

EDITORIAL

2

La certitude que l'incertitude finira par baisser

Dans beaucoup de pays, le nombre de contaminations est reparti à la hausse, obligeant le maintien, voire le resserrement des mesures sanitaires. C'est le cas, entre autres, en zone euro où le redémarrage de l'activité et de la demande est une nouvelle fois reporté. Il s'amorcera essentiellement grâce à l'efficacité des mesures restrictives, l'accélération de la vaccination mais aussi l'effet d'entraînement des partenaires commerciaux...



ÉTATS-UNIS

4

Recul de l'épidémie, poussée de fièvre.



CHINE

6

Tournée vers le moyen terme



JAPON

8

Un retour de la confiance nécessaire pour accélérer le rattrapage économique



ZONE EURO

9

Un rattrapage économique plus fort que prévu ?



ALLEMAGNE

11

Fort redressement attendu à partir de mi-2021



FRANCE

13

Sortie de crise en accordéon



ITALIE

15

La reprise s'éloigne



ESPAGNE

17

Un redémarrage qui se fait attendre



PAYS-BAS

19

Dans l'attente d'un nouveau gouvernement



BELGIQUE

20

De la lumière au bout du tunnel



PORTUGAL

22

Le plus dur est passé



ROYAUME-UNI

23

Les Anglais vaccinent les premiers



SUÈDE

24

Une situation sanitaire encore fragile



DANEMARK

26

Situation somme toute enviable



PRÉVISIONS

27

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CERTITUDE QUE L'INCERTITUDE FINIRA PAR BAISSER

Dans beaucoup de pays, le nombre de contaminations est reparti à la hausse, obligeant le maintien, voire le resserrement des mesures sanitaires. C'est le cas, entre autres, en zone euro où le redémarrage de l'activité et de la demande est une nouvelle fois reporté. Il s'amorcera essentiellement grâce à l'efficacité des mesures restrictives, l'accélération de la vaccination mais aussi l'effet d'entraînement des partenaires commerciaux dont l'économie redémarre plus vite. C'est le cas des États-Unis grâce au succès du programme de vaccination et du plan de relance conséquent qui vient d'être déployé. L'influence américaine ne se limite pas aux opportunités commerciales pour les exportateurs européens. Ainsi, les taux longs en zone euro ont suivi, en partie, la hausse des rendements obligataires américains. Celle-ci reflète surtout une hausse des attentes inflationnistes, tandis que la Réserve fédérale estime qu'il devrait s'agir d'un phénomène passager. Les entreprises et les ménages devront se féliciter de la nervosité du monde obligataire. Il témoigne du sentiment que l'économie ira bientôt vraiment mieux.

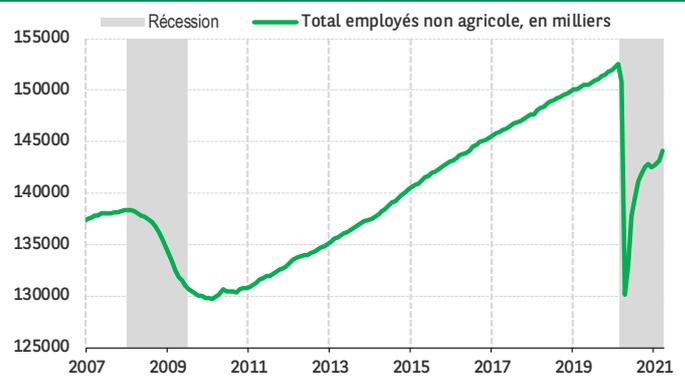
Fin 2020, on pouvait nourrir l'espoir que la situation sanitaire s'améliorerait bientôt et, avec elle, l'activité économique. Dans beaucoup de pays et de régions au monde, la réalité a déçu. En effet, le nombre de nouvelles contaminations est reparti à la hausse, ce qui a provoqué le maintien, voire le resserrement des mesures sanitaires. C'est le cas en zone euro où, certes, la croissance du PIB en glissement trimestriel devrait être positive au premier trimestre, mais essentiellement grâce à l'acquis de la dynamique de fin 2020. Le vrai redémarrage de l'activité et de la demande est une nouvelle fois reporté et son amorce dépendra essentiellement de l'efficacité des mesures restrictives et de l'accélération de la vaccination.

DÉSYNCHRONISATION DANS LA SPHÈRE RÉELLE

Un autre facteur jouera un rôle non négligeable et donnera des raisons d'espérer : l'effet d'entraînement de certains partenaires commerciaux comme la Chine, le Royaume-Uni, qui actuellement assouplit les mesures sanitaires, et surtout les États-Unis. Dans ce pays, les espoirs de la campagne de vaccination du début d'année ont été largement dépassés et l'activité, qui était déjà en voie d'amélioration, bénéficiera de l'impulsion - forte - du plan de relance de USD 1900 milliards. Le pays avait besoin d'un soutien budgétaire, bien que son ampleur ne fasse pas l'unanimité, car l'écart entre le nombre d'Américains ayant gardé ou retrouvé un emploi et celui précédant la pandémie reste très important. Or, plus il faut de temps pour recréer les emplois perdus, plus le risque d'effets d'hystérèse - i.e. un impact négatif prolongé de la pandémie - est grand. En outre, un nouveau plan visant surtout le côté de l'offre de l'économie (investissements en infrastructure, numérique, innovation et préparation au changement climatique) va être débattu au Congrès américain dans les prochains mois.

La désynchronisation du *momentum* économique entre les États-Unis et la zone euro bénéficiera donc à cette dernière. Dans les enquêtes de conjoncture, les entreprises européennes expriment d'ailleurs leur optimisme concernant les exportations. C'est en particulier le cas en Allemagne. Il est frappant de constater que ces enquêtes ont connu une nouvelle et nette amélioration au mois de mars. Ainsi, l'indice du sentiment économique, établi par la Commission européenne, dépasse désormais très légèrement sa moyenne à long terme, porté par un meilleur sentiment dans les différents secteurs (industrie, services, commerce, construction) ainsi que parmi les ménages. Les chiffres pour avril risquent être moins bons, en raison des nouvelles restrictions, mais la dynamique récente des enquêtes suggère que les entreprises et les ménages commencent à voir le verre comme à moitié plein, confortés par la conviction que l'incertitude se réduira. Après tout, les mesures sanitaires et les vaccinations finiront par porter leurs fruits.

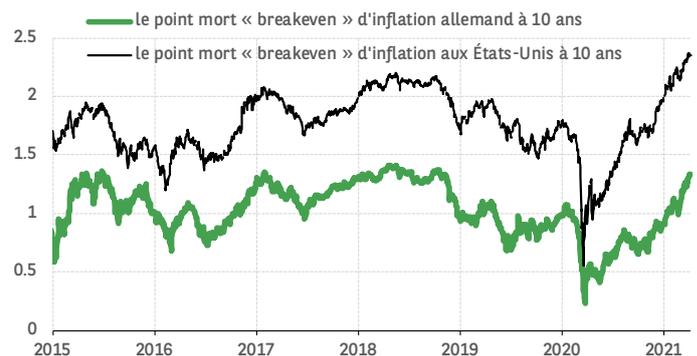
ÉTATS-UNIS : EMPLOI NON AGRICOLE TOTAL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE DE SAINT-LOUIS, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS/ALLEMAGNE : POINT MORT D'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

SYNCHRONISATION DANS LA SPHÈRE FINANCIÈRE

Logiquement, les marchés obligataires ne sont pas restés insensibles à ces développements. Aux États-Unis, le rendement du bon du Trésor à 10 ans a poursuivi sa hausse entamée l'été dernier, reflétant, dans un premier temps, une hausse des attentes inflationnistes des

investisseurs, puis, plus récemment, celle des taux réels liée au plan de relance américain. Comme à l'accoutumée, cette dynamique a entraîné dans son sillage les rendements d'autres pays, dont ceux de la zone euro. Cela a obligé la BCE à accélérer le rythme de ses achats de papier souverain afin d'éviter un resserrement des conditions financières qui aurait été particulièrement malvenu. La Réserve fédérale reste stoïque face au comportement du marché obligataire tout en envisageant une hausse de l'inflation au second semestre. Les arguments ne manquent pas : les enquêtes auprès des entreprises montrent déjà une nette augmentation du prix des intrants et la forte accélération de la croissance devrait inévitablement conduire à un déséquilibre entre la demande et l'offre. Celle-ci ne pourra pas toujours suivre, portant encore les stigmates, comme pour les semi-conducteurs, de la rupture de l'an dernier. La banque centrale américaine considère toutefois que cette hausse de l'inflation sera temporaire. L'offre s'adaptera et, surtout, les attentes inflationnistes sont bien ancrées. C'est un facteur crucial dans les négociations salariales et la fixation des prix. Les prochains mois risquent donc être marqués par un bras de fer entre les marchés obligataires et la Réserve fédérale américaine, obligeant cette dernière à adopter une communication très subtile afin de ne pas jeter de l'huile sur le feu. Entreprises et ménages devront se féliciter de la nervosité du monde obligataire. En effet, elle témoigne d'un sentiment que l'économie ira bientôt vraiment mieux.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



ÉTATS-UNIS

4

RECU DE L'ÉPIDÉMIE, POUSSÉE DE FIÈVRE

L'économie américaine s'envole. Dopée par le recul de l'épidémie de Covid-19 autant que par des transferts budgétaires sans précédent, l'activité croîtra d'au moins 6% en 2021, pour dépasser son niveau de 2019. L'inflation accélérera, jusqu'à s'établir assez sensiblement au-dessus de la cible de 2% visée par la Réserve fédérale. Pour autant, la Banque centrale ne déviara pas de sa ligne accommodante. Sa priorité reste l'emploi, qui porte encore les stigmates de la crise et est loin d'avoir récupéré tout le terrain perdu avec celle-ci. Les conditions monétaires resteront donc favorables, pour l'économie comme pour les marchés, quitte à encourager quelques excès.

Alors qu'aux États-Unis le cap dramatique des 500 000 morts de la Covid-19 a été franchi, l'accélération de la campagne vaccinale (déjà 170 millions de doses administrées, près de la moitié de la population couverte) et le recul concomitant du taux des contaminations (pratiquement au plus bas depuis le début de l'épidémie) confortent jour après jour l'espoir d'en sortir. Dans une allocution télévisée, le président Biden a retenu la date symbolique du 4 juillet, jour de fête nationale, comme celle d'un possible retour à la normale. Déjà, les indicateurs de mobilité fournis par le moteur de recherche Google s'améliorent ; avec le rebond de l'emploi (916 000 postes créés en mars), ils confirment que, après sa baisse de régime des derniers mois de 2020, le moteur de la consommation repart.

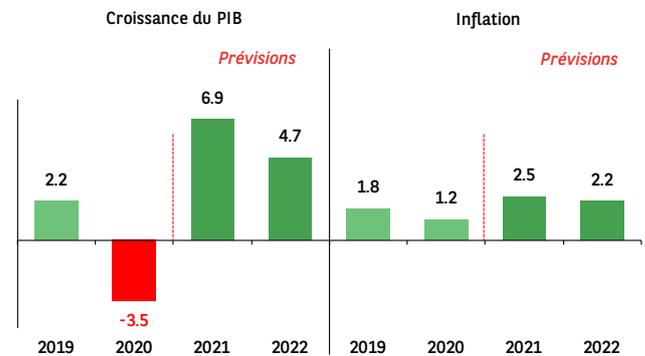
Celui-ci ne manquera pas de carburant. Adopté le 11 mars 2021 sous le nom d'*American Rescue Plan Act*, le gigantesque dispositif de relance de USD 1 900 milliards (9 points de PIB) voulu par l'Administration Biden cible largement les ménages, sous forme de chèques, compléments d'indemnités chômage, ou crédits d'impôts (cf. encadré). Dire quelle sera la véritable propension des Américains à consommer plutôt qu'épargner cette manne est toujours une gageure. Toutefois, l'impulsion est telle que le taux de croissance de l'économie ne peut être que revu à la hausse.

CROISSANCE À PLUS DE 6% ET REBOND DE L'INFLATION

L'*output gap*, en l'occurrence le déficit de production qui resterait à combler pour que l'économie retrouve son potentiel, est évalué par le *Congressional Budget Office* (CBO) à USD 960 milliards. D'un montant deux fois supérieur et s'ajoutant aux USD 900 milliards de rallonge budgétaire votés en décembre 2020, l'*American Rescue Plan* aurait donc tôt fait de le résorber, fût-il assorti d'un multiplicateur faible. En retenant pour ce dernier un chiffre de 0,5 et en supposant que l'essentiel des 1 900 milliards contenus dans l'enveloppe soit rapidement engagé, l'économie croîtrait d'au moins 6% en 2021. Elle ferait mieux que rattraper son retard, de sorte que, dès l'automne prochain, le moteur américain serait proche du plein régime. Au rythme actuel des vaccinations (2 millions d'injections quotidiennes), il est raisonnable de penser qu'à cet horizon, les secteurs encore paralysés par la pandémie (hôtellerie, restauration, spectacles, etc.) fonctionneront normalement et auront pu réembaucher. Le retour au plein emploi serait rapide. Pour la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, il est envisageable dès 2022.

La remontée du cours des matières premières aidant (le pétrole s'est renchéri de quelque 150% depuis un an, les métaux de 60%) la mise sous tension de l'économie américaine ranime les anticipations d'inflation, notamment sur les marchés où le taux des *swaps* indexés à dix ans est remonté (il est actuellement proche de 2,5%). Les prix à la consommation progressent, *de facto*, plus vite, ne serait-ce qu'en raison d'une facture énergétique et alimentaire qui s'alourdit. Ils témoignent aussi d'un effet de rattrapage. Avec moins de contaminations et des freins aux déplacements qui se relâchent, un certain nombre d'achats jusqu'ici différés reprennent. La demande des ménages pour les

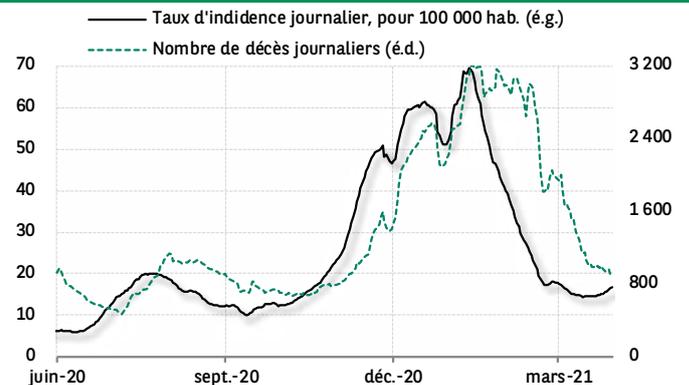
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RETOUBÉE DE LA VAGUE ÉPIDÉMIQUE DE COVID-19



GRAPHIQUE 2

SOURCE : JOHNS HOPKINS UNIVERSITY

voyages et les biens durables (automobiles, équipements du foyer) est forte et participe au rebond des prix. À partir d'avril et dans les mois suivants, lorsque les chiffres se compareront à ceux, déprimés, du printemps 2020, l'inflation se situera nettement au-dessus de l'objectif de 2% fixé par la Réserve fédérale (Fed), la barre des 3% pouvant même être atteinte.

Le dépassement sera toutefois transitoire. Aux États-Unis comme ailleurs, les salaires et les prix restent contraints par des arbitrages mondiaux, peut-être plus encore depuis que la crise accélère la révolu-



AMPLIFICATION DE L'EFFET DE LEVIER DETTE DES PARTICULIERS POUR L'ACQUISITION D'ACTIONS (% DU PIB)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BRI

tion digitale dans les services. Ils ne réagissent plus comme jadis aux tensions qui s'exercent sur les capacités, un phénomène connu sous le terme d'aplatissement de la courbe de Phillips¹. Déjà remarquablement stable autour de 2% durant la phase historique de recul du chômage de 2010-2020, l'inflation a peu de raison d'accélérer dans la durée.

RISQUES D'EXCÈS

C'est l'analyse faite par le Comité de la politique monétaire qui, lors de sa réunion du 17 mars dernier, n'a pas dévié de sa ligne accommodante : maintien du taux objectif des fonds fédéraux au voisinage de zéro, poursuite au rythme de USD 120 milliards par mois des rachats nets de titres du Trésor (pour une part de USD 80 milliards) et d'Agences (pour une part de USD 40 milliards). L'expansion du bilan de la Fed, qui dépasse celle du déficit fédéral et atteint USD 3 500 milliards ou 16,5 points de PIB depuis le début de la pandémie, va donc se poursuivre.

Utile pour contrer les chocs dépressifs mais aussi vecteur d'excès, une telle prodigalité monétaire n'est pas sans inconvénient dans la durée. Les trillions de dollars créés en contrepartie des rachats de la Fed font l'objet d'un vaste recyclage, dans l'immobilier, les infrastructures, les crypto-monnaies, en Bourse, etc. Disponibles à faible coût, ils encouragent la prise de risque et le recours au levier, jusque sur des segments de marché où la liquidité n'est pas toujours bien assurée. Facilité par la multiplication des plateformes de *trading* en ligne, le financement par la dette des investissements individuels en actions bat des records, en termes absolus comme en regard du PIB (graphique 3). Le risque d'instabilité financière augmente, ce qui s'est illustré récemment par l'incapacité de certains intervenants de marchés à faire face à leurs appels de marge et des ventes forcées d'actifs.

