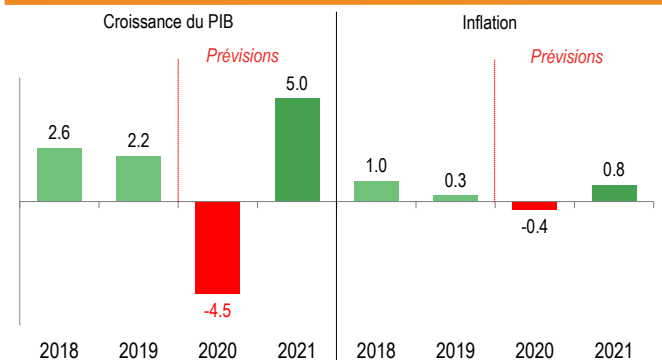
L'épidémie de coronavirus a atteint le Portugal avec un certain retard, et se révélait, à la fin du mois de mars, nettement moins avancée que chez ses principaux voisins (Espagne, France, Italie). Elle est néanmoins appelée à s'amplifier dans les prochaines semaines, même si ce décalage a permis au gouvernement de Lisbonne de prendre des décisions précoces. Après la fermeture des établissements scolaires et de certains lieux publics, l'État d'urgence a été décrété dans tout le pays à compter du 20 mars, impliquant des mesures de confinement quasiment identiques à celles vues en France. En outre, la frontière avec l'Espagne, où l'épidémie fait rage, a été fermée (sauf pour les transports de marchandises et les travailleurs transfrontaliers), et l'ensemble des liaisons aériennes, maritimes et fluviales sont suspendues.

Comme les autres économies d'Europe, le Portugal va maintenant devoir faire face, au cours des prochains mois, à une récession majeure, vraisemblablement centrée sur le second trimestre, et suivie d'un rebond dont il est pour l'instant aussi très difficile d'estimer la date et l'ampleur. À ce stade, où nos estimations s'approchent davantage d'ordres de grandeur que de véritables prévisions, il nous semble que l'effondrement de l'activité pourrait être de l'ordre de 10% au moins en rythme trimestriel au T2, le repli du PIB pour l'ensemble de l'année s'établissant entre 4% et 5% en 2020.

Il faut en particulier s'attendre à ce que le confinement sanitaire s'accompagne d'un effondrement majeur du volume des activités dans les services, services aux particuliers, commerce, hôtellerie et restauration. L'impact pourrait être de moindre ampleur dans les autres secteurs d'activité (services aux entreprises, construction, industrie), tout en restant important. Au Portugal, le poids important des activités de transport international de marchandises et celui du tourisme sont des points faibles supplémentaires. L'activité du tourisme international et des voyages, dont le poids a plus que

1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

doublé ces dix dernières années et qui atteint désormais plus de 8% du PIB devrait être particulièrement et durablement touchée.

Outre les dépenses proprement liées à la crise sanitaire, le gouvernement met en place une série de mesures visant à amortir le plus possible les conséquences de l'interruption des activités sur l'emploi et la solvabilité des entreprises, pour favoriser la reprise le moment venu. De fait, la forte densité de petites et moyennes entreprises dans le tissu économique portugais implique de veiller particulièrement à limiter la destruction des capacités productives.

Dans ce cadre, le programme du gouvernement comporte pour l'instant quatre volets : de larges mesures de subvention du chômage partiel permettant le maintien, à hauteur des deux tiers, du salaire dans les secteurs d'activité les plus touchés ; des reports de paiements des impôts et cotisations sociales ; un moratoire (capital et intérêts) sur certains crédits bancaires accordés aux ménages (résidentiel) et aux entreprises ; l'ouverture par les banques de lignes de crédits aux entreprises garanties par l'État. Initialement évalué à EUR 9,2 mds (dont 3 mds de garanties), le coût de ces mesures, et de celles qui viendront probablement les compléter, va certainement s'accroître dans les prochaines semaines.

Même si sa dette publique reste très élevée (un peu moins de 120% du PIB), le pays aborde cette crise avec un solde des finances publiques solide, puisqu'il a finalement atteint un excédent budgétaire dès 2019 (0,2% du PIB), alors que c'était son objectif pour 2020. Les marges de manœuvre reconstituées avec sérieux ces dernières années vont devoir servir dès maintenant.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com



Royaume-Uni

Dans l'épreuve

Aujourd'hui répandue mondialement, l'épidémie de coronavirus s'est déclarée relativement tard au Royaume-Uni, et n'a pas donné lieu à des mesures de protection immédiates. Après avoir opté pour une stratégie d'« immunité collective », le gouvernement de Boris Johnson a finalement décidé, le 24 mars, d'un confinement à l'échelle nationale. Comme en Italie, en France ou plus généralement en Europe continentale, les mouvements et rapprochements de personnes sont désormais limités outre-Manche. La maladie progresse, quant à elle, à un rythme rapide, comparable à celui observé dans les pays les plus touchés. Face aux risques, sanitaires et économiques, qu'elle représente, les autorités monétaires et gouvernementales ont décidé de mesures de soutien exceptionnelles.

