

# ECO PERSPECTIVES

Eco  
PERSPECTIVES

4<sup>e</sup> trimestre 2021

## ÉDITORIAL

### 2 Une bonne santé sous-jacente, mais les nuages s'amoncellent

D'après les données récentes, la confiance des entreprises et des ménages est en hausse, et la croissance du PIB réel devrait ralentir tout en restant bien supérieure à son potentiel. Les interactions entre les dépenses, les bénéfices des entreprises et l'emploi, alors que conditions monétaires et financières sont favorables, constituent un facteur-clé.



ÉTATS-UNIS

4

Controverse budgétaire, resserrement monétaire



CHINE

6

Ajustements douloureux



JAPON

8

Vers une nouvelle valse des premiers ministres ?



ZONE EURO

9

Poussée de croissance et d'inflation



ALLEMAGNE

11

Dans les pas d'Angela Merkel



FRANCE

13

Croissance forte



ITALIE

15

Un vent d'optimisme souffle sur l'économie



ESPAGNE

17

Face à de nouveaux risques



PAYS-BAS

19

Dans l'impasse politique



BELGIQUE

20

Reprise quasiment achevée et ralentissement en perspective



PORTUGAL

22

Récolter les fruits de la vaccination



ROYAUME-UNI

23

Bridé par le Brexit



SUÈDE

25

Retour à la normale



DANEMARK

26

Sous tension

27

PRÉVISIONS

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## UNE BONNE SANTÉ SOUS-JACENTE, MAIS DES NUAGES S'AMONCELLENT

D'après les données récentes, la confiance des entreprises et des ménages est en hausse, et la croissance du PIB réel devrait ralentir tout en restant bien supérieure à son potentiel. Les interactions entre les dépenses, les bénéfices des entreprises et l'emploi, alors que conditions monétaires et financières sont favorables, constituent un facteur-clé. Pour utiliser une métaphore courante, le ciel semblait jusqu'à présent dégagé mais les nuages s'amoncellent. Les banques centrales devraient durcir le ton. Aux États-Unis, les dissensions politiques influencent l'agenda économique du président Biden, tandis que la Chine traverse une phase d'ajustements majeure. Surtout, les goulets d'étranglements continuent de peser sur la croissance, tandis que la flambée des prix du gaz et du pétrole nourrit l'inquiétude d'une inflation forte durablement.

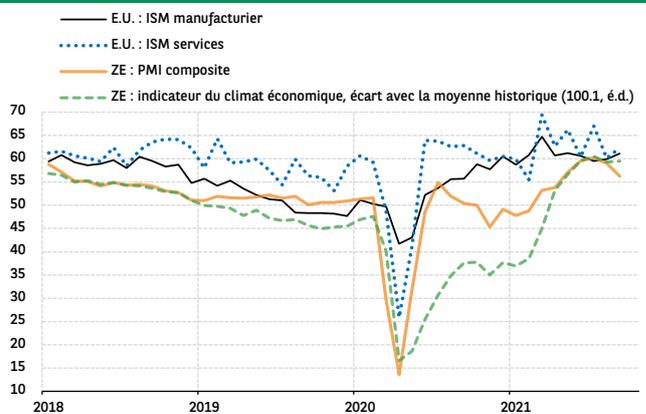
La confiance des chefs d'entreprise et des ménages s'est largement améliorée dans les économies avancées au premier semestre mais, à en juger par les données récentes, un point culminant a, semble-t-il, été atteint. Le PIB devrait avoir enregistré un pic de croissance (en glissement trimestriel), au deuxième ou au troisième trimestre de cette année, selon les pays. Il faut, par conséquent, s'attendre à un ralentissement de la croissance.

Le redressement « mécanique » des secteurs qui avaient, dans un premier temps, pâti des restrictions puis, bénéficié de la levée de ces contraintes, touche à sa fin. Les goulets d'étranglement liés à l'offre pèsent sur la croissance dans de nombreux secteurs, en particulier, dans le bâtiment et l'automobile. Ils exercent, en outre, des pressions à la hausse sur les prix, ce qui pourrait freiner les dépenses de consommation, par leur impact sur le revenu disponible réel, ainsi que les investissements des entreprises, qui voient, de ce fait, leurs marges bénéficiaires s'effriter.