Déjà maintes fois souligné par le Fonds monétaire international, l'enjeu est aujourd'hui suffisamment important pour que la secrétaire américaine au Trésor s'en empare. Le 31 mars, Mme Yellen a indiqué réactiver la cellule « *hedge funds* » du Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC), mise en sommeil par son prédécesseur Steven Mnuchin. Plus généralement, dans son dernier Rapport d'avril sur la stabilité financière, le FMI alerte sur un « monde d'après » bien plus endetté que celui d'avant, qui l'était déjà beaucoup...

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

¹ Proutat J.L. (2018) *L'hypothétique retour de l'inflation* BNP Paribas EcoFlash, septembre.

L' AMERICAN RESCUE PLAN

Moins conséquent que le *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security* (CARES) Act de 2020, mais représentant tout de même le double de l'*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009, l'*American Rescue Plan* figure parmi les plus vastes dispositifs de relance jamais votés par le Congrès. D'un montant de USD 1 900 milliards, il est pour moitié adressé aux ménages et cible donc la demande. Plusieurs dispositions retiennent l'attention.

Les chômeurs, dont les rangs restent augmentés de plus de 4 millions du fait de la crise, verront leurs indemnités complétées jusqu'au 6 septembre 2021, à hauteur de USD 300 par semaine. Petite concession au « quoiqu'il en coûte », la somme de USD 400 initialement prévue a été rognée. Des chèques d'un montant maximum de USD 1 400 par personne vont être adressés aux familles américaines, pour une enveloppe totale avoisinant les USD 400 milliards. Le crédit d'impôt enfant va être porté de USD 2 000 à USD 3 600 par enfant à charge de moins de 6 ans, USD 3 000 par enfant à charge de 6 à 17 ans. Bien que soumises à conditions de revenus et rendues (un peu) moins généreuses par le Sénat, ces mesures couvrent un champ qui dépasse largement celui des victimes économiques de la pandémie.

D'après les estimations de l'*Institute on Taxation and Economic Policy*, ce sont quelque 286 millions de citoyens, hommes, femmes ou enfants, soit 86% de la population des États-Unis, qui recevront un chèque du Trésor dans les prochaines semaines, de quoi alimenter le débat sur le bon calibrage des aides. Rappelons en effet que la masse des revenus disponibles des ménages, loin d'avoir régressé durant la crise, a au contraire connu une hausse exceptionnelle du fait des transferts opérés au titre du CARES Act. Entravés dans leurs dépenses, les Américains ont, de surcroît, constitué une énorme réserve d'épargne : USD 2 850 milliards en 2020 (16% des revenus disponibles), plus du double des montants économisés en 2019.

RÉPARTITION DES AIDES (USD MILLIARDS)

MÉNAGES	910
Chèques directs	400
Crédits d'impôts (enfants et individuels)	160
Compléments chômage	270
Compléments santé (extension de l'Obamacare...)	80
INSTITUTIONS, SERVICES PUBLICS	763
Transferts aux États et collectivités	350
Transferts aux écoles et universités	170
Financements des tests et vaccins	123
Autres (action sociale...)	120
ENTREPRISES	226
Transferts aux secteurs en difficulté	140
Transferts aux systèmes de pension	86
TOTAL	1 900

SOURCE : BNP PARIBAS, ECOFLASH N°21-05, MARS 2021

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

TOURNÉE VERS LE MOYEN TERME

À l'issue des « deux sessions », temps fort de la vie politique chinoise, Pékin a annoncé ses objectifs économiques pour 2021 ainsi que les priorités du nouveau Plan quinquennal. En fixant pour cette année une cible de croissance simplement « supérieure à 6% », soit un taux en dessous des prévisions, les autorités signalent que le redressement de l'activité à la suite du choc de la Covid-19 est désormais moins au centre de leurs préoccupations. Elles devraient donc poursuivre le resserrement prudent de la politique monétaire et réduire progressivement les mesures de soutien budgétaire. Surtout, les autorités réaffirment leur stratégie de développement à moyen terme visant, notamment, à accroître fortement l'innovation et l'indépendance technologique de la Chine.

LE REBOND A ATTEINT SON PIC, LA CROISSANCE RESTE VIGOREUSE

L'économie chinoise a fini l'année 2020 sur une croissance solide (+6,5% en glissement annuel au T4). La production industrielle et les exportations affichaient une performance toujours robuste, au-delà du rattrapage. La consommation privée et les services continuaient de combler leur retard après un redémarrage beaucoup plus tardif suite à la période de confinement du premier trimestre.

La lecture des indicateurs conjoncturels du début d'année est compliquée par d'importants effets de base liés à l'arrêt brutal de l'activité au T1 2020. Ainsi, sur les deux premiers mois de 2021, les taux de croissance de la production industrielle, de l'activité des services, de l'investissement et des ventes au détail, calculés en glissement annuel (g.a.), sont tous hors normes (supérieurs à 30%).

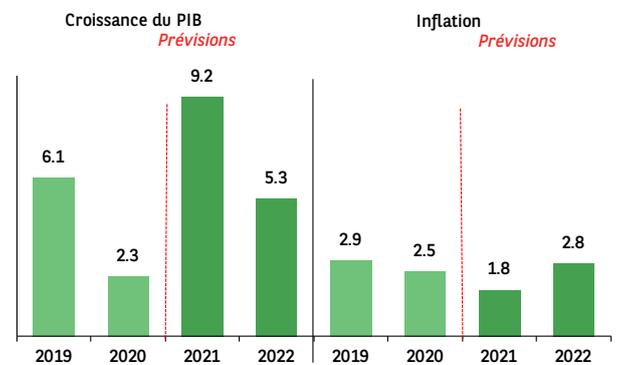
Du côté de l'offre, la production industrielle est manifestement restée solide, en dépit de quelques signes de ralentissement dans le secteur automobile (environ 15% de l'activité industrielle) résultant de la pénurie mondiale de puces électroniques. La production industrielle a continué de bénéficier du dynamisme de la demande extérieure. La progression des exportations a de fait atteint 60% en g.a. en janvier-février 2021, toujours soutenue par les ventes de biens technologiques et de matériels médicaux, ainsi que de biens de consommation courante et de pièces automobiles.

En revanche, la demande interne a légèrement perdu en vigueur en début d'année, à l'exception notable de l'investissement immobilier. La consommation privée de biens et de services a été freinée par les nouvelles restrictions de déplacement imposées fin janvier et au mois de février en réponse à la hausse des contaminations dans les régions autour de Pékin et au nord-est du pays. En outre, les ménages restent fragilisés par la détérioration de leurs revenus l'an dernier et un marché du travail encore dégradé. Après avoir baissé continuellement depuis le printemps 2020, le taux de chômage urbain a augmenté en janvier-février (passant à 5,5% contre 5,2% en décembre). De plus, le taux de précarité est supérieur à son niveau d'avant-crise. Enfin, environ 5 millions de travailleurs migrants qui avaient perdu leur emploi au T1 2020 (non comptabilisés comme chômeurs) n'ont pas encore retrouvé de poste (286 millions d'emplois étaient occupés par les travailleurs migrants fin 2020).

Il est probable que la consommation privée se renforce à nouveau à court terme, ne serait-ce qu'en raison du contexte sanitaire. L'épidémie est sous contrôle, les restrictions de déplacement sont levées et la campagne de vaccination, très lente jusqu'à mi-mars, devrait accélérer. Les autorités semblent aussi envisager quelques mesures ponctuelles pour encourager les dépenses des ménages.

Du côté de l'investissement, les entreprises du secteur manufacturier ont été très prudentes en début d'année. L'investissement manufacturier devrait néanmoins également se renforcer à court terme, puisque les

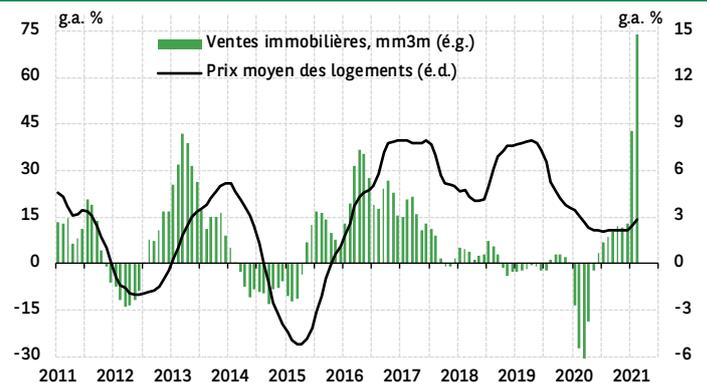
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UN SECTEUR IMMOBILIER DYNAMIQUE, JUSQU'À QUAND ?



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, MACROBOND

perspectives d'exportations restent bonnes, que les taux d'utilisation des capacités de production sont élevés (78% au T4 2020, soit le niveau le plus haut depuis trois ans) et que les profits sont en hausse. Cette dynamique accompagne le rebond des prix à la production (+1% en g.a. en janvier-février après 18 mois de déflation), entraînés par la hausse des prix des matières premières industrielles. En outre, les efforts prévus par les autorités pour augmenter l'investissement dans les secteurs technologiques devraient être visibles rapidement.

NORMALISATION PRUDENTE DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

À l'issue des sessions plénières annuelles en mars de l'Assemblée nationale populaire et de la Conférence consultative politique du peuple chinois – deux institutions centrales du système politique chinois – les autorités ont dévoilé leurs principaux objectifs macroéconomiques pour 2021. Le taux de croissance du PIB devra être « supérieur à 6% » et l'inflation s'établir à 3%. En fixant une cible de croissance bien en dessous des prévisions, les autorités signalent que le redressement de l'activité est désormais moins au centre de leurs préoccupations. Elles élargissent la marge de manœuvre de la politique économique afin, notamment, de mieux combattre les risques dans le secteur financier.

À court terme, elles devraient viser une stabilisation de l'endettement des entreprises et des administrations publiques, après la forte hausse de l'an dernier (la dette interne du secteur non financier était estimée à 280% du PIB fin 2020, contre 255% fin 2019), et sans pour autant menacer le redressement économique ni aggraver les difficultés des entreprises encore fragilisées par la crise sanitaire.

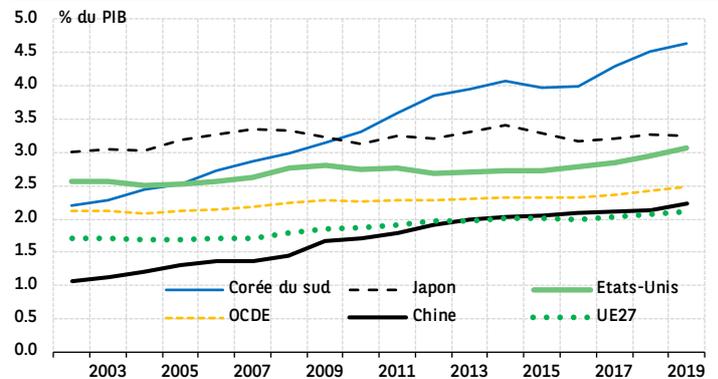
Cela passera par le resserrement prudent de la politique de crédit (principalement via l'ajustement du cadre prudentiel) ainsi que par le ralentissement des projets d'infrastructures, qui sont essentiellement financés par l'endettement obligatoire des collectivités locales sur les marchés locaux. De fait, Pékin a réduit (très modérément) leurs quotas d'émissions d'obligations autorisées en 2021, ainsi que celui du gouvernement central (le total de ces quotas a été fixé à RMB 7 200 mds pour 2021, contre RMB 8 500 mds en 2020). Les autorités ont également abaissé l'objectif de déficit « officiel » du gouvernement, à 3,2% du PIB pour 2021 contre 3,6% en 2020. Ces mesures annoncent un retrait très progressif et prudent des mesures de soutien budgétaires et quasi-budgétaires dans l'année à venir.

L'investissement dans les infrastructures publiques a déjà marqué le pas ces derniers mois, et cette dynamique devrait donc se poursuivre. Au contraire, l'investissement immobilier ne montrait toujours pas de signes de ralentissement début 2021, malgré les nouvelles règles prudentielles imposées aux promoteurs immobiliers depuis août 2020. Les transactions immobilières restent encouragées par des taux d'intérêt faibles et l'épargne élevée des ménages. L'inflation des prix des logements a même légèrement accéléré en janvier-février (+2,7% en g.a.) après avoir été relativement stable depuis le printemps.

LE 14^E PLAN QUINQUENNAL

Les autorités ont également dévoilé le mois dernier les objectifs du nouveau Plan quinquennal pour 2021-2025. Le développement du secteur technologique est au cœur de la stratégie de Pékin. La Chine vise à réduire fortement sa dépendance vis-à-vis des biens et savoir-faire technologiques étrangers et à devenir leader mondial dans le domaine scientifique. Le pays envisage d'augmenter les dépenses en recherche & développement d'au moins 7% par an (elles ont augmenté de 10% en 2020), et d'accroître plus particulièrement les efforts en recherche fondamentale et le nombre de brevets à fort contenu technique (qui devra passer de 6,3 brevets pour 10 000 habitants en 2020 à 12 en 2025). Ceci devrait accélérer le rattrapage de la Chine avec les pays plus avancés. L'industrie manufacturière devra renforcer sa montée en gamme, et la part de l'économie digitale devra augmenter de 7,8% du PIB en 2020 à 10% en 2025. Pour aider les entreprises, les autorités ont annoncé diverses mesures, telles que des déductions fiscales et des aides financières.

LES EFFORTS DE R&D DE LA CHINE APPELÉS À ÊTRE RENFORCÉS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : OCDE DONNÉES (2021), DÉPENSES INTÉRIEURES BRUTES DE R&D

Les autres réformes envisagées dans le 14^e Plan quinquennal ne sont pas aussi précisément détaillées, mais les défis et les objectifs à moyen et long terme sont identifiés. Pékin vise « la prospérité commune ». Le développement industriel, économique et social reposera certes sur la technologie, mais l'accent sera également mis sur le renforcement du système de santé et de protection sociale, la redistribution des richesses et la réduction des inégalités, ou encore sur la réforme du système de Hukou pour améliorer l'accès de l'ensemble de la population aux services publics.

Le vieillissement de la population est également identifié comme un défi majeur. L'âge médian de la population est passé de 30,8 ans en 2010 à 38,4 ans en 2020 (similaire à celui des États-Unis), la population active est en baisse continue depuis 2013, et le ratio de dépendance a augmenté de 36,5% de la population active en 2010 à 41,4% en 2020. Des mesures sont envisagées pour encourager la natalité, retarder l'âge de départ à la retraite (actuellement de seulement 50-55 ans pour les femmes et 60 ans pour les hommes) et allonger la durée moyenne des études. L'amélioration de la qualité de l'éducation, comme les efforts d'innovation, doivent contribuer au renforcement de la productivité. Enfin, l'amélioration de la « qualité de la croissance » passera par le développement des industries vertes et des mesures de lutte contre le réchauffement climatique ; Pékin ambitionne ainsi d'atteindre la neutralité carbone en 2060.

Achévé de rédiger le 1^{er} avril 2021**Christine Peltier**christine.peltier@bnpparibas.com

UN RETOUR DE LA CONFIANCE NÉCESSAIRE POUR ACCÉLÉRER LE RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE

Comme partout, le Japon enregistre une récession historique en 2020 et la dynamique de rattrapage pourrait être ralentie par le manque de confiance des consommateurs qui pèserait sur la demande interne. Si la campagne de vaccination prend du retard par rapport, notamment, aux États-Unis, le Japon a été nettement moins affecté par la pandémie que d'autres pays. Les entreprises, face à une demande anticipée peu allante, continueraient de faire preuve de réticence dans leurs décisions d'investissement. Déjà affaiblie, la croissance potentielle du Japon pourrait pâtir de cette situation. Un durcissement des conditions de financement serait particulièrement dommageable et, dans le contexte actuel de remontée des taux d'intérêt à long terme, la Banque du Japon reste vigilante.

UN DÉBUT DE RETOUR À LA NORMALE

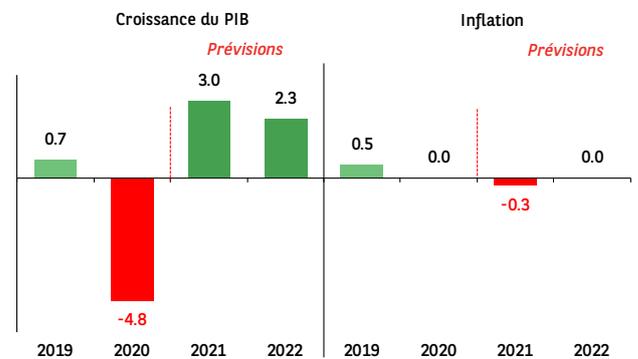
Moins touché par la pandémie de Covid-19, le Japon a connu en 2020 une baisse d'activité plus modérée que d'autres pays, notamment européens. Le PIB nippon a enregistré un recul de -4,8% l'an dernier, contre -5,3% en Allemagne et -8,2% en France.