La population comme l'économie du Royaume-Uni ne seront pas plus épargnées que d'autres par l'épidémie de coronavirus. Arrivée assez tard sur le territoire britannique (23 cas confirmés le 29 février 2020 contre déjà une centaine en France et plus d'un millier en Italie) celle-ci n'a pas donné lieu à des mesures de protection immédiates. Le gouvernement de Boris Johnson a d'abord privilégié la stratégie « d'immunité collective », avant d'opter finalement, le 24 mars dernier, pour un confinement à l'échelle nationale. Au moment d'écrire ces lignes (le 3 avril 2020) la plupart des lieux publics (écoles, restaurants, pubs, clubs de sport, etc.) et commerces non essentiels étaient fermés, tandis que la limitation des déplacements s'imposait à la population. La maladie progressait, quant à elle, rapidement (environ 6 000 cas supplémentaires par jour), le Royaume-Uni déplorant 4 300 décès liés au Covid-19.

L'activité montrait, quant à elle, ses premiers signes de décrochage. En mars, l'indice des directeurs d'achats (PMI) est tombé à 37,1, un point bas jamais mesuré jusqu'ici, même durant la crise financière de 2008. Le PIB britannique avait alors enregistré une baisse plus marquée qu'en Europe ou en France¹, ce qui peut s'expliquer à la fois par la faiblesse des stabilisateurs automatiques (transferts publics) et l'importance des effets de richesses, dans un pays qui reste une place financière de premier plan.

■ Un engagement budgétaire important, qui passe essentiellement par des prêts garantis

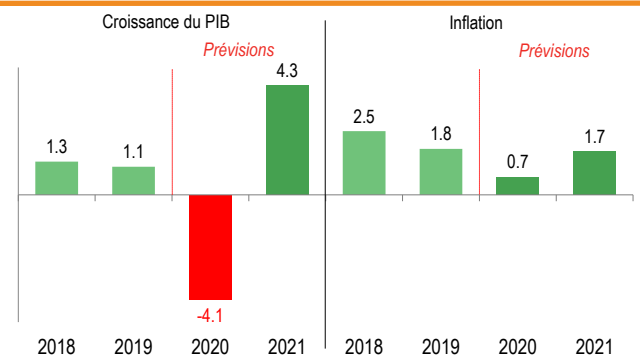
Réputé de bonne qualité et considéré comme « trésor national », le système national de santé britannique (NHS) ne se présente pas moins affaibli face à l'épidémie. Si la gratuité de ses soins a pu être maintenue jusqu'ici, les dépenses publiques qui lui sont consacrées, en particulier les dotations en capital, ont été fortement contraintes depuis une dizaine d'années. Leur poids dans le PIB a régulièrement baissé jusqu'en 2017, avant que Theresa May apporte une correction de cap². Aujourd'hui, le pays est loin d'être le mieux positionné en termes d'équipements et de personnels de santé (2,57 lits d'hôpitaux en moyenne pour 1 000 habitants, soit un taux plutôt bas dans l'OCDE, cf. graphique 2).

Les mesures budgétaires de lutte contre les effets de l'épidémie présentées le 11 mars par le chancelier de l'Echiquier, Rishi Sunak,

¹ Entre le premier trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009, la baisse du PIB britannique a été de 6%, contre 3,9% en France et 5,6% en moyenne dans l'Union européenne. Source : Eurostat.

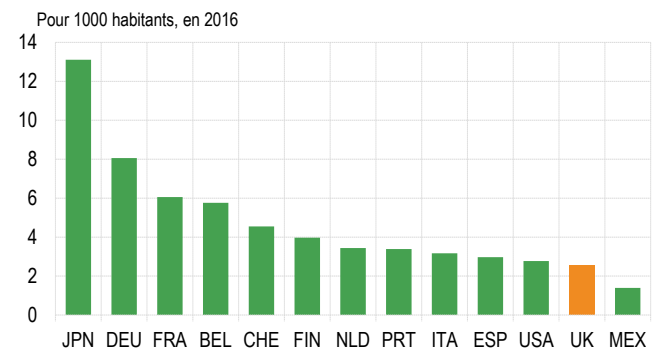
² Cf. Office for Budget Responsibility, *Fiscal sustainability and public spending on health*, September 2016.