Dans de nombreux pays, la formation de capital des entreprises a été très dynamique, un effet accélérateur qui pourrait aussi commencer à s'essouffler. Enfin, avec une politique budgétaire moins expansionniste, la demande privée devra prendre le relais, à partir de l'année prochaine, pour apporter un fort soutien à la croissance. Pour autant, la croissance du PIB réel devrait rester bien supérieure au potentiel, portée par la faiblesse des taux d'intérêt, la facilité d'accès au financement, une résilience accrue – grâce à des taux de vaccination élevés – à d'éventuelles nouvelles vagues de contamination, ainsi que par les interactions entre les dépenses, les bénéfices des entreprises et l'emploi, qui se renforcent mutuellement. Pour utiliser une métaphore courante, jusqu'à une date récente, le ciel économique semblait plutôt dégagé.

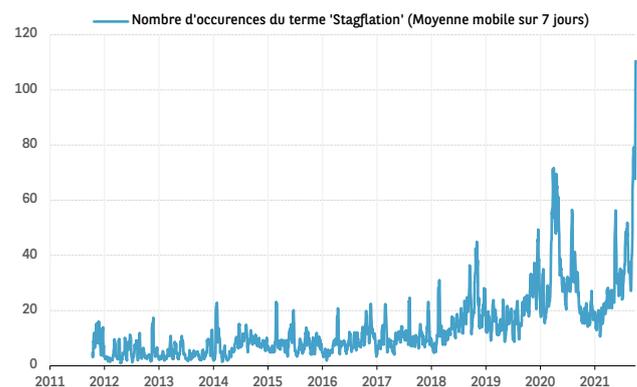
Des nuages sont toutefois apparus. Nous sommes passés d'un monde monothématique – centré sur la situation sanitaire – à un autre, multithématique, encore plus difficile à appréhender en raison du nombre de facteurs changeants à prendre en compte. Le message des grandes banques centrales évolue. Celles de la Norvège, de la Corée du Sud et de la Nouvelle-Zélande ont déjà relevé leurs taux et la banque d'Angleterre semble également durcir le ton. La Réserve fédérale devrait commencer à réduire progressivement ses achats d'actifs en novembre, un processus qui devrait se dérouler sans heurt. Plus important encore, les membres du FOMC sont de plus en plus nombreux à intégrer dans leurs projections un premier tour de vis au cours de l'année prochaine. Une telle perspective devrait exercer des pressions à la hausse sur les rendements des *Treasuries* – avec des effets de contagion à l'échelle mondiale – et pourrait également peser sur l'appétit des investisseurs pour le risque, conduisant à un environnement de marché plus volatil. Des répercussions sur l'économie réelle ne sont pas non plus à exclure. Les facteurs politiques occupent, par ailleurs, une place grandissante.

### ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 1 SOURCES : ISM, IHS MARKIT, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

### NOMBRE D'OCCURRENCES DU TERME « STAGFLATION » DANS LES ARTICLES PUBLIÉS PAR BLOOMBERG (MOYENNE MOBILE SUR 7 JOURS)



GRAPHIQUE 2 SOURCE : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Aux États-Unis, la perspective des élections de mi-mandat compliquera la tâche de l'administration Biden concernant la mise en œuvre de son agenda économique. En Allemagne, la formation d'un nouveau gouvernement va probablement prendre beaucoup de temps. Sa composition devrait influencer l'orientation de la politique budgétaire

allemande, mais aussi le débat sur les nouvelles règles budgétaires au niveau de l'Union européenne. L'économie chinoise connaît des ajustements majeurs suite au durcissement de la réglementation dans divers secteurs et aux efforts engagés pour remédier au problème lié à l'endettement élevé de certaines entreprises publiques et privées. Le ralentissement de la croissance chinoise aura des répercussions mondiales, par le biais des marchés des matières premières et des flux commerciaux.