Les dernières données conjoncturelles envoient un signal mitigé. D'abord, comme en zone euro, on constate une divergence de dynamique de rattrapage entre le secteur manufacturier et celui des services marchands. L'indice des directeurs d'achats (Purchasing Managers Index, PMI) du secteur manufacturier est en progression quasi-continue depuis le point bas du mois d'avril 2020 et s'est inscrit à 51,4 en février 2021, soit en zone d'expansion. Cette dynamique favorable nécessite d'être confirmée par les données dures, la production industrielle ayant une nouvelle fois baissé en janvier en variation annuelle. Du côté des services, le PMI stagne globalement depuis le mois de juin 2020 et n'a plus dépassé le seuil des 50 depuis l'avant-pandémie. Dépendants de la consommation privée, les services souffrent du manque de regain de confiance des consommateurs japonais. S'il est vrai que la campagne vaccinale est relativement lente par rapport à d'autres pays (aux États-Unis par exemple), le Japon a toutefois été moins touché par la pandémie. L'indice de confiance des consommateurs reste malgré tout inférieur à son niveau d'avant-crise. Cette situation pèse sur l'investissement des entreprises nippones, qui a une nouvelle fois baissé au T1 2021. Les firmes nippones anticipent une croissance économique faible au Japon pour les années à venir¹, ce qui freine leurs décisions d'investissement. Ces dynamiques sont dommageables pour le potentiel de croissance, déjà faible, du pays.

REMONTÉE DES TAUX : LA BANQUE DU JAPON VEILLE

Le début d'année 2021 est marqué par une remontée des taux d'intérêt à long terme. Ce mouvement s'inscrit dans la dynamique de hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis. Ainsi, comme d'autres économies, le Japon fait face à des pressions haussières sur ses coûts de financement et cela pourrait se poursuivre. Ces pressions ont été en grande partie maîtrisées par la Banque du Japon, qui maintient sa politique de contrôle de la courbe des taux d'intérêt. L'institution monétaire agit afin d'éviter tout durcissement des conditions de financement. Le taux souverain à 10 ans du Japon a, à ce titre, nettement moins augmenté que le taux britannique. La politique monétaire nipponne restera donc particulièrement accommodante dans un contexte économique toujours dégradé et face à une évolution des prix défavorable. L'inflation sous-jacente a de nouveau baissé en février 2021 en variation annuelle. Aussi, la politique monétaire restera

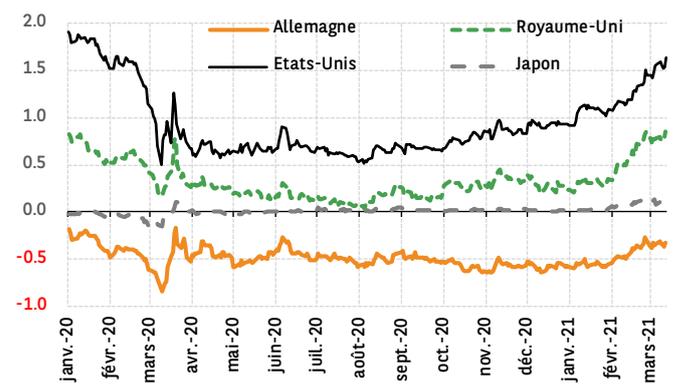
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS À 10 ANS (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

en soutien de la politique budgétaire, la réduction de la dette publique n'étant pas aujourd'hui la priorité (celle-ci aurait atteint 266% du PIB en 2020).

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

¹ Selon une enquête annuelle menée par le ministère des Finances, le taux de croissance du PIB anticipé par les entreprises japonaises est en baisse tendancielle depuis les années 1980 et atteint un niveau d'environ seulement 1%.

ZONE EURO

9

UN RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE PLUS FORT QUE PRÉVU ?

L'épidémie continue de circuler rapidement dans les États membres de la zone euro et de nombreuses incertitudes demeurent. Les dernières données conjoncturelles envoient néanmoins des signaux encourageants qui, sans appeler au triomphalisme, permettent d'espérer une accélération du rattrapage économique à partir du second semestre 2021. C'est dans le déploiement des vaccins que réside le plus grand espoir. Les politiques publiques resteront également au chevet de l'économie de la zone euro et éviteront tout resserrement qui entraverait le processus de reprise. Du côté monétaire, par exemple, Christine Lagarde a annoncé une augmentation du rythme des rachats d'actifs, les conditions de financements sont donc surveillées de près.

Malgré la circulation encore active du virus dans la plupart des pays, l'avancement des campagnes de vaccination éclaircit l'horizon économique. Une normalisation plus franche et pérenne de l'activité dépendra de la pleine maîtrise de l'épidémie de Covid-19 et du retour de la confiance des agents économiques.

DES SIGNAUX ENCOURAGEANTS, MALGRÉ TOUT

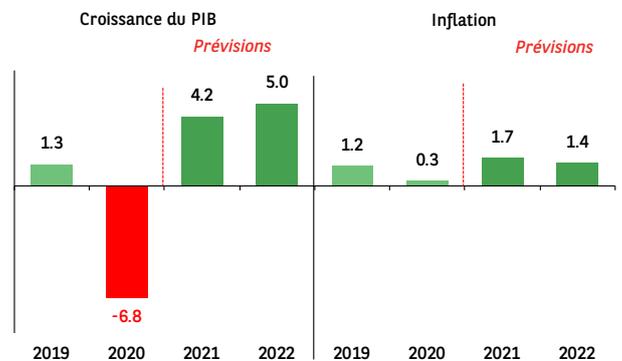
Alors que les nouvelles mesures de restrictions sanitaires pèsent sur la dynamique de rattrapage économique en zone euro, certaines nouvelles récentes envoient toutefois des signaux d'optimisme.

Tout d'abord, il convient de souligner la sensible hausse en mars 2021 de l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI), très suivi par les observateurs. Après une quasi-stagnation depuis fin 2020, le PMI composite a dépassé en mars dernier (estimation flash) le seuil des 50 points, à 52,5, pour la première fois depuis octobre 2020. En d'autres termes, l'activité dans le secteur privé de la zone euro croît pour la première fois depuis 6 mois. Cette performance, nettement meilleure qu'attendu par le consensus, s'explique par l'amélioration conjoncturelle dans le secteur manufacturier comme dans celui des services marchands. Dans ce dernier, bien que le PMI reste en deçà de 50 en mars (48,8), il progresse et surprend favorablement les attentes. Le PMI du secteur a atteint un pic historique à 62,4 en mars contre 57,9 en février. Sans tirer de conclusions trop hâtives, cette bonne performance reflète notamment le redressement de la composante « emploi » dont le PMI a atteint 54,7 en mars contre 51,5 le mois précédent, ainsi que celle des « nouvelles commandes à l'export » (62,4).

Les acteurs économiques semblent mieux s'adapter aux contraintes sanitaires, mais la poursuite de l'amélioration de l'activité économique dans la zone euro dépendra de la réussite de la campagne vaccinale. C'est de cela que dépend le retour pérenne de la confiance des agents économiques. Là encore, les dernières données sont plutôt favorables : l'indice du sentiment économique de la Commission européenne et celui de la confiance des consommateurs se sont établis à un plus haut niveau depuis 1 an. Ce dernier indicateur reste toutefois fragile et inférieur à son niveau d'avant la pandémie.

Globalement, nous anticipons une accélération notable du rattrapage économique en zone euro à partir du second semestre 2021, sous l'effet de trois principaux facteurs : augmentation du rythme des vaccinations, effet de rebond de la demande au moment de la levée des restrictions (*pent-up demand*), soutien du *policy mix* au sein de la zone euro et du plan américain (*American Rescue Plan*). Ce plan devrait avoir un impact positif sur la croissance de la zone euro à l'horizon des prochains trimestres. Le PIB de la zone euro devrait enregistrer un net rebond sur l'ensemble de l'année (+4,2%, moyenne annuelle) puis une nouvelle accélération en 2022 à +5,0%. Dans ce scénario, le PIB de la zone euro pourrait alors retrouver son niveau d'avant-crise au cours du 1^{er} semestre 2022.

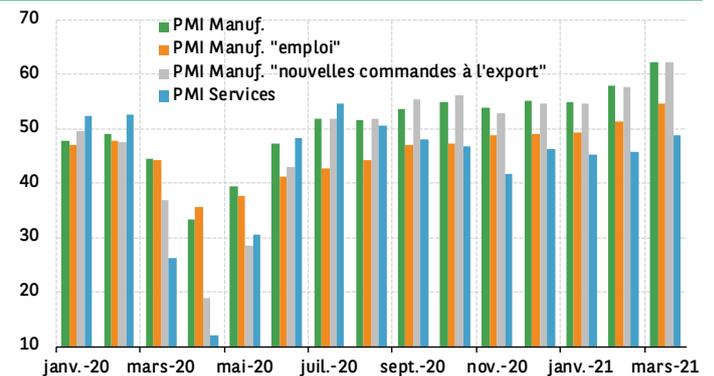
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHAT (PMI)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

BCE : LES CONDITIONS DE FINANCEMENT COMME OBJECTIF INTERMÉDIAIRE

Une reprise économique vigoureuse couplée à une hausse du coût des intrants et à un allongement des délais de livraison fait craindre une accélération marquée des prix dans les mois à venir. Ce sentiment est tout particulièrement vif aux États-Unis.



Du côté de la zone euro, les pressions inflationnistes observées depuis le début de 2021 – l'inflation a atteint +1,4% en janvier (en variation annuelle) avant de baisser à 1,1% en février (cf. graphique 3) – pourraient n'être que temporaires et le risque d'une forte hausse des prix apparaît moins prégnant. D'un point de vue économique, les dynamiques de rattrapage différent entre les États-Unis et la zone euro. D'abord, le rythme de vaccination outre-Atlantique est, pour l'heure, plus intense que dans les États membres. Ensuite, le plan de relance américain, qui cible en grande partie le soutien de la demande à court terme, est de plus grande ampleur et plus à même de créer des goulots d'étranglement. Enfin, la chute du PIB en 2020 a été près de deux fois moindre aux États-Unis qu'en zone euro (-3,5% contre -6,8%) et l'écart de production américain (c'est-à-dire l'écart entre la production effectivement observée et la production potentielle) est moins creusé, selon les estimations du FMI. Il convient toutefois de souligner que la situation actuelle rend difficile l'interprétation des évolutions de prix. D'un point de vue statistique, du fait de la pandémie et des mesures de confinement, le relevé de certains prix est impossible et le panier moyen de consommation est sensiblement modifié. Aussi, les mouvements de TVA, comme la baisse temporaire de celle-ci en 2020 en Allemagne, créent des effets de base importants.

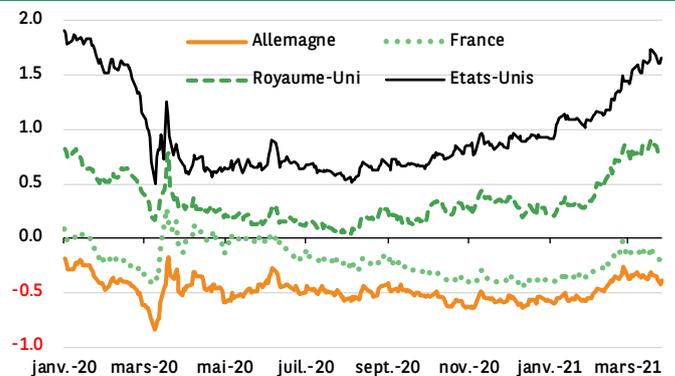
La progression des anticipations d'inflation outre-Atlantique a fait pression à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et, par effet de contagion, en zone euro. La remontée des taux des États membres a toutefois été contenue (cf. graphique 3), ce qui est rassurant compte tenu de la reprise plus timide et différenciée dont fait preuve la zone euro. La Banque centrale européenne (BCE) a rappelé que le vrai risque proviendrait d'une remontée des taux sans amélioration de l'environnement macroéconomique. Selon l'institution de Francfort, l'inflation ne devrait pas augmenter de manière pérenne en zone euro et, malgré une tendance haussière, celle-ci atteindrait seulement +1,4% en 2023 : un niveau encore bas par rapport à la cible de 2% à moyen terme. Aucun resserrement monétaire du côté de la BCE n'est donc attendu.

Surprenant les marchés financiers, la présidente de la BCE Christine Lagarde a annoncé, lors de sa réunion de mars 2021, l'augmentation significative du rythme des rachats d'actifs dans le cadre de son programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Sans en modifier l'enveloppe, Mme Lagarde a toutefois indiqué qu'une hausse de son volume serait envisagée si nécessaire, afin de maintenir des conditions de financement favorables dans la zone euro. Même si le PEPP était pleinement utilisé à horizon mars 2022 (date d'échéance du programme), la BCE maintiendrait son approche visant à éviter tout resserrement des conditions monétaires. En cas de non-reconduction du PEPP, partant du principe que le plus fort de la crise pandémique sera derrière nous, une plus grande flexibilité des rachats d'actifs dans le cadre du programme APP (*Assets Purchases Programme*) pourrait alors être envisagée. Comme récemment indiqué par Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE, le soutien monétaire sera nécessaire tant que l'inflation ne sera pas durablement au niveau de sa cible, et ce probablement bien après la fin de la pandémie.

QUE PEUT-ON ATTENDRE DU SOUTIEN BUDGÉTAIRE ?

Il est difficile de savoir quelle sera l'orientation de la politique budgétaire des États de la zone euro tant l'incertitude domine concernant la situation épidémique. Cette dernière se dégrade dans la plupart des pays, laissant présager un soutien prolongé voire accru au niveau national. Au niveau européen, alors que les premiers versements de subventions du plan « *Next Generation EU* » ne pourraient intervenir qu'à l'été 2021, ce programme fait face à une nouvelle contrainte.

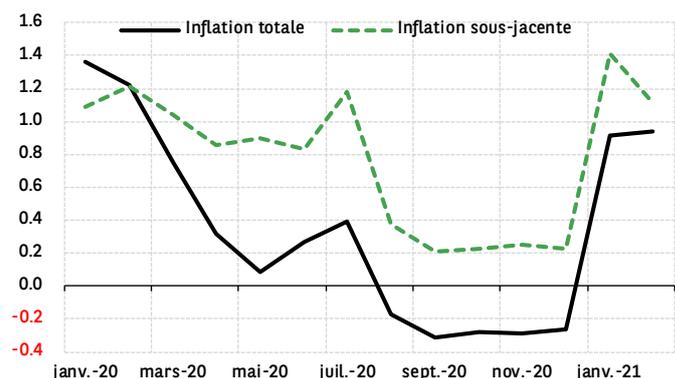
TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAINS À 10 ANS (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : REFINITIV

INFLATION (% EN GLISSEMENT ANNUEL)



GRAPHIQUE 4

SOURCE : REFINITIV

Le Tribunal constitutionnel allemand a suspendu le processus de ratification du fonds de relance européen en raison d'un recours contre le mécanisme utilisé, fondé sur une dette commune européenne. Cette avancée importante de la construction européenne pendant cette crise peine malheureusement encore à se concrétiser.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

ALLEMAGNE

11

FORT REDRESSEMENT ATTENDU À PARTIR DE MI-2021

Après un début d'année difficile, les indicateurs conjoncturels se sont nettement améliorés en mars, portés par le sentiment que le pire de la crise de la Covid-19 est désormais passé. Selon les prévisions, le PIB devrait retrouver ses niveaux pré-Covid-19 vers la fin de 2022. Nombre de mesures de soutien adoptées par les pouvoirs publics devraient rester en place cette année. La politique budgétaire pour 2022 dépendra de l'issue des élections législatives en septembre. Après un net tassement des chrétiens-démocrates dans les sondages, une coalition entre les Verts, les sociaux-démocrates et les libéraux ne peut être exclue. La crise entraîne un sérieux ralentissement de l'activité des entreprises, mais cela n'aura probablement pas de conséquences à long terme.

PREMIERS SIGNES DE REPRISE EN MARS

Devant la hausse des cas de coronavirus au T4 2020, les autorités ont décrété un deuxième confinement au début du mois de novembre, entraînant la fermeture de services impliquant des interactions sociales particulièrement importantes, comme les bars, les restaurants et les théâtres. Vers la mi-décembre, les magasins non essentiels ont dû, à leur tour, baisser le rideau. Le PIB n'a ainsi progressé que de 0,3 %, contre 8,5 % au T3, sous l'effet de forces opposées : dans l'industrie manufacturière et le bâtiment, l'activité a progressé de plus de 5 %, mais elle s'est contractée d'environ 4,4 % dans les services marchands (commerce, communication et hôtellerie-restauration).

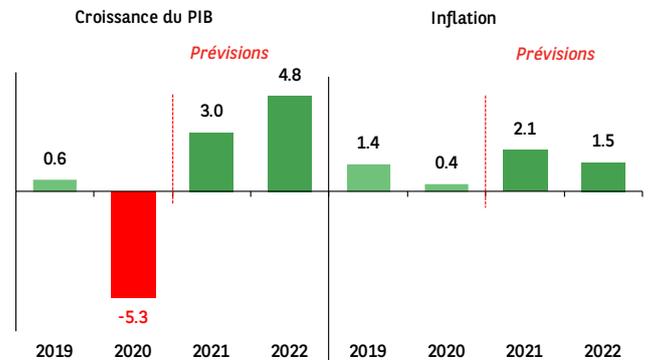
Cette dichotomie entre l'industrie manufacturière et les services a également été observée au début de 2021. L'activité a poursuivi son expansion dans le secteur manufacturier, en dépit des pénuries de semi-conducteurs qui perturbent la production dans l'industrie automobile. Le bâtiment, en revanche, a sérieusement pâti de conditions météo défavorables en janvier et en février, tandis que les restrictions liées au confinement ont continué de peser sur les services. En mars, le climat économique s'est considérablement amélioré. L'indice Ifo du climat des affaires a atteint 92,7, son niveau le plus élevé depuis septembre 2020. En particulier, l'optimisme des chefs d'entreprises pour les prochains mois a fortement progressé, porté par les anticipations d'assouplissement des mesures de confinement, avec la baisse du taux d'incidence, due à la campagne de vaccination en cours.