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Source : BNPP, prévisions intermédiaires (avant publication du scénario révisé par Global Markets)

2- Lits d'hopitaux



Source : OCDE

3- Les mesures de soutien budgétaire (GBP mds)

Prêts garantis	330
- Aux grandes entreprises (CCFF*)	n.s
- Aux petites et moyennes entreprises (BILS**)	n.s
Transferts directs, baisses et reports de charges	39
- Aux entreprises	27
- Aux organismes sociaux (dont NHS)	12
TOTAL	370

* Covid Corporate Financing Facility ** Business Interruption Loan Scheme

Sources : Gouvernement, FMI, Presse



prévoient une enveloppe de GBP 5 mds pour le NHS (4% des dépenses annuelles), ce qui peut paraître peu eu égard à l'ampleur de la crise. En réalité, l'effort gouvernemental porte essentiellement sur des prêts de trésorerie garantis aux entreprises subissant des pertes d'activité (cf. tableau 3). Le 17 mars dernier, M. Sunak annonçait que leur montant total pourrait atteindre GBP 330 mds, soit 15% du PIB. Bien que sa répartition ne soit pas précisée (elle dépendra de l'ampleur comme de la diffusion de la crise), l'essentiel de l'enveloppe ira aux grandes entreprises via le *Covid Corporate Financing Facility* (CCFF), un programme d'achat de papier commercial ouvert pour 12 mois et opéré par la Banque d'Angleterre (BoE). Les titres éligibles (d'un montant minimum de GBP 1 million et couvrant des maturités allant de 1 semaine à 12 mois) devront avoir été émis par des sociétés « apportant une contribution significative à l'économie » et notées *investment grade* en date du 1^{er} mars 2020³.

Les petites et moyennes entreprises déclarant jusqu'à GBP 41 millions de chiffre d'affaires annuel bénéficieront, quant à elles, du *Business Interruption Loan Scheme* (BILS), un système de prêts distribués par les banques pouvant aller jusqu'à un montant unitaire GBP 5 millions. Le Trésor britannique se portera garant de 80% de l'encours et couvrira les six premiers mois de charges d'intérêts.

Pour compléter le dispositif, le gouvernement prévoit enfin, pour les entreprises, des apports directs de trésorerie (*cash grants*) ainsi que des reports de charges, pour un montant total « d'au moins » GBP 20 mds (GBP 27 mds selon le comptage du FMI).

■ Large soutien monétaire

Comme partout ailleurs dans le monde, l'effort budgétaire se double d'un soutien monétaire d'ampleur inédite. Depuis le 11 mars, les taux d'intérêt directeurs de la BoE sont maintenus au voisinage de zéro, des apports exceptionnels de liquidité, en sterling comme en dollar, alimentent le système financier, le rythme des rachats d'actifs (*quantitative easing*) est augmenté (cf. encadré ci-contre). Lors de son dernier comité de politique monétaire régulier, le 25 mars 2020, la BoE n'a pas pris de nouvelle mesure mais s'est dite prête à accroître ses achats d'actifs si nécessaire et a assuré de sa vigilance quant à l'application des mesures mises en place afin de garantir leur bonne transmission à l'économie réelle.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

4- La Banque d'Angleterre emploie les grands moyens

Le mandat de Mark Carney à la tête de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a pris fin le 16 mars dernier, après avoir été prolongé pour faire face à d'éventuelles complications liées au Brexit. La politique monétaire de la BoE était alors globalement inchangée depuis plusieurs mois avec notamment un programme d'achat d'actifs lancé en 2009 et plafonné à GBP 445 mds, ainsi qu'un taux directeur relevé jusqu'à 0,75% en août 2018 et maintenu à ce niveau malgré les velléités répétées depuis novembre 2019 de deux des membres du comité de politique monétaire de l'abaisser à 0,5%.

Face à la crise liée à l'épidémie du Covid-19, la BoE a réagi relativement rapidement et avec force lors de comités de politique monétaire exceptionnels les 11 et 19 mars. Le taux directeur a ainsi été abaissé à 0,25%, puis à 0,10%. Le programme d'achat d'actifs augmenté de GBP 200 mds, dont GBP 10 mds de titres privés. Le programme de refinancement à long terme relancé avec une attention particulière accordée aux petites et moyennes entreprises (PME) (Term Funding Scheme Small and Medium Enterprises - TFSME). Prévu pour s'étendre sur 12 mois, le TFSME est conçu pour mettre à disposition de l'économie réelle des fonds équivalant à 10% de l'encours à date pour un horizon de 4 ans et à taux bonifiés. Le matelas contra cyclique de fonds propres bancaires applicable aux expositions britanniques a été ramené de 1% à 0% pour douze mois avec effet immédiat, libérant des fonds propres pour un montant équivalant à jusqu'à GBP 190 mds de financements potentiels selon les estimations de la BoE.

Un accord a, en outre, été conclu avec la Fed pour améliorer la fourniture de liquidités par le biais des accords de swap de liquidité en dollars américains. En pratique, le taux en vigueur pour ce type de financement est baissé de 25 points de base dès le 16 mars. Le 18 mars, la BoE annonçait avoir déjà accordé GBP 12 mds de financement de ce type. Le 24 mars, elle a, de plus, activé la facilité de mise en pension à terme (CTRF) qui consiste en une amélioration temporaire de ses facilités d'assurance de liquidité en livres sterling.

La BoE prévoit enfin d'adapter le calendrier et l'application de certaines mesures prudentielles. Les stress tests devant être effectués en 2020 sont annulés - ceux réalisés au titre de 2019 avaient été jugés satisfaisants par la BoE, et l'analyse du scénario exploratoire biennal, consacré à la liquidité et au changement climatique, reportée. La BoE s'est en outre exprimée en faveur d'une application souple des règles de classification des crédits dans le cadre d'IFRS 9, de sorte que la prolongation des délais de remboursement des prêts, imposée/encouragée (selon le caractère coercitif) par les autorités, ne se traduise pas automatiquement par un enregistrement des dossiers concernés en phase 2 - ce qui impliquerait un provisionnement accru par les banques. La BoE a également décidé de reporter d'un an la mise en œuvre des propositions relatives à l'estimation de la définition du défaut, de la probabilité de défaut et de la perte en cas de défaut, ainsi que le passage aux modèles IRB « hybrides » dans le cadre de la finalisation de Bâle III. Le Comité de Bâle a depuis lors émis une recommandation en ce sens.

Laure Baquero

³ À noter que la BoE disposera d'une marge d'appréciation quant à ces critères, notamment si ces derniers devaient s'avérer trop sélectifs. Cf. Financial Times, *Loan guarantees: what funding will be available to UK businesses?*, March 20 2020.



Suède

Résistante mais pas épargnée

Alors que le ralentissement de l'économie était avéré en 2019, le choc constitué par l'épidémie mondiale de coronavirus fera très probablement basculer la Suède en récession en 2020. La baisse de la demande mondiale, notamment celle de l'Union européenne et de la Chine, se traduira par une chute des exportations et un grippage temporaire des circuits de production. L'investissement ainsi que la consommation seront touchés. La Banque centrale a adopté des mesures de soutien inédites, tandis que le gouvernement emploie ses marges de manœuvre financières au service d'une politique budgétaire de soutien à l'emploi et aux entreprises.

En 2019, le taux de croissance de l'économie suédoise est tombé à 1,3%, son niveau le plus bas depuis 2013. Les conséquences économiques du Covid-19 s'ajoutent au ralentissement déjà en cours et devraient probablement faire basculer la Suède en récession en 2020, en dépit de prévisions officielles de croissance encore positives (+0,8% d'après Magdalena Andersson, ministre de l'Économie).

■ La demande faiblit

Alors que les exportations représentent 45,6% du PIB suédois, l'économie pâtira du ralentissement du commerce mondial induit par le Covid-19. Les exportations suédoises baisseront au premier semestre de 2020 en raison de la congestion de la demande chez les principaux partenaires commerciaux du pays, Chine et Union européenne¹.

Les effets du Covid-19 affecteront les chaînes de production des entreprises, en Suède comme à l'étranger, entraînant un déclin de l'investissement privé. À titre d'exemple, 90% des dirigeants d'entreprises suédoises implantées en Chine prévoient une chute de leurs ventes en 2020.

La Suède n'est pas aujourd'hui la plus touchée par la maladie (elle déplorait 180 victimes du Covid-19 au moment d'écrire ces lignes soit, proportionnellement à sa population, 12 fois moins que l'Italie) et n'a pas eu à s'imposer de strictes mesures de confinement. Aussi peut-elle espérer une relative résistance de la dépense des ménages. Des facteurs négatifs (hausse du chômage², épargne de précaution) pèseront tout de même, si bien que la consommation privée pourrait, au mieux, stagner en 2020, après avoir progressé de 1,2% en 2019. Enfin, après avoir chuté de 8% en 2019, l'investissement résidentiel pourrait se stabiliser à un point bas³ du fait de la résorption de l'excès de stock de logements disponibles à la vente.

Jean-Luc Proutat et Kenza Charef (alternante)

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

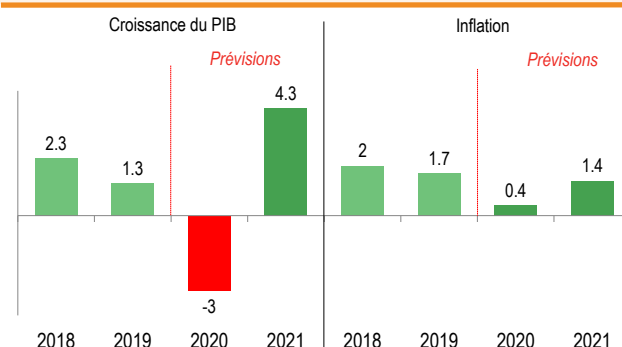
¹ Les exportations suédoises à destination des pays de l'Union européenne et de la Chine représentent respectivement 58,3 et 5% du total.