Malgré le net repli de l'activité en 2020 (-4,9 % et -5,3 %, corrigé des effets de calendrier), le taux de chômage a augmenté à 4,6 % à peine, contre 3,4 % au début de 2020. Cela s'explique en grande partie par les mesures adoptées par les pouvoirs publics, comme le système de chômage partiel (*Kurzarbeit*), pour atténuer l'impact de la crise. Selon les estimations de l'institut Ifo, 2,8 millions ou 8,5 % de salariés ont bénéficié de ce dispositif en février (graphique 2). Dans l'hôtellerie-restauration, plus de 50 % des salariés étaient au chômage partiel.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE ACCOMMODANTE

Le gouvernement fédéral a rapidement réagi à la crise du coronavirus en prenant des mesures visant à en atténuer l'impact sur l'activité. En mars, il a ainsi déployé un plan global de soutien en faveur des salariés et des entreprises, d'un montant de EUR 750 mds (22 % du PIB de 2019). Comme ce plan était constitué en grande partie de garanties, de prêts et de reports d'impôts, les dépenses publiques ont augmenté de EUR 127 mds, dont EUR 50 mds à destination des petites entreprises et des travailleurs indépendants. En juin, le gouvernement a présenté un deuxième plan d'aide de EUR 130 mds. Ces mesures s'articulaient principalement autour de trois axes : la stimulation de la demande grâce à la baisse temporaire de la TVA (de 19 % à 16 % entre juillet et décembre 2020), l'octroi aux familles d'une aide supplémentaire

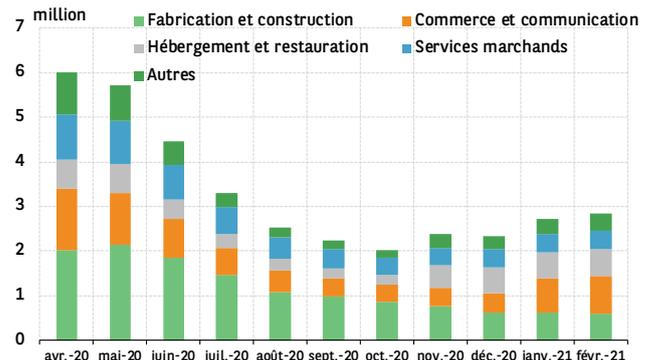
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

BEAUCOUP D'EMPLOYÉS ENCORE EN ACTIVITÉ PARTIELLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IFO, BNP PARIBAS

de EUR 300 par enfant et le doublement du montant de la prime gouvernementale à l'achat d'un véhicule électrique. Elles comportaient également la dotation d'un fonds, à hauteur de EUR 50 mds, destiné à la lutte contre le changement climatique et à la promotion de l'innovation et du numérique. En novembre et en décembre, d'autres mesures ont été introduites pour soutenir les entreprises les plus affectées par le nouveau confinement. Du fait de ces plans d'aide



et de recettes fiscales insuffisantes, le déficit des administrations publiques a augmenté à 4,2 % du PIB, un plus haut depuis 2009. La dette du secteur public est ressortie à 70 % du PIB à la fin de l'année. En 2021, le déficit va probablement stagner, tandis que le ratio de la dette pourrait augmenter encore à 75 %. Cependant, ce niveau reste nettement inférieur à celui de 82,4 %, atteint en 2010, pendant la crise financière. En 2022, les finances publiques devraient sensiblement s'améliorer avec l'expiration des mesures de relance, tandis que les recettes fiscales vont progresser avec la reprise de l'activité. Le déficit pourrait ainsi se replier en deçà de 2 % du PIB.

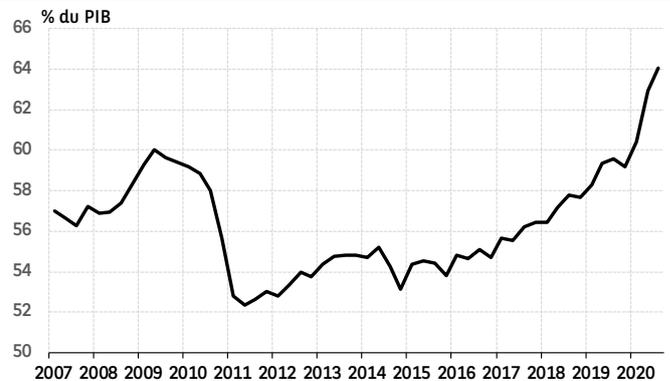
En 2022, l'évolution des finances publiques dépendra du prochain gouvernement. L'actuelle coalition entre les partis chrétiens-démocrates (CDU/CSU) et le parti social-démocrate (SPD) a peu de chances de se maintenir au pouvoir à l'issue des prochaines élections législatives du 26 septembre. La CDU/CSU, récemment affaiblie par des scandales, va probablement rester le principal groupe au Bundestag. Elle pourrait essayer de former une alliance avec les libéraux (FDP) et les Verts, appelée « coalition Jamaique ». Un tel attelage permettrait, sur le papier, de bénéficier d'une large majorité au Parlement. Cependant, les différences programmatiques pourraient être difficiles à surmonter. Depuis le repli de la CDU/CSU dans les sondages, une coalition entre les Verts, le SPD et le FDP, dite « feu tricolore », pourrait être envisagée. Pour le moment, cette alliance remporterait près de 50 % des sièges. Une telle perspective serait très séduisante pour les Verts car ce serait la première fois que le chef de ce parti deviendrait chancelier.

DETTE ÉLEVÉE DES ENTREPRISES SANS CONSÉQUENCES À LONG TERME

Les perspectives pour 2021 dépendent dans une large mesure de l'évolution de la pandémie et des progrès de la campagne de vaccination. Dans notre scénario, nous prenons pour hypothèse un assouplissement progressif des mesures de confinement à compter de la mi-avril, qui fait suite à la baisse des taux de contamination. Les services pourraient alors, aux côtés de l'industrie manufacturière, redevenir un moteur de la reprise. D'après les projections, le PIB devrait croître de 3 % en 2021 et de 4,8 % en 2022 pour retrouver, à la fin de cette même année, son niveau antérieur à la crise Covid-19.

L'une des principales questions qui se posent est la suivante : qu'advient-il des entreprises après le retrait progressif des mesures gouvernementales ? L'année dernière, ces mesures ont été très efficaces pour maintenir le chômage à un niveau bas et éviter les faillites. Malgré la contraction de 5 % de l'activité économique en 2020, le nombre des faillites a, en fait, reculé de 15,5 % par rapport à 2019. Cela s'explique non seulement par la suspension de l'obligation faite aux entreprises insolubles de se déclarer en faillite, mais aussi par les prêts et subventions que les sociétés ont reçus. Nombreux sont ceux qui craignent que la générosité de l'État n'entraîne une augmentation des entreprises « zombies » et, par conséquent, un affaiblissement de la structure de l'économie¹. Selon la dernière analyse du panel d'économistes, réalisée par l'Institut Ifo et la *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ), 86 % d'entre eux estiment que le nombre d'entreprises zombies a « augmenté » ou « fortement augmenté » en Allemagne depuis mars 2020.

FORTE HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : DEUTSCHE BUNDESBANK, BNPPARIBAS

Il est probable que la levée des mesures d'aide conduise à une hausse des faillites. Les entreprises poursuivront pour la plupart leurs activités normalement, mais nombre d'entre elles pourraient être confrontées à une dette élevée et certaines, dont le business model est viable, devront être restructurées.

L'endettement du secteur non financier a atteint un niveau record, susceptible de peser sur l'investissement et la productivité (graphique 2). Cependant, une étude menée par un groupe d'économistes allemands et américains aboutit à une conclusion rassurante : l'expansion des prêts aux entreprises ne devrait pas nuire à l'économie à long terme². Les entreprises pourraient, en effet, passer à des sources internes de financement, c'est-à-dire recourir aux émissions d'actions au lieu de s'endetter. De plus, les dettes sont limitées, en fin de compte, par les actifs de la société. La baisse de la valeur de l'entreprise en deçà de sa valeur de marché entraînera sa liquidation, l'effacement du surendettement et la libération des actifs en vue de leur affectation à d'autres fins productives. La fluidité de l'opération de liquidation dépend de l'efficacité de la procédure d'insolvabilité et l'Allemagne est, à cet égard, bien placée. Elle est dotée de l'un des régimes d'insolvabilité les plus performants au monde³ : la durée de la procédure est d'un peu plus d'un an, en moyenne, le taux de recouvrement [des créances] est de près de 80 % et le coût représente à peine 8 % des biens.

Achévé de rédiger le 1^{er} avril 2021

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

1 Baudchon, H., Boisset, L., Derrien, G., Van der Putten, R. (2021) : *Union européenne : le choc de la Covid-19 et la crainte d'une zombification accélérée*, BNP Paribas, *Conjoncture*, janvier.
2 Jordà, O., Kornejew, M., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2020) : *Zombies at large? Corporate debt overhang and the macroeconomy* (No. w28197). National Bureau of Economic Research.
3 *Index Doing Business* du Groupe de la Banque mondiale, 2020.

SORTIE DE CRISE EN ACCORDÉON

Contrairement à ce que laissait espérer fin 2020 la découverte des vaccins, à savoir la fin du *stop-and-go*, on reste, début 2021, sur une trajectoire de sortie de crise en accordéon du fait de l'apparition des variants et de lenteurs dans la vaccination. Elle s'est rapprochée (baisse moins forte qu'attendu du PIB au T4 2020, rechute en récession technique a priori évitée au T1 2021 avec une croissance faible mais positive attendue) avant de s'éloigner à nouveau (report du rebond attendu au T3 après une croissance au T2 qui frôle le zéro, un chiffre négatif ne pouvant être écarté). Le net rebond des enquêtes de confiance en mars est une bonne nouvelle mais éphémère car il n'intègre pas le durcissement récent des mesures de confinement. Il faut s'attendre à une rechute en avril avant un redressement à partir de mai, que l'on espère, cette fois, durable, à la faveur de l'accélération de la vaccination et du soutien du *policy mix*. Le rebond attendu au S2 porterait la croissance à 6,1% en 2021 en moyenne annuelle, suivie de 4,4% en 2022.

BILAN DE L'ANNÉE 2020

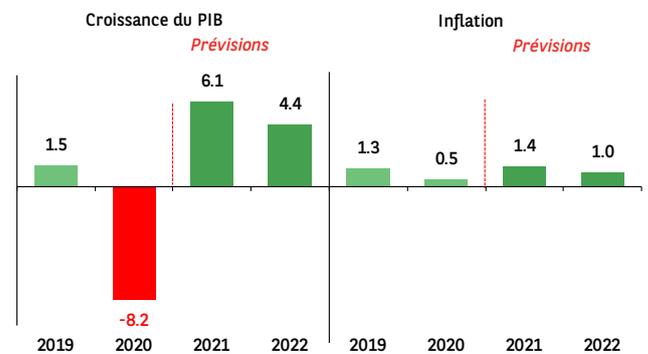
S'il fallait résumer en quelques chiffres l'année 2020, nous retiendrions sept indicateurs. Premièrement, la contraction du PIB qui a atteint 8,2% en moyenne annuelle. Il s'agit d'une baisse historique et la troisième plus importante enregistrée au sein de la zone euro, l'Espagne détenant le triste record avec -10,8%, suivie de l'Italie avec -8,9% (contre -6,8% pour l'ensemble de la zone euro). Deuxièmement, l'emploi salarié dont la baisse a été de seulement -1,3%. Troisièmement, le revenu disponible des ménages est ressorti en légère hausse (1,1%). Ces deux évolutions, liées, sont remarquables au regard du choc récessif massif encaissé par l'économie française, derrière lesquelles il faut voir l'efficacité des mesures d'urgence. Quatrièmement, le taux d'épargne des ménages, qui a fortement augmenté (+6,4 points, à 21,4%), sous l'effet de la constitution d'un mélange d'épargne forcée et de précaution, corollaire de l'incertitude prégnante et de la préservation du revenu disponible brut, tandis que leur consommation chutait, largement empêchée par les phases de confinement (-7%)¹. Cinquièmement, le taux de marge des sociétés non financières, qui accuse une forte baisse (-4 points, à 29,2%, soit son plus bas niveau depuis 1985).

Le sixième indicateur est le déficit budgétaire et le septième, le ratio de dette publique. Selon la première estimation de l'INSEE, tous deux ont atteint un niveau record : -9,2% et 115,7% du PIB, respectivement. Ces chiffres sont toutefois moins dégradés que ceux attendus par le gouvernement dans le projet de loi de finances rectificatif (PLFR4) en date de début novembre (-11,3% pour le déficit, 119,8% pour le ratio de dette). Le coût de la crise est donc un peu moins important (+6,1 points de déficit par rapport à 2019 et +18,1 points de dette). Une partie de l'explication tient à la contraction du PIB, moins importante que ce que le gouvernement avait inscrit dans le PLFR4 (-11%). Cette erreur favorable de prévision sur la croissance explique, toutes choses égales d'ailleurs, 83% de l'erreur sur le déficit (1,7 point sur 2,1). Le creusement du déficit (en milliards d'euros) est imputable à hauteur de 47% à la chute des recettes et de 53% à la hausse des dépenses, selon un effet de ciseau qui sera probablement plus difficile à refermer qu'il ne l'a été à ouvrir (cf. graphique 2).

Les à-coups trimestriels subis par le PIB, au gré des phases de confinement et de déconfinement, sont une autre caractéristique de cette crise, à retenir au bilan de 2020. Après une chute de 5,9% t/t au T1, le PIB a plongé de 13,5% t/t au T2 avant de rebondir vigoureusement de 18,5% t/t au T3, puis de rechuter de 1,4% t/t au T4, ce qui le laisse 5% sous son niveau d'avant-crise du T4 2019. La consommation des ménages se situe, quant à elle, près de 7% sous son niveau d'avant-crise, l'investissement des entreprises -5% et les exportations -10%.

1. S. Gebauer, J-F. Ouvrard, C. Thubin (2021), L'incertitude due à la Covid-19 alimente l'épargne des ménages français, Banque de France, Bloc-note Eco billet n°206, 3 mars
2. Insee, Les difficultés du secteur aéronautique ne permettent pas aux exportations françaises de redécouler, Note de conjoncture, mars 2021

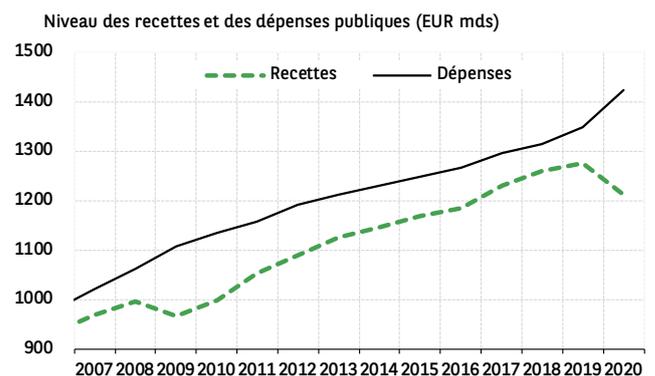
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

EFFET DE CISEAU BUDGÉTAIRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

Que la consommation soit plus impactée que l'investissement est une autre particularité de cette crise, tandis que le lourd tribut payé par les exportations tient au poids de l'aéronautique et du tourisme dans l'économie française².



NOUVEAU REPORT DU REBOND

Le bilan conjoncturel des trois premiers mois de 2021 est mitigé. Le PIB devrait légèrement progresser au T1, mais uniquement à la faveur de l'effet d'acquis positif dû au rebond de l'activité en décembre, à la sortie du confinement de novembre. En janvier et février, selon les estimations de l'Insee et de la Banque de France, l'économie française aurait continué de fonctionner à environ 95-96% de son niveau d'avant-crise. En mars et en avril, nous anticipons une dégradation autour de 94-93%, à la suite du durcissement des mesures de confinement depuis le 20 mars, pour quatre semaines au moins, dans 16 puis 19 départements. Une nouvelle baisse du PIB au T1, un temps crainte, serait toutefois évitée. La France échapperait ainsi à une rechute technique en récession.

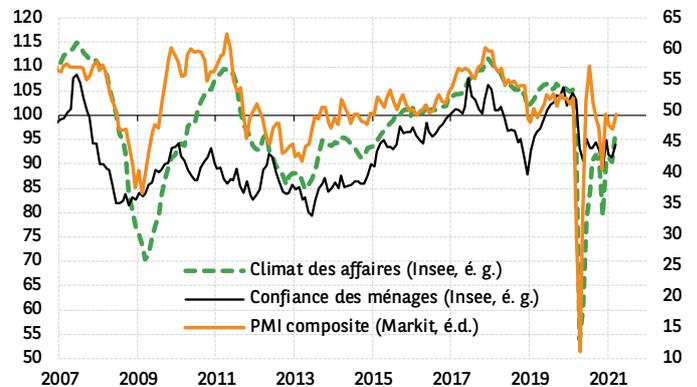
Le net redressement des enquêtes de confiance en mars est une bonne nouvelle mais il s'agit d'un faux rebond, l'illustration qu'une hirondelle ne fait pas le printemps (cf. graphique 3). L'amélioration du climat des affaires dans les services et de l'opinion des ménages sur le niveau de vie futur en France illustrent la capacité de rebond ; la bonne tenue du climat des affaires dans l'industrie montre la force du soutien extérieur et rappelle la dichotomie entre ce secteur, moins affecté par les mesures sanitaires, et les services, plus directement impactés. Mais cette amélioration en mars, dans les services notamment, est de l'ordre du rebond technique, après une dégradation en février, les deux mouvements allant à l'encontre de la relative stabilité des indices de mobilité de Google. C'est aussi et surtout, pour l'ensemble des enquêtes, un rebond très probablement éphémère car il ne porte pas la trace des dernières annonces du gouvernement en matière de confinement. Pour des indicateurs avancés, ils sont en retard d'une mesure, un décalage imputable à la vitesse de retournement de la situation sanitaire. Il faut donc s'attendre à une rechute des enquêtes en avril, avant, peut-être, un redressement durable à compter de mai.

À cette aune, les perspectives pour le T2 sont peu engageantes. Sous l'hypothèse d'un rebond de l'activité à partir de mai, permis par le relâchement supposé des mesures de confinement, le PIB s'inscrirait en légère hausse. Mais un chiffre négatif ne peut être exclu si les dernières restrictions sanitaires connues pesaient plus que prévu sur l'activité en mars et avril, si de nouvelles annonces étaient faites, et si le rebond attendu, une fois le confinement assoupli, n'était pas au rendez-vous. Ainsi, l'incertitude reste grande et l'évolution de la situation économique, en particulier son amélioration, tributaire de celle de la situation sanitaire.

Contrairement à ce que laissait espérer, fin 2020, la découverte des vaccins et le démarrage annoncé des campagnes de vaccination, à savoir la fin du *stop-and-go* sur l'activité, on reste, début 2021, du fait de l'apparition des variants et de lenteurs dans la vaccination, sur une trajectoire de sortie de crise par à-coups, en accordéon. On entrevoit toujours la lumière au bout du tunnel mais elle s'éloigne ou se rapproche en fonction de l'évolution de la situation sanitaire. Au moment de la rédaction de ce texte, la tendance est à l'éloignement alors qu'il y a quatre mois, début décembre, date de notre précédente analyse, elle était au rapprochement. La capacité de rebond de l'économie, la possibilité d'un rebond vigoureux ne sont pas, en tant que telles, remises en cause ; c'est le *timing* du rebond qui est repoussé, de deux trimestres, du T1 au T3 2021. Dans ces conditions, même si une réflexion a été engagée sur les différentes étapes, l'heure n'est pas au retrait des mesures de soutien, au contraire.

Sur l'ensemble de 2021, la croissance s'élèverait à 6,1% en moyenne. Il s'agit d'une prévision plutôt optimiste, un demi-point au-dessus du consensus de mars. Cet optimisme repose sur l'accélération attendue

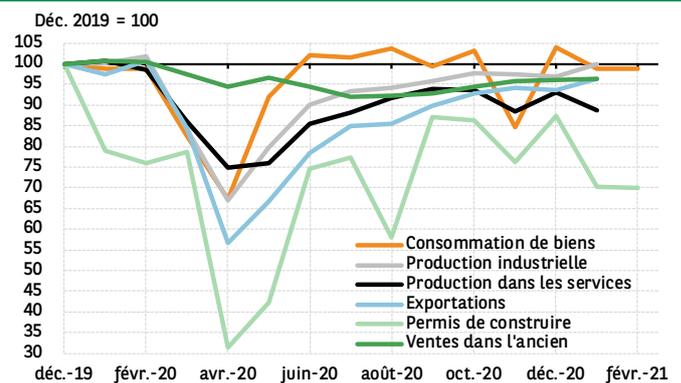
CAPACITÉ DE REBOND DES ENQUÊTES DE CONFIANCE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, MARKIT, BNP PARIBAS

CAPACITÉ DE REBOND DES DONNÉES D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

de la vaccination et le soutien effectif du *policy mix*. En 2022, la croissance resterait forte (4,4%). Selon notre scénario, le PIB français dépasserait son niveau d'avant-crise au T1 2022. Ce retour marquerait une première étape. Il n'y a pas de doutes qu'il adienne, à un moment donné ou un autre ; la question porte sur le temps que cela prendra, plus ou moins long. Revenir au niveau d'avant-crise en l'espace d'un an environ peut être considéré comme un temps relativement court au regard du choc subi. En revanche, il existe une grande différence entre retrouver le niveau d'avant-crise et retrouver la trajectoire, c'est-à-dire le niveau que le PIB aurait atteint en l'absence de crise. L'ampleur de l'écart est une mesure de l'ampleur des séquelles de la crise. Si les États-Unis semblent partis pour revenir sur cette trajectoire d'avant-crise dès 2021, ce qui est remarquable, ce retour n'est pas acquis pour la France. Sur la base de nos prévisions jusqu'en 2022 et de celles du FMI de 2023 à 2025, l'écart serait encore légèrement inférieur à 1% en 2025.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

LA REPRISE S'ÉLOIGNE

En 2020, le PIB réel de l'Italie a chuté de 8,9% et près de 2,5 millions d'emplois équivalents temps plein ont été perdus. La consommation a été le principal moteur de la récession, expliquant les trois-quarts de la baisse. La stagnation des revenus et le manque de confiance ont doublé la propension des ménages à épargner. Le secteur le plus affecté par la crise est celui des services, dont la valeur ajoutée recule de 8,1%, tandis que le manufacturier a été soutenu par la reprise modérée des exportations. Les problèmes soulevés par la pandémie se sont trouvés aggravés par certaines difficultés structurelles qui entravent la croissance depuis quelque temps. Au cours des prochaines années, il sera difficile de renouer avec un schéma de croissance robuste à moins d'interventions décisives stimulant l'innovation et la productivité.

LES MÉNAGES EN MAL DE REVENUS ET DE CONFIANCE

Après un rebond au T3 2020 (+15,9%), le PIB réel a reculé de 1,9% au T4. La seconde vague de la pandémie a nécessité de nouvelles mesures restrictives. La contribution de la demande, intérieure comme extérieure, a été négative. Les exportations ont moins progressé que les importations, tandis que la contraction de la consommation a plus qu'absorbé l'augmentation de l'investissement et la contribution positive de la dépense publique.

Sur l'ensemble de l'année 2020, le PIB réel chute de 8,9%. La consommation explique environ les trois-quarts de la baisse, une proportion beaucoup plus élevée qu'au cours des deux précédentes récessions. En baisse de 10,7%, la dépense privée pèse à hauteur de 6,5% dans la contraction du PIB. Les ménages italiens ont pâti à la fois d'une évolution décevante de leurs revenus et d'une détérioration de la confiance. En 2020, près de 2,5 millions d'emplois (équivalents temps plein) ont été perdus. Entre janvier et septembre, le revenu disponible brut des ménages a diminué de plus de EUR 20 mds et la propension à épargner a doublé, sous l'impact cumulé des mesures restrictives et d'un comportement plus prudent des consommateurs.

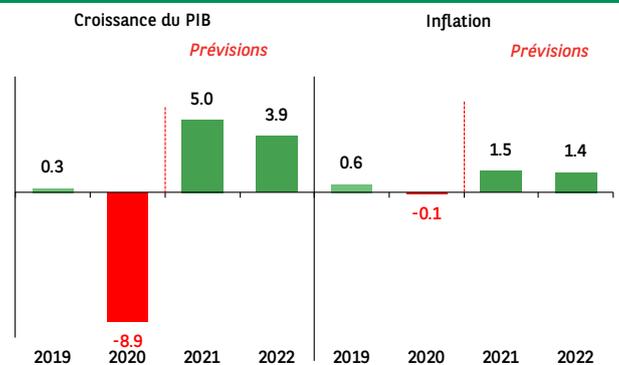
En 2020, les ménages italiens ont réduit certaines dépenses (loisirs, culture, transports, restaurants et hôtels) et dépensé davantage dans l'alimentation, les outils de communication, le logement et certains services. Malgré la pandémie, les dépenses de santé (produits et dispositifs médicaux, équipements et services hospitaliers) ont reculé de 6,2%. Les achats en ligne, qui représentaient 4% du total des ventes de détail en 2019, ont bondi de 35%.

2020 : GRAVE CRISE DU SECTEUR DES SERVICES

Le secteur de services, le seul à avoir effacé en 2019 la baisse des deux précédentes crises, a souffert bien plus que le reste de l'économie. En 2020, la valeur ajoutée produite par les services a fondu de 8,1%, pour une contribution négative de 6%, et le nombre des emplois a été amputé de 11% en équivalents temps plein, soit près de 2 millions d'emplois en moins par rapport à 2019.

La récession a touché de nombreux secteurs, mais certains moins que d'autres. La valeur ajoutée a augmenté de 1,9% dans le secteur de l'information et de la communication, tandis qu'elle s'est contractée de 2,6% dans la finance et l'assurance, et d'environ 15% dans les divertissements et loisirs, et dans le transport et le stockage. L'hôtellerie et la restauration ont été les secteurs les plus touchés, avec une chute de 40% de la valeur ajoutée et un demi-million d'emplois équivalents temps plein détruits. La crise du tourisme reflète aussi les restrictions aux déplacements transfrontaliers. Le nombre d'étrangers voyageant en Italie est ainsi passé de 96,2 millions en 2019 à 39 millions en 2020, et leurs dépenses ont chuté de EUR 44,3 mds à EUR 17,4 mds.

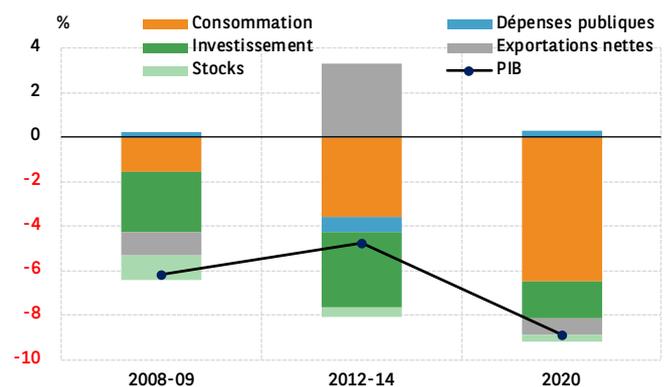
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNL, CALCULS DEPUIS DONNÉES ISTAT

UN SECTEUR MANUFACTURIER PLUS RÉILIENT

En 2020, la valeur ajoutée du secteur manufacturier a diminué de 11,4%, principalement en raison d'une forte contraction au premier semestre, tandis que l'industrie a stagné au T4. Le nombre de salariés du secteur manufacturier a été réduit de 376 000 équivalents temps plein (-11%), à un peu plus de 3 millions.

Le secteur du textile, de l'habillement et de la chaussure a accusé une baisse de la valeur ajoutée de près de 25% et de nombreux emplois ont été perdus. Le secteur de l'alimentation et des boissons a été moins touché, de même que les biens intermédiaires, comme les produits chimiques et ceux en caoutchouc et en plastique. Le secteur manufacturier a été soutenu par l'accroissement modéré des exportations. Les données de la balance commerciale montrent qu'en valeur, les ventes italiennes à l'étranger ont presque entièrement effacé le recul de la première partie de la crise.

À PANDÉMIE NOUVELLE, VIEUX PROBLÈMES

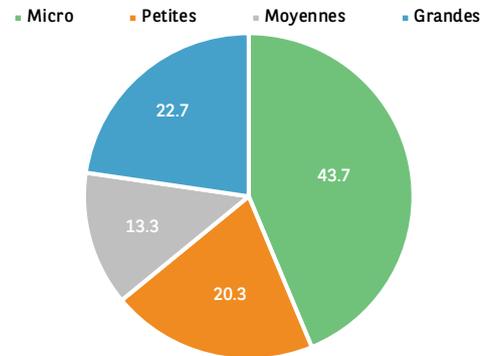
En Italie, les problèmes soulevés par la pandémie de Covid-19 se sont superposés à des difficultés structurelles qui entravent la croissance du pays depuis quelque temps et les ont aggravées (dette publique élevée, système de production fragmenté, faible investissement dans l'éducation, la R&D et l'innovation). Il sera difficile d'emprunter une trajectoire de croissance robuste en l'absence d'initiatives décisives pour stimuler l'innovation, la productivité et le développement durable.

Au moment où la pandémie de Covid-19 a frappé, les derniers chiffres disponibles laissent apparaître une importante fragmentation du système productif italien : en Italie, les TPE représentent 95% des entreprises, concentrent 43,7% des emplois et créent 27,5% de la valeur ajoutée. Par comparaison avec les autres pays européens, les entreprises italiennes sont plus petites, employant en moyenne 4 salariés (contre 4,5 en Espagne, 5,6 en France et 11,9 en Allemagne). La taille des entreprises affecte à la fois leur productivité et leur propension à investir. En Italie, la productivité du travail s'établit à EUR 30 000 dans les TPE, contre EUR 72 680 dans les grandes entreprises. Dans le secteur manufacturier, une grande entreprise investit en moyenne chaque année environ EUR 14 500 par salarié, contre EUR 3 600 pour une TPE. La prévalence des TPE et des PME, et la faiblesse de la productivité et de la propension à l'investissement qui en découle, sont à la fois la cause et l'effet de la rareté des postes qualifiés et des infrastructures numériques dans les entreprises italiennes. Les dernières données Istat disponibles montrent qu'en Italie, seulement 5,1% des salariés du système productif ont suivi une formation ou obtenu un diplôme de l'enseignement supérieur.

Par ailleurs, la taille des entreprises affecte considérablement l'utilisation des infrastructures numériques : les entreprises entrées dans l'ère numérique (celles qui ont intégré les technologies disponibles et en font un usage avancé) sont principalement de grandes entreprises. Ainsi, 23% des entreprises de plus 500 salariés, 15% des entreprises de 250 à 499 salariés et 10 % des entreprises de 100 à 249 salariés répondent à cette définition. Parmi les petites entreprises, elles sont moins de 2,3%.

Les limites structurelles d'une partie du système productif italien affectent, en outre, la capacité d'adaptation et l'efficacité de la réponse aux défis posés par la pandémie de Covid-19. Une analyse récente d'Istat répartit les entreprises italiennes en cinq catégories face à la crise actuelle : 1. les « statiques en crise » (entreprises lourdement affectées par les mesures sanitaires d'urgence et qui n'ont pas adopté de stratégie spécifique) ; 2. les « statiques résilientes » (celles qui n'ont pas mis en place de réponse parce qu'elles ne pâtissent pas d'effets négatifs significatifs) ; 3. les « proactives en détresse » (frappées par la crise, mais elles n'ont pas mis en place de stratégies de réponse) ; 4. les « proactives en expansion » (à peine affectées par la crise, n'ont pas modifié leur schéma de développement) ; 5. les « proactives avancées » (bien qu'affectées par la crise, elles ont accru leurs investissements par rapport à 2019).

SYSTÈME PRODUCTIF PAR TAILLE DES SOCIÉTÉS (% DU TOTAL)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : BNL, CALCULS DEPUIS DONNÉES ISTAT

À fin 2020, environ 75% des entreprises italiennes employant au moins trois salariés n'avaient pas défini de cadre stratégique pour faire face aux conséquences de la crise à moyen ou long terme, et environ un tiers montraient des signes de crise ou de détresse. Les cinq groupes étaient fortement homogènes en termes de taille : les « statiques en crise » étaient en moyenne beaucoup plus petites que les « proactives avancées » (6,5 salariés pour les premières et 47,2 pour les secondes). Même si les réactions des entreprises face à la crise dépendent en grande partie de l'impact des mesures de confinement sur les différents secteurs, il est évident que les entités les moins productives (coûts de personnel élevés, main d'œuvre peu qualifiée et activité domestique) ont été, de loin, les plus touchées.

La valeur ajoutée par salarié des « proactives avancées » est plus de deux fois supérieure à celle des « statiques en crise » (environ EUR 73 000 contre EUR 33 000) et leurs salariés sont en moyenne plus diplômés. Par secteur d'activité, les entreprises les plus réactives sont plus nombreuses dans l'industrie, notamment la chimie, la pharmacie, l'électronique et les boissons. Dans les services, celles qui ont le mieux réagi face à la crise travaillent principalement dans les télécommunications, l'informatique, la finance et l'assurance. Parmi les entreprises qui ont le plus pâti de la crise, indépendamment du secteur d'activité, un fort pourcentage n'avait investi dans aucun domaine (R&D, ressources humaines, technologies et numérique, capital humain et formations, internationalisation, responsabilité sociale et environnementale) et n'a, par conséquent, pas modifié sa stratégie face à la crise.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

17

UN REDÉMARRAGE QUI SE FAIT ATTENDRE

L'activité économique est restée très fragile en ce début d'année 2021. À l'épidémie de Covid-19 s'est ajoutée, début janvier, la tempête Filomena, dont les effets délétères, sur la consommation notamment, se sont fait clairement ressentir. Les ventes automobiles et celles de détail ont ainsi fortement chuté au cours de l'hiver. Nous prévoyons désormais une croissance du PIB nulle au T1. L'activité économique pourrait néanmoins rebondir au printemps, et plus fortement cet été, même si les risques baissiers, liés au variant anglais et à une possible quatrième vague de contaminations, ne peuvent être totalement écartés. Nous anticipons une croissance du PIB réel de 5,9% en 2021, et de +5,6% en 2022. Cela fait suite à une contraction record de l'activité de 10,8% en 2020.