² La progression du chômage est déjà inquiétante sur les premiers mois de 2020 puisqu'il a atteint 8,2% en février contre 6% en décembre 2019.

³ Il devrait atteindre son plus bas niveau en 2020 en s'inscrivant sous la barre des SEK 200 mds, seuil qui n'avait pas été atteint depuis 2015 (198 milliards).

1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Mesures de soutien à l'économie

- **Politique monétaire.** Pour protéger la valeur de la couronne suédoise et soutenir l'économie, la Riksbank a annoncé des mesures exceptionnelles de rachat de SEK 300 mds de titres pour l'année 2020 (obligations émises par l'État et les collectivités locales, obligations sécurisées).

Le 23 mars, la Banque centrale a également autorisé les prêts en dollars américains pour assurer l'approvisionnement continu de la devise, la plus importante pour les entreprises suédoises. Elle n'est néanmoins pas revenue sur sa décision de maintenir un taux de repo à 0% pour toute l'année 2020.

- **Politique budgétaire.** Le 16 mars, le gouvernement suédois a annoncé le lancement d'un ensemble de mesures représentant SEK 300 mds (6% du PIB), incluant la couverture du coût de tous les arrêts maladie sur avril et mai ainsi que la possibilité pour les entreprises de reporter le paiement de leurs impôts et de la TVA (de manière rétroactive sur toute l'année 2020). Le Debt office est par ailleurs autorisé à apporter une garantie d'État (jusqu'à 70% des encours) pour des prêts bancaires aux entreprises financièrement touchées par le coronavirus. Les prêts garantis seront d'un montant maximal de SEK 75 millions et visent notamment à soutenir les compagnies aériennes.

Sources : gouvernement, Banque centrale



Norvège

L'autre choc

L'épidémie de coronavirus et ses conséquences induites sur les prix du pétrole, en chute libre, entraineront une contraction de l'économie norvégienne en 2020. Les exportations, qui représentent 41% du PIB, devraient être les premières touchées. La Banque centrale (Norges Bank), qui a abaissé son taux directeur au voisinage de zéro et augmenté considérablement ses prêts en couronnes et dollars, approvisionne l'économie en liquidités et soutient la monnaie. Les mesures budgétaires du gouvernement visent, quant à elles, à amortir le choc subi par les entreprises et les ménages.

Déjà ralentie en 2019, la croissance norvégienne devrait basculer en territoire négatif en 2020 du fait de la diffusion de l'épidémie de coronavirus et de ses conséquences induites sur l'économie et la demande mondiale de pétrole.

■ Exportations en berne et premières mesures de confinement

Les exportations de biens et services dans le secteur de l'énergie représentent une part importante du PIB norvégien (près de 20%). Aussi, la chute de la demande mondiale de pétrole devrait elle fortement impacter l'économie qui, de l'aveu même du gouvernement, sera en récession en 2020.

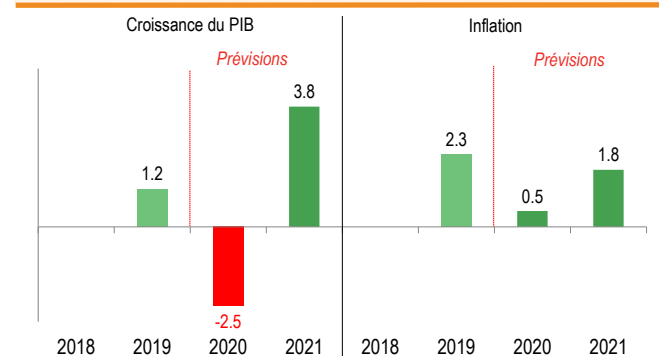
Au-delà du recul des exportations, accentué par la limitation des mouvements de biens et personnes aux frontières, l'investissement public comme privé pâtira du faible cours du brut, tombé à USD 20 par baril de Brent fin mars, et synonyme de baisses de rentabilité des projets. Alors que d'importantes dépenses d'infrastructures avaient été engagées en 2019, celles prévues en 2020 (équipements routier et autoroutier notamment) sont gelées.