Pour faire face à la crise sanitaire qui se prolonge, le gouvernement a prorogé une grande partie des mesures d'urgence mises en place en 2020, dont le moratoire sur les faillites d'entreprises (étendu jusqu'au 31 décembre 2021) et le dispositif ERTE de chômage partiel (en place pour l'heure jusqu'au 31 mai prochain). Un nouveau stimulus budgétaire de EUR 11 milliards a également été approuvé le 12 mars dernier. Il est constitué de EUR 7 mds d'euros d'aides directes aux entreprises dans les secteurs et les régions les plus en difficulté¹, de EUR 3 mds destinés à la restructuration de la dette des entreprises, et EUR 1 md pour d'éventuelles recapitalisations. La persistance de l'épidémie et les difficultés économiques attendues vont très certainement amener les dépenses publiques à dépasser des prévisions initiales. Pour l'heure, le gouvernement a officialisé un budget record de EUR 239,8 mds pour 2021 et la Banque d'Espagne, dans son scénario central, anticipe un déficit public de 7,7% du PIB cette année. Ce dernier s'est établi à 10,1% du PIB en 2020, un record.

UN ESPOIR CONTENU

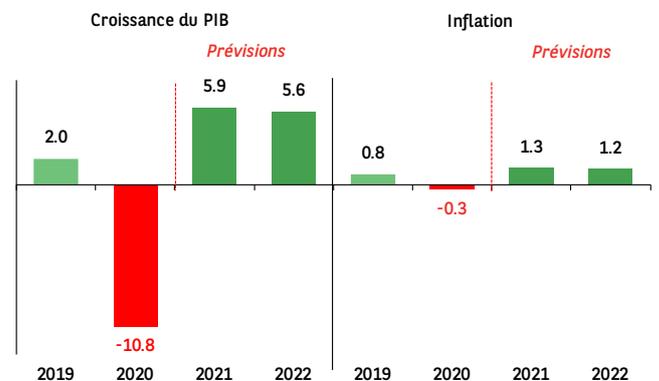
Il y a néanmoins de bonnes raisons d'espérer que l'activité se redresse plus significativement à partir du printemps, et plus encore cet été : sur le plan sanitaire, les chiffres des contaminations dans le pays ont fortement chuté, même si la courbe épidémique est repartie légèrement à la hausse fin mars. La campagne de vaccination progresse, mais à un rythme certes peu soutenu. Au 29 mars, près de 16% de la population avait reçu une première injection du vaccin, ce qui place l'Espagne dans la tranche haute en Europe, mais bien loin des taux de vaccination observés aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Le Premier ministre Pedro Sanchez a néanmoins annoncé un quadruplement du nombre de doses, et donc une forte accélération de la vaccination au T2. L'objectif du gouvernement - vacciner 70% de la population d'ici à la fin de l'été - reste pour l'heure d'actualité, même si l'approvisionnement en vaccins demeure un obstacle important qui perdurera très certainement dans les mois à venir.

Un relâchement progressif des mesures de restriction devrait conduire à un rebond significatif de l'activité. C'est ce que laissent, par ailleurs, présager certains indicateurs de confiance pour le secteur des services à moyen terme, les PMI notamment, qui ont bondi cet hiver (cf. graphique 2). De plus, lors du premier déconfinement en mai 2020, l'activité économique s'était rétablie fortement, le PIB ayant enregistré une croissance trimestrielle en volume de 16,4% au T3. En outre, la conjoncture mondiale est meilleure aujourd'hui qu'à l'été dernier, en particulier aux États-Unis et en Asie. Cela devrait tirer vers le haut les exportations de biens espagnols à destination de ces régions, même si le bénéfice qu'en tirera l'Espagne devrait être moins important que celui de ses voisins européens (cf. encadré sur la page suivante).

1. Les aides seront accessibles à 95 secteurs. Par ailleurs, EUR 2 milliards seront alloués exclusivement aux Îles Baléares et aux Îles Canaries, deux régions fortement touchées sur le plan économique par la crise du coronavirus

2. Voir BNP Paribas Ecoflash, Zone Euro : À chaque pays, sa reprise économique, 20 mai 2020.

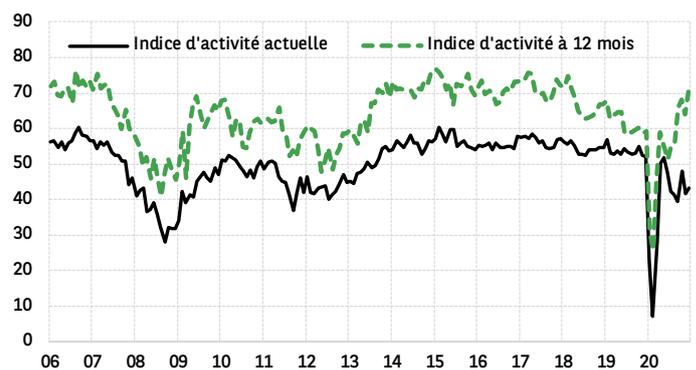
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

INDICES PMI POUR LES SERVICES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MARKIT, REFINITIV

Comme nous l'avons vu dans un précédent Ecoflash², compte tenu de la structure de l'économie espagnole, tournée vers les services et le tourisme, avec un tissu important de PME et de contrats précaires, l'épidémie de Covid-19 pourrait laisser davantage de stigmates sur l'activité à moyen terme, comparativement aux trois grands autres pays



européens. L'évolution des marchés d'actions semblent attester de ce sentiment puisque l'indice boursier espagnol (Ibex) oscillait encore, fin mars, autour de 15% en dessous de son niveau d'avant-crise. Une part plus conséquente du retard avait été comblée en France (CAC40) et en Italie (FTSE MIB), tandis que l'indice allemand (Dax) avait atteint un nouveau record dès la mi-mars.

VERS UN REBOND DE L'INFLATION AU PRINTEMPS ?

La faiblesse de l'activité en ce début d'année a limité le rebond des prix à la consommation, à l'inverse de ce qui a été observé dans la plupart des autres grands pays européens. Alors que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro a rebondi de 0,7% entre décembre et février, il a baissé, au cours de la même période, de 0,8% en Espagne (Eurostat). En glissement annuel, l'IPCH espagnol est même retombé en territoire négatif en février. Le seul rebond notable concerne les prix de l'énergie – et par extension ceux des transports – et fait suite à la hausse du prix des matières premières au cours de l'hiver. Cependant, une remontée de l'inflation au printemps n'est pas à écarter : les goulets d'étranglement sur les chaînes de production mondiales (visibles dans les enquêtes PMI notamment) pourraient se traduire, à terme, par une accélération de l'inflation dans le pays. Une reprise d'activité prononcée au T2 constitue un second risque haussier significatif pour l'inflation.

PLAN DE RELANCE : MADRID EN MARCHE ACCÉLÉRÉE

Les semaines qui se profilent coïncideront avec la finalisation et l'envoi du plan de relance national (« Plan de relance, de résilience et de transformation ») à la Commission européenne. L'exécutif espagnol a indiqué son intention de soumettre son plan à Bruxelles d'ici à mi-avril, soit deux semaines avant la date limite imposée par la Commission européenne³. Les premiers versements du fonds Next Generation EU ne devraient cependant se faire qu'à partir du second semestre 2021. Pour accélérer le processus, le gouvernement espagnol envisage de procéder à des émissions de dettes obligataires, qui seront ensuite remboursées lorsque les transferts de l'UE seront effectifs. Ce plan de relance, qui doit se calquer sur les exigences de la Commission européenne, se compose pour près des deux-tiers d'investissements en faveur de la transition écologique et numérique.

L'un des défis majeurs pour l'exécutif espagnol sera néanmoins de transformer ces allocations « théoriques » en investissement sur le terrain. Le bilan de l'Espagne dans l'utilisation des aides structurelles européennes est en effet médiocre. Au cours du précédent budget pluriannuel européen (ESIF), pour la période 2014-2020, l'Espagne n'a utilisé que 40% des aides allouées, soit le deuxième taux d'absorption le plus bas, après la Croatie.

Enfin, en marge de la situation sanitaire, les élections anticipées au parlement régional de Madrid du 4 mai constitueront une échéance politique importante du printemps. Le leader du parti Podemos Pablo Iglesias a annoncé sa candidature à la présidence de la région et a quitté son poste de vice premier ministre, poste désormais occupé par la ministre des Affaires économiques Nadia Calviño. Le leader de Podemos fera face à la présidente sortante, et membre du Parti populaire, Isabel Diaz Ayuso.

LA DÉPENDANCE À L'ÉGARD DU MARCHÉ COMMUN EUROPÉEN : UN FREIN À LA REPRISE EN ESPAGNE ?

Bien que le tourisme représente une part majeure des recettes « extérieures » de l'Espagne, les exportations de biens restent un secteur très important dont le poids dans l'économie a continué de croître au fil des années. La part des exportations de biens dans le PIB s'est ainsi progressivement élargie pour atteindre 24,1% en 2020, alors qu'elle n'était que de 18,5% en 2007 à la veille de la crise financière mondiale (données du FMI). À noter que la pandémie n'a pas modifié de façon notable la part des exportations par rapport à 2019.

Cette évolution s'est accompagnée d'une plus forte concentration des exportations espagnoles vers l'Union européenne et en particulier la France. À l'inverse, pour l'Allemagne, la France et l'Italie, la part des exportations vers l'Union européenne est restée globalement stable – et historiquement bien inférieure à celle de l'Espagne (cf. tableau ci-dessous). Celle-ci devrait donc bénéficier comparativement moins de la reprise d'activité et de la hausse de la demande, plus soutenue aux États-Unis et en Chine notamment. Par extension, l'Espagne devrait plus pâtir du retard dans les campagnes de vaccination, et donc de la levée plus tardive des restrictions d'activité au sein de l'UE.

	Espagne	Allemagne	France	Italie
Part dans les exportations mondiales en 2020 (%) :	1,8	7,9	2,9	2,9
% exportations nationales vers :				
Etats-Unis	4,6	8,8	8,0	9,6
Chine	2,7	7,6	4,1	2,8
Japon	0,9	1,5	1,4	1,6
UE	59,7	52,5	52,4	50,8
Zone euro	52,6	36,8	45,6	41,0
Royaume-Uni	6,7	5,7	6,6	5,2
Asie (hors Chine et pays «avancés»*)	1,4	2,5	3,0	2,3
Moyen-Orient	2,6	2,0	3,5	3,7
Afrique	5,4	1,4	4,7	2,7
Autres destinations	16,1	17,9	16,2	21,1

* Pays avancés d'Asie (classification du FMI) : Australie, Hong-Kong, Japon, Corée du Sud, Nouvelle Zélande, Singapour et Taiwan

SOURCE : FMI, DIRECTION DES STATISTIQUES

Ces élections à Madrid feront suite à celles qui ont eu lieu en Catalogne en février dernier, et qui ont conduit à un renforcement des partis séparatistes. Depuis de nombreuses années, la situation politique en Espagne constitue un risque sous-jacent venant s'aggraver aux difficultés économiques du pays, significatives aujourd'hui et qui risquent de s'aggraver avec la crise du coronavirus.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Guillaume Derrien
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

³ <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11125823/03/21/Moncloa-enviara-en-15-dias-a-la-UE-su-plan-para-los-fondos.html>



DANS L'ATTENTE D'UN NOUVEAU GOUVERNEMENT

Grâce à la bonne santé des finances publiques et au choix d'un confinement léger, les Pays-Bas ont mieux surmonté la crise que ses voisins. L'économie était néanmoins en légère récession au T1 2021. Les indicateurs du sentiment économique pointent en direction d'un redressement marqué au second semestre. Malgré la nette victoire du gouvernement sortant aux élections législatives en mars, la formation d'une nouvelle coalition se déroule dans un climat de nervosité. Les doutes se renforcent sur la capacité de Mark Rutte à diriger son quatrième gouvernement successif. La nouvelle coalition aura pour principale tâche la mise en œuvre d'un plan de reprise.

LÉGÈRE RÉCESSION AU PREMIER TRIMESTRE 2021

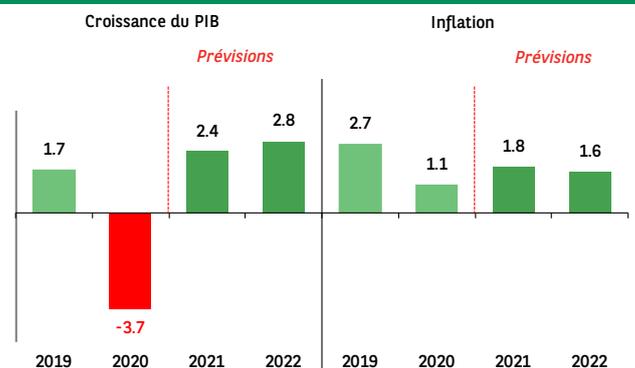
La stratégie de confinement léger, annoncée par le gouvernement en mars 2020, a, dans un premier temps, porté ses fruits. En 2020, l'économie s'est contractée de 3,7 %. Ce repli, comparable à celui de 2009, pendant la crise financière, constitue néanmoins une meilleure performance que celles des pays voisins. Le taux d'incidence ayant rapidement augmenté à l'automne, un deuxième confinement partiel a été instauré à partir de la mi-octobre. Les mesures ont été progressivement durcies au cours des mois suivants. La mise en place d'un couvre-feu, en janvier, a déclenché des émeutes sans précédent et des pillages dans de nombreuses villes du pays.

L'impact économique du deuxième confinement devrait être beaucoup plus limité que celui du premier, de mars à mai. Au T4 2020, le PIB a perdu 0,1 %, en grande partie sous l'effet de la baisse de la consommation des ménages (-1,4 %). Un nouveau recul du PIB (-0,5 %) est attendu au T1 2021 : à titre de comparaison, la richesse nationale avait accusé une chute de 9 % au T2 2020. Ces résultats s'expliquent en partie par l'efficacité de la réaction des politiques publiques à la crise. Grâce au dispositif d'emploi partiel, le taux de chômage a baissé à 3,6 % en février après avoir atteint un pic à 4,6 % en août dernier. Toujours en février, les faillites ont atteint leur niveau le plus bas depuis trente ans. De plus, comme l'épargne des ménages s'inscrit à des niveaux historiquement élevés, en raison de possibilités de consommation limitées, les prix des logements ont flambé. Comme ailleurs en Europe, le climat des affaires s'est amélioré en mars, à la faveur de l'augmentation du commerce mondial. Pour autant, la confiance des ménages a continué à stagner.

INCERTITUDE AUTOUR DE LA FORMATION D'UN GOUVERNEMENT

À l'issue des élections législatives du mois de mars, le VVD (libéraux-conservateurs), dirigé par le Premier ministre, Mark Rutte, est resté le plus grand parti du pays. À la surprise générale, D66 (sociaux-libéraux) est arrivé en deuxième position. Le maintien de la coalition sortante de centre-droit avec le CDA et la CU (chrétiens-démocrates) serait, en théorie, une possibilité malgré les lourdes pertes essuyées par le CDA. Cependant, la confusion qui a régné pendant la première phase du processus laisse penser qu'il faudra un certain temps avant qu'un gouvernement soit en place. Après avoir perdu cinq sièges, le CDA, qui est par ailleurs en proie à des divisions internes, pourrait être réticent à rallier la nouvelle coalition. Le PvdA (sociaux-démocrates) et GL (Gauche verte) sont prêts à faire partie de la nouvelle équipe au pouvoir, mais cela impliquerait un changement de politique. Par ailleurs, sévèrement critiqué par les membres de la coalition sortante, lors d'un débat parlementaire sur la formation d'un gouvernement, M. Rutte risque de constituer un obstacle dans ce processus. En règle générale, la formation d'un nouveau gouvernement s'étale sur plusieurs mois : celle du gouvernement sortant a pris 225 jours, un record. Or il y a urgence car le pays a besoin d'un nouveau gouvernement pour mettre en place un plan de reprise.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Quelle que soit l'issue de ce processus, le nouveau gouvernement poursuivra une politique budgétaire prudente. Grâce à la bonne situation financière du pays au début de la crise, le gouvernement a été en mesure de mieux soutenir son économie que ses voisins. Malgré le succès remporté par le parti pro-européen D66, le gouvernement devrait rester mesuré sur le renforcement de l'intégration européenne en raison de la progression des partis eurosceptiques au Parlement.

HAUSSE DES FAILLITES APRÈS LA DIMINUTION DES AIDES

Dans les prochains mois, avec la diminution attendue des cas de Covid-19, les restrictions liées au confinement pourraient être progressivement levées. La demande des ménages sera probablement l'un des principaux moteurs de la croissance dans les prochains trimestres, car les taux d'épargne vont retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie. Dans le court terme, l'économie pourrait renouer avec son taux de croissance antérieur à la crise.

Dans le même temps, le gouvernement va probablement supprimer de manière progressive les mesures d'aide, ce qui pourrait causer des problèmes à certaines entreprises, maintenues en vie par les transferts, les garanties de prêts et les dispositifs de chômage partiel. Le taux de faillite est appelé à augmenter, pour ce qui est en particulier des entreprises déjà fragiles avant la crise sanitaire. Les conditions d'emploi pourraient ainsi se détériorer de nouveau avec une progression du chômage à 5 % de la population active vers la fin de l'année. En conséquence, les augmentations salariales fixées dans le cadre des négociations collectives pourraient ralentir à 1,5 %.