Bien que relativement épargnée par l'épidémie de coronavirus (16 décès recensés en date du 31 mars) la Norvège a tout de même vu le nombre de nouveaux cas se multiplier, ce qui l'a finalement amenée à opter pour des mesures de limitation des déplacements et de distanciation des personnes. Les écoles et universités ont été fermées (le 12 mars), avant que le pays interdise l'accès à son territoire aux non-résidents (le 16 mars). Les déplacements non professionnels ont, quant à eux, été très fortement découragés. Pour compenser les pertes induites de revenus, notamment pour les secteurs touristique, du commerce de détail, ou encore des transports, le gouvernement a engagé un important effort budgétaire sous forme de prêts garantis et de reports de charges (cf. encadré).

Jean-Luc Proutat et Kenza Charef (alternante)

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Mesures de soutien à l'économie

- **Politique monétaire.** Pour prévenir les effets de la crise sanitaire liée au coronavirus, la Norges Bank a baissé en plusieurs étapes son principal taux directeur, qui s'est établi désormais à 0,25% (contre 1,5% le 12/03). Elle a parallèlement allongé la maturité et accru le montant de ses opérations de refinancement, en couronnes comme en dollars (par exemple, USD 690 millions prêtés à 12 mois le 19 mars dernier grâce à l'accord de swap passé avec la Réserve fédérale américaine). La limite des montants de collatéraux exigibles a par ailleurs été abaissée.

- **Politique budgétaire.** Des mesures de soutien sont mises en place par le gouvernement pour pallier les effets économiques à venir de la crise sanitaire du coronavirus. Ainsi, NOK 100 milliards de financement seront offerts aux entreprises sous forme de garanties d'emprunt et d'émissions obligataires.

En 2019, le fonds de pension gouvernemental (« oil fund ») s'est élevé à NOK 10 000 mds (330% du PIB hors activités pétrolières et transport maritime), soit sa plus haute valeur jamais atteinte. Il reste donc un matelas financier sur lequel le gouvernement pourra s'appuyer si des mesures de soutien plus importantes devaient être mises en place. Erna Solberg, la Première ministre, se dit prête à prendre des mesures inédites pour maintenir le niveau d'emploi des Norvégiens et à soutenir les entreprises.

Sources : gouvernement, Banque centrale



Danemark

Pas épargné

L'épidémie de coronavirus sévit aussi au Danemark, où des mesures de confinement relativement sévères sont désormais en place. L'économie, au demeurant très ouverte - elle exporte plus de 50% de son PIB - se contractera en 2020. Pour atténuer le choc, le gouvernement a mis en place des mesures de soutien budgétaire importantes, consistant notamment à payer tout ou partie des salaires sur une durée de trois mois. La Banque centrale assure la liquidité en couronnes et euros, après avoir noué un accord de swap avec la BCE.

Comme beaucoup d'autres pays dans le monde, le Danemark doit faire face, avec la pandémie de coronavirus, à un choc sanitaire et économique majeur, qui entrainera une contraction de son activité en 2020. Bien que le pays ne paraisse pas être le plus touché à ce jour¹, le gouvernement a décidé de mettre en place, à compter du 13 mars, des mesures de confinement relativement strictes. Les écoles, universités, restaurants ainsi que la plupart des lieux publics et culturels ont été fermés, tandis que les fonctionnaires ou employés non occupés à des tâches essentielles ont été invités à rester chez eux.

■ Menace sur l'économie et mesures budgétaires de grande ampleur

Les conséquences à venir pour l'économie seront lourdes, une forte contraction du PIB étant prévisible au deuxième trimestre de l'année 2020. Pour y faire face, le gouvernement, qui dispose de marges de manœuvre (des excédents budgétaires récurrents depuis 2015 et une dette limitée à 33% du PIB) a adopté des mesures fortes.

La plus importante d'entre elles consiste à faire relayer par l'Etat le paiement des charges d'exploitation des entreprises, de manière à limiter les pertes d'emplois induites par les cessations d'activité. Dans un pays où l'endettement des ménages est très élevé (281% du revenu disponible net, soit le plus haut taux de l'OCDE) et soutient le marché de l'immobilier, de tels dispositifs sont cruciaux. Voté le 14 mars, puis renforcé le 30, le *Tripartite agreement on temporary wage compensation* permettra aux sociétés et aux indépendants en difficulté de demander à l'Etat de prendre en charge 75% du paiement des salaires, ceci pendant une durée de trois mois (du 9 mars au 9 juin 2020) dans la limite de DKK 30 000 (EUR 4 000) par personne et par mois.