Achevé de rédiger le 1^{er} avril 2021

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



BELGIQUE

20

DE LA LUMIÈRE AU BOUT DU TUNNEL

L'économie belge s'est contractée de 6,3 % en 2020, le repli le plus important depuis la Seconde Guerre mondiale. Un 4^e trimestre meilleur que prévu a permis une légère augmentation des données finales, avec un effet positif sur le taux de croissance 2021, qui devrait s'établir à 3,7 %. La consommation a pâti du deuxième confinement mis en place à la fin de l'année. Elle devrait plonger de nouveau en avril, le gouvernement ayant réinstauré les achats sur rendez-vous et demandé une prolongation des vacances de Pâques. Le chômage a sensiblement augmenté, mais moins que ce qu'on aurait pu craindre, et la vague de faillites, anticipée depuis longtemps, n'a pas eu lieu. Des choix difficiles attendent le gouvernement de coalition, dont la priorité sera de freiner le déficit budgétaire dans les années à venir.

VUE D'ENSEMBLE

La consommation des ménages, qui avait reculé de 12 % en glissement trimestriel au T2, n'a que partiellement rebondi au second semestre 2020. Le total des dépenses en capital a surpris par sa bonne tenue en 2020, après avoir reculé de plus de 20 % au T2. Toutefois, avec la forte reprise enregistrée au T3 et au T4, le total des investissements en capital s'est sensiblement rapproché, à la fin de l'année, des niveaux pré-Covid (-2 %). Les dépenses publiques ont diminué, les activités médicales non urgentes ayant été déprogrammées avec l'instauration du deuxième confinement, comme cela avait été le cas lors du premier. À la fin du mois dernier, devant l'augmentation des admissions hospitalières, le gouvernement a dû annoncer un troisième confinement. Les écoles seront fermées pendant au moins trois semaines et les magasins non essentiels ne travailleront que sur rendez-vous. Quel en sera l'impact sur les paramètres du virus? On l'ignore encore. Il y a quelques semaines à peine, le gouvernement avait proposé la date du 1^{er} mai pour la réouverture des bars et restaurants. Il est difficile de dire pour le moment s'il pourra la maintenir.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

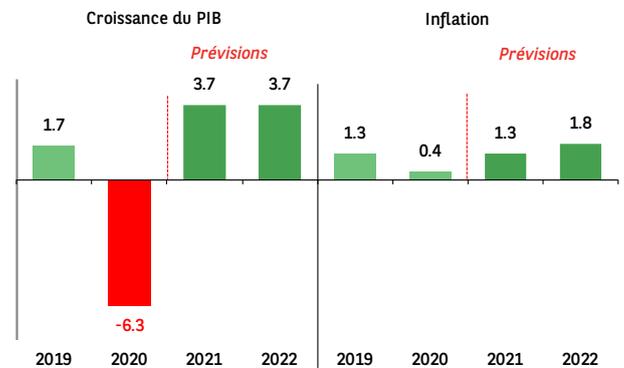
Pour 2021, nous tablons sur un redressement partiel du PIB, avec un retour au niveau du T4 2019 seulement au second semestre 2022. Il faut s'attendre à une certaine divergence des composantes des dépenses sous-jacentes à court terme. En début d'année, les dépenses de consommation s'inscrivaient toujours en retrait d'environ 5 % par rapport au niveau pré-Covid, mais elles devraient, d'après nos prévisions, pleinement se redresser vers la fin de 2021.

D'après les données d'enquête, l'investissement des entreprises en 2022 devrait rester inférieur de 11 % au niveau qui aurait dû être le sien en l'absence de pandémie. Nous tablons sur un rattrapage partiel de l'investissement public et de celui des ménages d'ici là, avec un redressement, à hauteur des niveaux du T4 2019, attendu vers la mi-2022 pour l'investissement total. La rapidité de la reprise sera largement fonction de l'évolution de la crise sanitaire. Le rythme des vaccinations est conforme à celui des pays voisins, mais bien inférieur à ceux des États-Unis et d'Israël. Malgré l'incertitude à court terme, les scénarios prévoient, pour la plupart, au moins un assouplissement partiel des mesures de distanciation sociale les plus restrictives vers la fin de l'année. Les risques restent néanmoins orientés à la baisse.

MARCHÉ DU TRAVAIL

Le taux de chômage en Belgique est ressorti à 5,8 % à la fin de 2020, contre 5,1 % en début d'année. Au début de la crise sanitaire, le gouvernement belge a instauré plusieurs mesures visant à soutenir le marché du travail. Ainsi, la générosité du plan de chômage partiel a été renforcée et l'accès à ce dispositif a été facilité pour les salariés.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

En avril 2020, 1,2 million de travailleurs y ont recouru, soit une forte hausse par rapport à la moyenne historique de 100 000 bénéficiaires à peine. Ce chiffre a rapidement baissé pendant l'été pour atteindre environ 250 000 personnes. Malgré les craintes d'une évolution dans un sens opposé, le deuxième confinement introduit à la fin de 2020 n'a donné lieu qu'à une légère hausse des inscriptions au chômage partiel, avec moins de 300 000 bénéficiaires en décembre 2020.

Une fois que le dispositif actuel et les différentes mesures adoptées en faveur des travailleurs indépendants auront expiré, le chômage réel devrait sensiblement augmenter, sous l'effet de trois facteurs distincts : le passage du chômage partiel au chômage complet pour bon nombre de travailleurs, l'arrêt de l'activité des travailleurs indépendants et les mises en faillite des entreprises employant plus de dix personnes. Résultat : il faut s'attendre à 100 000 chômeurs de plus à la fin de 2021. D'après nos prévisions, la situation devrait ensuite progressivement s'améliorer avec un recul du chômage de 7,7 %, à son point culminant, à moins de 7 % vers la fin de 2022.

L'organisation du travail reste très différente de ce qu'elle était avant la pandémie de Covid-19. En mars, un salarié sur trois déclarait être en télétravail, tout au moins partiellement. Alors que la moitié des participants aux enquêtes de l'ERMG (*Economic Risk Management Group*) font état de quelques impacts négatifs sur la productivité, les entreprises s'attendent à ce que le télétravail devienne une constante à l'issue de la crise sanitaire. Dans l'ensemble de l'économie, l'espace de bureau physique par salarié devrait diminuer de près de 10 % au cours des cinq prochaines années. Cela aura sans aucun doute des répercussions sur le marché de l'immobilier de bureau.



IMMOBILIER

Les prix des logements restent néanmoins sur une trajectoire haussière, et ce en dépit de facteurs de freinage des prix. Ainsi, le gouvernement flamand a réduit, en 2019, l'avantage fiscal lié aux prêts hypothécaires ou «*woonbonus*» et le revenu disponible n'a que modestement augmenté. Le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt a néanmoins atténué l'impact de cette mesure. Le modèle de la Banque nationale de Belgique fait ressortir une surévaluation de 13,5 % par rapport aux fondamentaux sous-jacents à la fin de 2020.

La finalisation des transactions immobilières a été suspendue au cours de la phase la plus stricte du premier confinement en avril 2020, mais les niveaux d'activité se sont rapidement redressés pendant le reste de l'année. L'encours des prêts hypothécaires a continué à augmenter, malgré des conditions plus strictes en termes de rapport prêt-valeur, instaurées par la Banque nationale de Belgique (BNB). La dette agrégée des ménages est ressortie à 66 % du PIB en 2020, un niveau légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro (62 %).

FINANCES PUBLIQUES

Rapportées au PIB, les recettes publiques sont restées stables, mais elles ont été amputées de EUR 12 mds en termes nominaux, l'économie ayant accusé une contraction de 6,3 %. Les dépenses hors paiements d'intérêts ont représenté près de 50 % du PIB au cours des deux dernières années. L'accroissement des dépenses à divers niveaux des administrations publiques a porté ce chiffre à près de 60 % pour l'ensemble de l'année 2020. Au total, la BNB estime le montant des mesures de relance budgétaire à EUR 36 mds, soit 8 % du PIB. Les deux tiers environ de ce montant correspondent aux dépenses discrétionnaires et le solde, aux stabilisateurs automatiques, qui entrent en jeu en période de basse conjoncture.

Entre autres mesures importantes, il convient de noter l'extension du dispositif de chômage partiel (EUR 4 mds), le «*droit passerelle*» en faveur des travailleurs indépendants (EUR 3 mds) et les primes compensatoires versées en cas de fermeture administrative ou de forte chute du chiffre d'affaires (EUR 3 mds) sans compter d'autres aides pour le secteur de la santé (EUR 6 mds).

Grâce à un environnement de taux exceptionnellement bas, le gouvernement belge a pu réduire encore les taux d'intérêt moyens sur l'encours de la dette. C'est ainsi que malgré l'envolée du ratio dette/PIB à 116 %, les charges d'intérêts annuels ont poursuivi leur trajectoire baissière, passant de 2,0 % du PIB, en 2019, à 1,8 % du PIB l'année dernière. Les taux d'intérêt moyens sur l'encours de la dette devraient reculer encore, d'environ 1,7 %, actuellement, à 1,3 % en 2022.

Malgré cette évolution favorable, la soutenabilité de la dette reste préoccupante à long terme. Avec la réorientation progressive des priorités du gouvernement, de la lutte contre la crise au redémarrage de l'économie, un énorme défi attend le Premier ministre fédéral. Alexander De Croo devra, en effet, pouvoir compter sur une coalition à l'unisson pour décider de la marche à suivre à présent.

Achevé de rédiger le 31 mars 2021

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



PORTUGAL

22

LE PLUS DUR EST PASSÉ

Le Portugal a été l'un des pays européens les plus durement touchés par la troisième vague de Covid-19 survenue cet hiver. Le gouvernement a réinstauré un confinement « dur », ce qui a permis de réduire drastiquement la propagation du virus. Un plan progressif de déconfinement a débuté le 15 mars et s'achèvera le 3 mai prochain. L'espoir d'une reprise économique solide repose sur la campagne de vaccination qui se déroule pour l'heure, et comme partout dans l'UE, à un rythme peu soutenu. Le succès de la vaccination en Grande-Bretagne offre néanmoins des perspectives de reprise intéressantes pour le secteur touristique portugais, très dépendant des visiteurs d'outre-Manche. Le PIB en volume pourrait rebondir à hauteur de 5,0%-5,5% en 2021, après une contraction de 7,6% en 2020.

À l'instar de la Grande-Bretagne, le Premier ministre António Costa a dévoilé un plan de déconfinement très progressif qui a débuté le 15 mars dernier, et qui « s'achèvera » le 3 mai prochain avec la réouverture, entre autres, des restaurants et des cafés. Sur le plan économique, un nouveau paquet budgétaire de EUR 7 mds a été annoncé le 12 mars. L'enjeu des prochaines semaines sera de permettre au secteur touristique de redémarrer. Des mesures importantes ont d'ores et déjà été prises dans ce sens : à compter du 17 mai, les voyageurs britanniques seront autorisés à entrer sur le territoire portugais, à la condition de présenter un certificat de vaccination contre la Covid-19 ou un document attestant d'un test PCR négatif récent. Cette annonce fait suite à la décision du gouvernement britannique de retirer le Portugal de sa liste rouge, évitant ainsi aux voyageurs de retour du Portugal d'observer une quarantaine de 10 jours. Ces perspectives positives se sont reflétées sur les indices de confiance, et notamment l'indice de sentiment économique (ESI) de la Commission européenne, qui a bondi en mars (+7,6 points à 93,1). L'ESI reste néanmoins à un niveau bien inférieur à celui d'avant-crise et la confiance des consommateurs est particulièrement fragile.

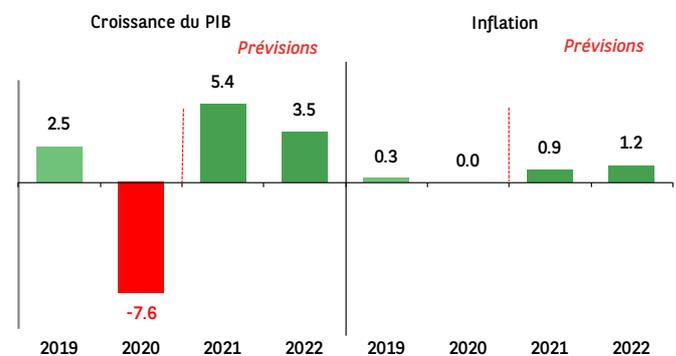
Sur le front de l'emploi, il est certain que les mesures de soutien apportées par le gouvernement ont permis de limiter la casse : l'emploi a chuté de 1,9% en 2020, un niveau bien en deçà de celui du PIB en volume (-7,6%). Néanmoins, les chiffres bruts de l'emploi masquent des disparités majeures. Les jeunes travailleurs ont été frappés de façon disproportionnée par la crise, comme en atteste la baisse notable du taux d'emploi de 15-24 ans au cours de l'année 2020 (cf. graphique 2). Cette crise laissera des traces profondes sur l'insertion des jeunes dans le marché du travail.

Sur le plan des finances publiques, le déficit budgétaire de 5,7% de PIB, enregistré en 2020, est comparativement moins élevé que celui de ses voisins européens, le Portugal ayant bénéficié d'un excédent budgétaire avant la crise. Ce niveau de déficit reste néanmoins très significatif et la dette publique a bondi de près de 16 points de PIB en 2020 pour atteindre un ratio de 133,6%. Les risques à court terme sur la dette portugaise restent néanmoins très contenus. En effet, après une remontée notable en février, les taux souverains à 10 ans ont rechuté vers des niveaux proches de ceux observés avant la crise du coronavirus (autour de 2,0%).

Dernier point notable : la baisse du nombre de transactions immobilières, due à la crise sanitaire, ne semble pas avoir entamé la dynamique haussière des prix immobiliers dans le pays, qui ont encore enregistré une croissance très solide en 2020 (+8,4%)¹. La baisse des taux d'intérêt qui se poursuit, couplée à un manque d'offre, contribue à cette hausse marquée des prix.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

TAUX D'EMPLOI DES 15-24 ANS (EN %)



GRAPHIQUE 2

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

¹ Données de l'INE, l'office portugais des statistiques



ROYAUME-UNI

23

LES ANGLAIS VACCINENT LES PREMIERS

Jouer comporte des risques, mais peut parfois rapporter gros. Adeptes des paris hasardeux (Brexit, immunité collective contre la Covid-19) le premier ministre britannique Boris Johnson n'en reste pas moins celui qui, en misant vite et beaucoup sur les vaccins, aura permis au Royaume-Uni d'entrevoir avant d'autres le bout du tunnel. Plombée en début d'année par un confinement strict, souffrant aussi du recul des échanges avec l'Union européenne, l'économie semble avoir touché le fond ; les enquêtes de conjoncture ainsi que les rapports de mobilité promettent du mieux. Les politiques publiques, budgétaire comme monétaire, soutiendront quant à elles la reprise avant de songer à s'attaquer aux déficits, un premier tour de vis étant prévu pour 2023.

Particulièrement endeuillé par l'épidémie de Covid-19¹, le Royaume-Uni n'en reste pas moins l'un des pays qui, aujourd'hui, vaccinent le plus. Avec 31 millions de doses injectées depuis le début de l'année, le taux de couverture de sa population atteint 45%, contre 17% seulement dans l'Union européenne (UE), dont le retard comme le degré de frustration vis-à-vis de son fournisseur britannique augmentent. Conséquence, outre-Manche, la maladie régresse. Avec désormais moins de 50 décès quotidiens (contre 1 500 au pic de la vague épidémique de janvier) et un taux de contaminations au plus bas depuis l'apparition du virus, l'espoir d'en sortir se matérialise enfin. Soumise à la double peine du Brexit et de la crise sanitaire, l'économie parvient même à se stabiliser.

En janvier, un confinement strict ainsi qu'un recul historique des exportations vers l'UE - conséquence de la réintroduction des barrières non-tarifaires - ont encore fait baisser le PIB de 3%, après que celui-ci eut déjà chuté de près de 10% en 2020. Mais depuis, les indicateurs d'activité se redressent. C'est notamment le cas des enquêtes auprès des directeurs d'achat, plus optimistes, ou encore des rapports de mobilité fournis par le moteur de recherche Google, moins figés. La récession du premier trimestre devrait finalement s'avérer moins sévère qu'attendu, puis laisser place à un début de récupération dans le courant du printemps.

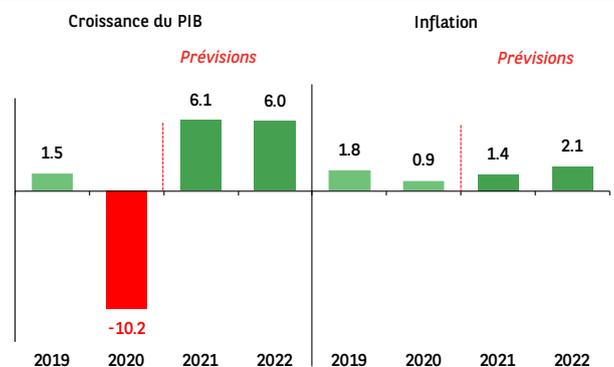
L'AIDE PUBLIQUE SE PROLONGE... POUR QUELQUE TEMPS ENCORE

Les politiques publiques privilégieront la reprise au détriment de l'équilibre des comptes durant quelque temps encore. Au Royaume-Uni comme dans la plupart des pays avancés où les amortisseurs sociaux sont faibles, la crise sanitaire a nécessité une réponse forte des autorités. D'après les estimations du Fonds monétaire international, le gouvernement britannique compte parmi ceux qui, jusqu'à présent, en ont fait le plus pour contrer les effets dépressifs de la pandémie : 16 points de PIB engagés dans l'économie (hors garanties, prêts et injections de capitaux) soit le double de l'effort consenti dans l'Union européenne. Conséquence, à 16,9% du PIB en 2020 (contre moins de 3% du PIB en 2019) les déficits publics ont connu une dérive exceptionnelle.

Présenté le 3 mars par le Chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak, le Budget de la prochaine année fiscale (avril 2021-avril 2022) restera résolument combatif. Il prévoit de consacrer à nouveau GBP 60 milliards ou 3 points de PIB au soutien de l'activité, en incitant par exemple fiscalement les entreprises britanniques à relocaliser². Il s'agit d'une nécessité. Avec le Brexit, les investissements directs étrangers sont tombés à zéro pour faire place à des retraits nets, pratiquement une première depuis 35 ans.

1 127 000 décès comptabilisés au 02/04/2021, soit 190 décès pour 100 000 habitants, l'un des taux de mortalité les plus élevés de l'OCDE (Organisation pour la coopération et le développement économiques).
2 Pendant deux ans, les dépenses d'investissement sur le territoire économique national pourront être déduites à hauteur de 130% du revenu imposable des sociétés. Coût annuel estimé de la mesure : GBP 12 milliards. Source : Office for Budget Responsibility, mars 2021.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

La politique monétaire promet elle aussi de rester accommodante. Au même titre que les autres grandes banques centrales, la Banque d'Angleterre a concouru à l'effort national de lutte contre la pandémie en renforçant son dispositif de rachats de titres (passé d'un encours cible de GBP 475 milliards à GBP 895 milliards, soit 42% du PIB). Elle a aussi porté son taux directeur au voisinage de zéro (0,1% depuis le 20 mars 2020). Lors de sa dernière réunion du 17 mars 2021, le Conseil de politique monétaire, tout en actant l'amélioration des perspectives économiques, a indiqué qu'il ne modifiera pas sa politique.

La fin du « quoi qu'il en coûte » (hausse du taux de l'impôt sur les sociétés, gel des barèmes de l'impôt sur les revenus...) interviendra, quant à elle, plus tard... en 2023.

Achévé de rédiger le 2 avril 2021

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE SITUATION SANITAIRE ENCORE FRAGILE

Après une seconde vague particulièrement longue et forte fin 2020, le pays voit s'annoncer une troisième vague de contaminations depuis la mi-février. La campagne de vaccinations contre la Covid-19 progresse de manière satisfaisante, mais le risque, d'un point de vue économique, est qu'une nouvelle vague épidémique décale le profil attendu de la reprise. Les politiques monétaire et budgétaire vont rester accommodantes aussi longtemps que nécessaire.

Depuis le début de la pandémie, la Suède s'efforce de répondre à la crise sanitaire par des mesures de restriction sociale plus mesurées et moins coercitives que dans la plupart de ses voisins européens. Elle a ainsi subi fin 2020 une seconde vague de contaminations particulièrement longue et forte qui n'a que partiellement reflué au cours du mois de janvier. Depuis le milieu du mois de février, une troisième vague s'annonce avec des niveaux de contaminations élevés. À ce jour, le bilan sanitaire suédois est relativement lourd (plus de 1 200 morts par million d'habitants), surtout au regard de celui affiché par ses voisins nordiques, jusqu'ici très largement épargnés par l'épidémie.

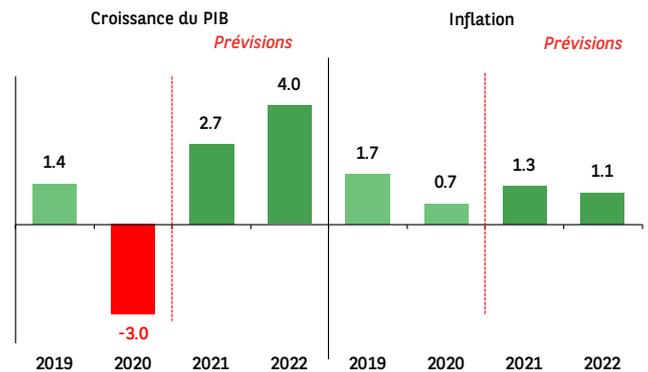
Sur le plan économique, le pays a subi l'an dernier une récession relativement faible au regard de la moyenne européenne (-3,0%), similaire à celle enregistrée par ses voisins d'Europe du Nord. La reprise attendue pour 2021 pourrait toutefois d'être retardée de quelques mois si la troisième vague épidémique n'était pas étouffée suffisamment vite par la campagne de vaccination en cours. En effet, après un rebond particulièrement vif au troisième trimestre, qui explique que la performance suédoise sur l'ensemble de l'année soit plus favorable que ce qui était généralement attendu, l'activité s'est tassée au quatrième trimestre (-0,2% t/t), entraînée par les effets sur la consommation de la seconde vague épidémique. Le pays est le seul des pays nordiques à avoir enregistré cette légère rechute, ses voisins bénéficiant plutôt d'une poursuite modérée de la reprise.

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES POUR 2021

Les facteurs sur lesquels devrait s'appuyer la reprise sont relativement clairs, même si son timing est plus incertain : un rebond de la consommation, d'abord, alimenté par la fin des mesures de restrictions sociales et par l'épargne « forcée » accumulée pendant la crise sanitaire. Ensuite, un redressement des exportations (lesquelles représentent près de 47% du PIB suédois) qui est déjà engagé, en particulier dans le secteur manufacturier. Les échanges devraient subir au premier trimestre les effets du Brexit (le Royaume-Uni est le 6^e partenaire commercial de la Suède), mais s'appuyer ensuite sur la reprise mondiale qui va accompagner la fin de la pandémie. Compte tenu d'un niveau d'incertitude encore élevé, il est en revanche peu probable d'assister à une reprise des investissements productifs avant 2022. Pour l'instant, les dépenses d'investissement totales sont surtout alimentées par une légère reprise de l'investissement résidentiel, en lien avec la nouvelle accélération des prix immobiliers depuis début 2020.

Sur le marché du travail, l'ajustement a plus durement touché les travailleurs les moins qualifiés et ceux d'origine étrangère, plus nombreux dans les secteurs comme l'hôtellerie et la restauration. Dans l'ensemble, l'emploi était en repli de 1,4% g.a. au quatrième trimestre, et le taux de chômage s'établissait encore à 8,9% en janvier 2021, contre 7,2% un an plus tôt. Jusqu'ici, le redressement de l'activité a surtout permis la diminution du nombre de travailleurs concernés par les mesures de chômage partiel. Après avoir concerné jusqu'à 270 000 personnes en mai 2020, soit environ 5% de la population active, ce nombre est tombé à 59 000 en décembre dernier. Ce n'est

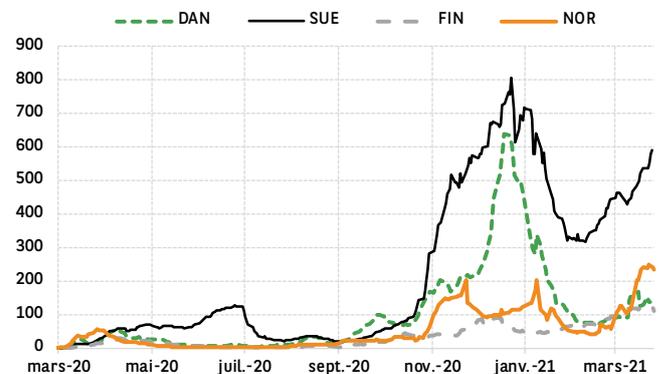
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

NOUVEAUX CAS PAR MILLION D'HABITANT (MOYENNE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

que dans un second temps que la reprise économique devrait autoriser une reprise des créations de postes et une baisse du chômage durables.

LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES TOUJOURS EN SOUTIEN

L'inflation s'est nettement redressée au premier trimestre 2021, un mouvement largement lié (par effet de base) à la chute des prix de l'énergie enregistrée début 2020, mais également alimenté par le redressement actuel des prix du pétrole. Elle s'est ainsi établie à 1,8% en février dernier selon Eurostat (IPCH), contre 0,6% en décembre 2020. Le taux cible de la Riksbank (CPIF) suit le même mouvement et a atteint 1,5% en février. Malgré tout, la Banque centrale considère que

Les pressions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix restent faibles, et sont peu susceptibles d'augmenter fortement au cours des prochains mois, compte tenu de la sous-utilisation des capacités, mais également de la vigueur de la couronne suédoise (en hausse d'environ 4,5% par rapport à son niveau moyen du T1 2020).

Dans ce contexte, le statu quo est probable en matière de politique monétaire. La Riksbank a fait savoir lors de sa dernière réunion qu'elle entendait poursuivre sa politique d'achats d'actifs (l'enveloppe est désormais fixée à SEK 700 mds) et maintenir son directeur à 0% au moins tout au long de 2021. Même son de cloche du côté de la politique budgétaire : alors que le projet de loi de finance initial pour 2021 prévoyait encore des mesures de soutien à hauteur de SEK100 mds (soit environ 2% du PIB), quatre projets de loi rectificative ont déjà accru les dépenses prévues d'environ 40 milliards supplémentaires.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

Frédérique Cerisier

frédérique.cerisier@bnpparibas.com



DANEMARK

26

SITUATION SOMME TOUTE ENVIABLE

Avec relativement peu de décès et une chute limitée de son PIB en 2020, le Danemark a plutôt bien résisté à la pandémie de Covid-19. Début 2021, une seconde vague de contaminations forçant à des mesures sanitaires plus contraignantes a décalé l'horizon de la reprise, sans toutefois la compromettre. Celle-ci interviendra, à la faveur d'une campagne vaccinale qui va bon train et d'un soutien budgétaire qui se prolonge. De manière à mieux contrôler le « peg » liant la couronne à l'euro, la Banque centrale du Danemark a procédé à d'importants ajustements de sa politique monétaire.

L'activité économique du Danemark s'est contractée de 3,3% en 2020. Ce recul est moins important que celui précédemment estimé par la Commission européenne et, surtout, sans commune mesure avec la baisse de près de 7% du PIB enregistrée en zone euro. Le poids des stabilisateurs automatiques, la spécialisation du commerce (en produits agricoles, pharmaceutiques, etc.) autant que la bonne gestion de la crise sanitaire expliquent sans doute cette résistance.

Après une fin d'hiver difficile, marquée par une recrudescence de l'épidémie et l'imposition de nouvelles mesures de restriction au déplacements, l'horizon s'éclaircit. La seconde vague est retombée, à tel point que le Danemark ne déplore pratiquement plus aucune victime du virus. Début avril, le bilan s'arrêtait à 2 420 morts, ce qui, rapporté à la population, est moins grave que dans la plupart des autres pays¹. Le déploiement des vaccinations (déjà 20% de la population couverte) ainsi que la réouverture progressive de l'économie devraient permettre le redémarrage de l'activité. Pour 2021, la Commission européenne prévoit une croissance économique de 3,5%.

Les exportations ont été comme partout affectées par la pandémie, notamment celles des services (tourisme) en chute de 17,5% en 2020, tandis que les exportations de biens (en baisse de 2,6% en 2020) ont mieux résisté. Cette dynamique à deux vitesses devrait perdurer sur tout ou partie de 2021. Tandis que les activités de tourisme resteront atones jusqu'à la levée des restrictions aux voyages, les exportations de marchandises rebondiront avec la reprise du commerce international. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier marque déjà une amélioration notable puisqu'en mars, pour la première fois depuis l'été 2018, une majorité de chefs d'entreprise témoignent de meilleures perspectives. Les volumes de production se sont nettement redressés (graphique).

AJUSTEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Contrairement à la plupart de ses homologues, la Banque centrale du Danemark n'a pas pratiqué d'assouplissement quantitatif. Les réserves excédentaires n'ont pas explosé, le principal taux qui leur est appliqué n'a pas influencé autant qu'ailleurs les conditions du marché monétaire. Ainsi, l'écart (positif) Cibor-Euribor s'est-il creusé, exerçant une pression à la hausse sur la devise. Pour mieux contrôler son « peg » (746,038 couronnes pour 100 euros), la Banque centrale a donc décidé de resserrer son corridor de taux, soit de baisser son principal taux de refinancement (de 0,05% à -0,35%) et de remonter le taux appliqué aux dépôts (de -0,60% à -0,50%), désormais identique à celui de la Banque centrale européenne. Dans les faits, la politique monétaire devient plus accommodante.

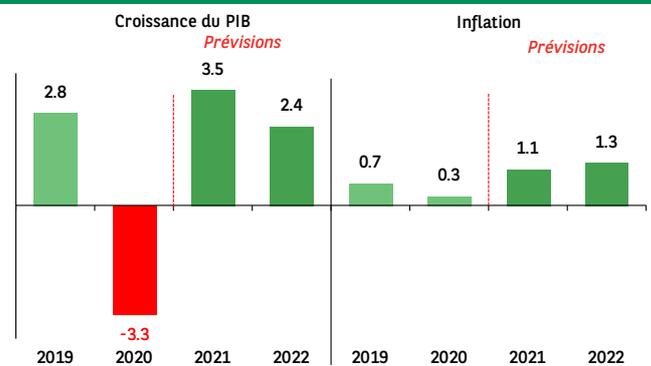
Achévé de rédiger le 2 avril 2021

Jean-Luc Proutat et Kenza Charef (alternante)

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Début avril 2021, le taux de mortalité s'établissait à 41,7 pour 100 000 habitants, un ratio près de 5 fois inférieur à ceux de la Belgique et du Royaume-Uni, ou encore 3 fois inférieur à celui de la Suède voisine, tentée par l'expérience « d'immunisation collective ».

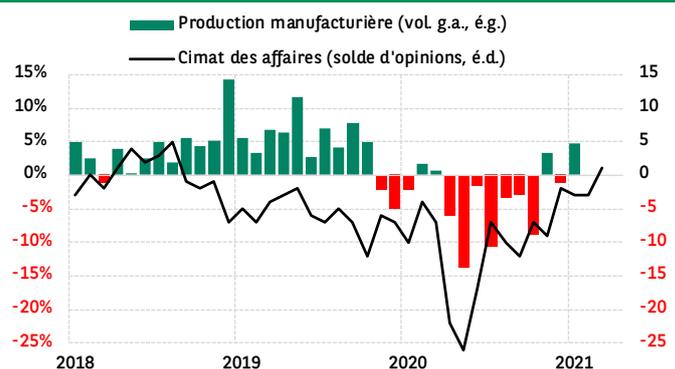
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

AMÉLIORATION DE LA CONJONCTURE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : STATISTICS DENMARK



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

27

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance				Inflation			
	2019	2020	2021 e	2022 e	2019	2020	2021 e	2022 e
États-Unis	2.2	-3.5	6.9	4.7	1.8	1.2	2.5	2.2
Japon	0.3	-4.8	3.0	2.3	0.5	0.0	-0.3	0.0
Royaume-Uni	1.5	-10.2	6.1	6.0	1.8	0.9	1.4	2.1
Zone euro	1.3	-6.8	4.2	5.0	1.2	0.3	1.7	1.4
Allemagne	0.6	-5.3	3.0	4.8	1.4	0.4	2.1	1.5
France	1.5	-8.2	6.1	4.4	1.3	0.5	1.4	1.0
Italie	0.3	-8.9	5.0	3.9	0.6	-0.1	1.5	1.4
Espagne	2.0	-10.8	5.9	5.6	0.8	-0.3	1.3	1.2
Chine	6.1	2.3	9.2	5.3	2.9	2.5	1.8	2.8
Inde*	4.2	-7.2	12.5	4.1	4.8	6.2	4.9	4.6
Brésil	1.1	-4.1	2.5	3.0	3.7	3.2	6.5	4.0
Russie	1.3	-4.5	4.0	3.0	4.3	3.4	5.1	4.0

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

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1	T2e	T3e	T4e		
États-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Treas. 10a	1.75	2.00	2.10	2.20	2.20	2.50
Zone euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	Bund 10a	-0.33	-0.20	-0.10	0.20	0.20	0.20
	OAT 10a	-0.11	0.00	0.15	0.50	0.50	0.20
	BTP 10 ans	0.63	0.70	0.90	1.35	1.35	0.20
R-Uni	BONO 10 ans	0.34	0.45	0.60	0.95	0.95	0.20
	Taux BoE	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
	Gilt 10a	0.88	1.00	1.10	1.20	1.20	1.30
Japon	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.09	0.12	0.18	0.23	0.23	0.28

Taux de change		2021				2021e	2022e
Fin de période		T1e	T2e	T3e	T4e		
USD	EUR / USD	1.18	1.18	1.20	1.23	1.23	1.18
	USD / JPY	111	111	111	111	111	114
	GBP / USD	1.38	1.39	1.43	1.46	1.46	1.42
EUR	EUR / GBP	0.85	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83
	EUR / JPY	130	131	133	137	137	135

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E : PRÉVISIONS)



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

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

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change