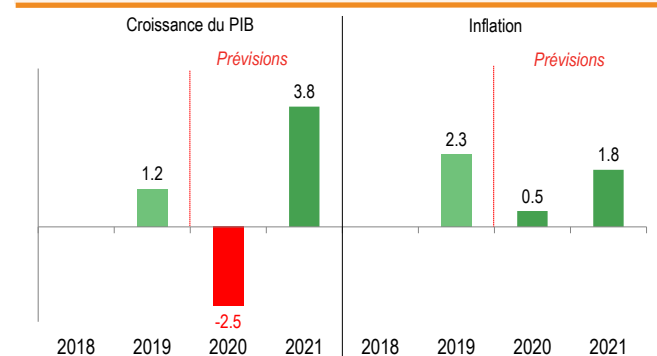
Comme (presque) partout ailleurs, le dispositif est complété par des transferts directs sous condition (pour l'aide au paiement des loyers et autres charges fixes), des différés d'impôts et de TVA ainsi que des prêts garantis aux entreprises (pour un montant total de DKK 60 mds, cf. encadré ci-contre).

Jean-Luc Proutat et Kenza Charef (alternante)

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Le taux de contamination déclaré (500 cas pour un million d'habitants) est relativement élevé au Danemark, mais il doit être comparé avec beaucoup de prudence. Au 31 mars le pays déplorait 90 victimes du coronavirus, soit, en proportion de la population, 13 fois moins que l'Italie.

1- Croissance et inflation (g.a., %)



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Mesures de soutien à l'économie

- **Politique monétaire.** Face aux pressions baissières sur la couronne danoise (DKK) et pour répondre à la nécessité de défendre le peg vis-à-vis de l'euro, la Banque centrale a dû, dans un premier temps, relever son taux directeur (de -0,75% à -0,60%). La pression s'est ensuite allégée grâce à la réactivation (le 20 mars) d'une ligne de swap avec la BCE, dont le montant maximum a été fixé à EUR 24 mds.

- **Politique budgétaire.** Le 14 mars tous les partis se sont accordés à l'Assemblée pour voter des mesures de soutien à l'économie pour un montant de DKK 55 mds. Les mesures mises en place prendront en compte des compensations financières à destination des indépendants et des entreprises (*Tripartite agreement on temporary wage compensation*) dans le but d'alléger leurs coûts d'exploitation. Le gouvernement a également assuré l'octroi de garanties de prêts aux entreprises à hauteur de DKK 60 mds (plus de 5% du PIB). Ces mesures sont inédites et bien plus conséquentes que celles qui avaient été prises lors de la crise de 2008-2009. Le gouvernement danois entend ainsi contourner la menace d'une récession en 2020 en motivant la production et l'emploi au deuxième semestre.

Sources : gouvernement, Banque centrale



Finlande

L'économie entre en récession

L'épidémie mondiale de coronavirus entrainera une chute de l'activité en Finlande, via le canal des exportations mais pas seulement. La récession pourrait être plus virulente si la consommation des ménages et les circuits de production venaient à se gripper. Au-delà du soutien apporté par la politique monétaire de la Banque centrale européenne, la politique budgétaire tentera d'amortir les effets du choc, et de limiter le recul de l'emploi.

Jusqu'en 2019 l'économie finlandaise, bien que ralentie, faisait encore bonne figure. Une importante livraison de bateaux avait soutenu les exportations, tandis que la croissance, mesurée à 1,5%, dépassait la moyenne européenne. En 2020, la mise à l'arrêt de l'économie mondiale consécutive à l'épidémie de coronavirus fera basculer la Finlande en récession, l'inconnue étant l'ampleur de celle-ci.

■ Pertes probables d'activité et plan de soutien budgétaire

Important pourvoyeur de biens d'équipement et de pétrole raffiné (l'un des tout premiers postes d'exportation), la Finlande est particulièrement concernée par la mise à l'arrêt des chaînes de production mondiale. La baisse des exportations, notamment à destination des partenaires de la zone euro (47% du total), comme celle des dépenses d'investissement des entreprises, seront les principaux vecteurs de la récession qui s'annonce. Déjà questionné par une baisse du nombre de permis de construire (de 17,7% sur un an au quatrième trimestre 2019) l'investissement résidentiel devrait également reculer.

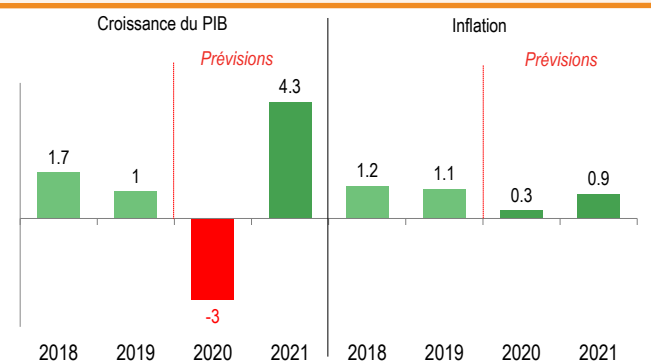
Les Finlandais limiteront leurs achats. Déjà entamé par la mise en place du *Competitiveness Pact*, qui freinait la progression des salaires, l'indice de confiance des consommateurs a connu un fort recul au mois de mars, lorsqu'il s'est avéré que l'épidémie de coronavirus n'épargnerait pas le pays. Le déclin de la consommation des ménages pourrait approfondir la chute du PIB en 2020.

Pour tenter d'estimer les effets économiques de la pandémie de coronavirus, la Banque centrale finlandaise a retenu deux scénarii. Si le pays devait seulement subir une chute de ses exportations, des mesures de soutien pourraient permettre de limiter la récession à 1,5% (baisse du PIB en moyenne annuelle sur 2020). En cas de recul de la consommation des ménages, la chute de l'activité serait de l'ordre de 4%.

La politique budgétaire, encore neutre jusqu'à présent, va prendre une tournure plus expansionniste face à la crise. Au-delà des mesures de soutien à la liquidité et au financement de l'économie prises par la BCE, le gouvernement de coalition (à majorité sociale-démocrate) a adopté un plan d'aide au secteur privé d'un montant total de EUR 15 milliards ou 6,4% du PIB.

1- Croissance et inflation

(g.a., %)



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

Sont notamment prévus des transferts directs aux PME et organismes de sécurité sociale, des mesures de baisses et/ou différés de charges pour les entreprises comme, par exemple, la réduction de EUR 910 millions des cotisations-retraites des employeurs pour 2020.

Jean-Luc Proutat et Kenza Charef (alternante)

jean-luc.proutat@bnpparibas.com



Synthèse des prévisions économiques

%	Croissance du PIB ***			Inflation ***		
	2019	2020 e	2021 e	2019 e	2020 e	2021 e
États-Unis	2.3	-4.0	4.5	1.6	1.2	2.2
Japon	0.7	-2.6	0.8	0.5	-0.2	-0.2
Royaume-Uni	1.1	-4.1	3.4	1.8	0.7	1.7
Zone euro	1.2	-4.3	6.4	1.2	0.2	1.2
Allemagne	0.6	-3.7	5.2	1.4	0.5	1.4
France	1.3	-3.1	5.4	1.3	0.3	1.3
Italie	0.2	-8.2	9.2	0.6	-	-
Chine	6.1	2.6	7.6	2.9	3.1	2.0
Inde*	4.9	3.3	5.3	4.7	3.5	4.0
Brésil	1.1	-1.0	3.0	3.7	3.6	3.5
Russie	1.3	0.5	2.5	4.3	3.3	3.5

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

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

*** Chiffres provisoires, avant publication du scénario révisé par Global Markets

Synthèse des prévisions financières

Taux d'intérêt, %		2019		2020						
Fin de période		T3	T4	Spot (02/04/2020)			2018	2019	2020e	
				T2e	T3e	T4e				
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	2.00	1.75	0.25	0.25	0.25	2.50	1.75	0.25	
	Treas. 10a	1.67	1.92	0.61	0.80	1.00	2.69	1.92	1.25	
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	
	Bund 10a	-0.57	-0.19	-0.44	-0.50	-0.30	0.25	-0.19	-0.20	
	OAT 10a	-0.28	0.08	0.01	-0.15	0.00	0.71	0.08	0.05	
	BTP 10 ans	0.83	1.32	1.48	1.30	1.20	2.77	1.32	1.10	
	BONO 10 ans	0.15	0.47	0.71	0.50	0.50	1.42	0.47	0.50	
R-Uni	Taux BoE	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.75	0.75	0.10	
	Gilt 10a	0.40	0.83	0.29	0.55	0.85	1.27	0.83	0.90	
Japon	Taux BoJ	-0.06	-0.05	-0.02	-0.10	-0.10	-0.07	-0.05	-0.10	
	JGB 10a	-0.22	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.05	

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions), Mise à jour le 20/03/2020

Taux de change		2019		2020						
Fin de période		T3	T4	Spot (02/04/2020)			2018	2019	2020e	
				T2e	T3e	T4e				
USD	EUR / USD	1.09	1.12	1.09	1.12	1.13	1.14	1.12	1.14	
	USD / JPY	108	109	108	108	106	105	109	105	
	GBP / USD	1.23	1.32	1.24	1.35	1.36	1.39	1.32	1.39	
	USD / CHF	1.00	0.97	0.97	1.00	0.99	1.00	0.97	1.00	
EUR	EUR / GBP	0.89	0.83	0.88	0.83	0.83	0.82	0.83	0.82	
	EUR / CHF	1.09	1.09	1.06	1.12	1.12	1.14	1.09	1.14	
	EUR / JPY	118	122	117	121	120	120	122	120	

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions), Mise à jour le 11/03/2020

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

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

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

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

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

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

Frédérique Cerisier

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

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

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, Kazakhstan, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

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

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

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

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.
Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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

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

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

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change