Enfin, une série de chocs d'offre a rendu les perspectives plus incertaines et engendré des pressions à la hausse sur les prix. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie manufacturière et les services continuent de faire état de très fortes tensions sur les prix des intrants, malgré un léger relâchement depuis peu, tandis que les anticipations relatives aux prix de vente ont aussi sensiblement augmenté. Les retards de livraison restent très importants. Dans la zone euro, la pénurie de matériel et d'équipements représente un frein majeur pour la production. La demande ne constitue pas un problème : les carnets de commandes sont en effet bien garnis dans la plupart des secteurs, par rapport à la moyenne à long terme mais aussi aux niveaux antérieurs à la pandémie. Les goulets d'étranglement liés à l'offre sont dus à une forte demande mais aussi à des ruptures d'approvisionnement plus en amont dans la chaîne de valeur mondiale, entraînant des hausses significatives des prix du transport maritime et d'importants retards de livraison. L'autre choc d'offre récent est la flambée des prix du gaz, avec ses répercussions sur les prix de l'électricité, une situation qui s'explique par une forte demande – due à la reprise économique, aux efforts de reconstitution des stocks, dont les niveaux se sont effondrés, et à une faible production d'énergie éolienne – ainsi que par les problèmes d'approvisionnement. La hausse des prix de l'énergie devrait peser sur les dépenses des ménages mais elle pourrait aussi conduire à une inflation qui resterait élevée plus longtemps. Ces évolutions ont alimenté le récit de la stagflation même si cela ressemble davantage à la description d'un risque de détérioration plutôt qu'à un scénario de base. L'inflation devrait, en effet, reculer l'année prochaine du fait des effets de base et de l'allègement des tensions liées aux approvisionnements, tandis que la croissance devrait rester supérieure à son potentiel.

**William De Vijlder**

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)



## ÉTATS-UNIS

4

## CONTROVERSE BUDGÉTAIRE, RESSERREMENT MONÉTAIRE

Bien que de manière inégale, l'économie des États-Unis a, somme toute, très vite effacé ses pertes liées à l'épidémie de Covid-19. Alimentée par des transferts fédéraux exceptionnels, la consommation privée a connu un redressement spectaculaire, jusqu'à provoquer le trop-plein. Confrontées à une pénurie mondiale de composants, peinant aussi à recruter, les entreprises ont du mal à répondre à la demande. Les prix sont sous tension. Pour la Réserve fédérale, l'heure du retrait des perfusions monétaires est venue. Quant à la poursuite des grands travaux budgétaires, elle reste suspendue à l'accord des républicains concernant le « plafond » de la dette, qui vient d'être atteint, et doit être relevé.

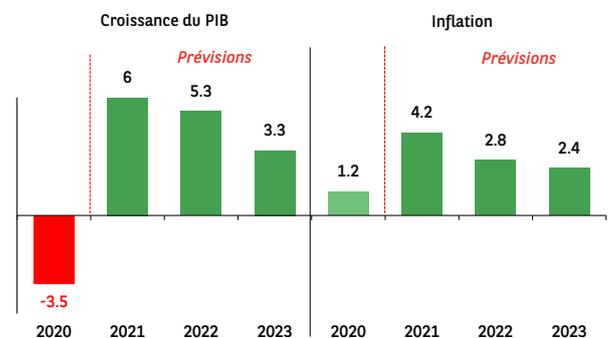
Connue pour sa plasticité, chauffée à blanc par 5 000 milliards de dollars (USD 5000 mds) de transferts budgétaires, l'économie des États-Unis aura finalement mis peu de temps – à peine plus de trois trimestres – pour effacer les pertes occasionnées par l'épidémie de coronavirus (graphique 1). Au printemps 2021, bon nombre de ses secteurs avaient retrouvé, sinon dépassé, leurs chiffres d'affaire de 2019, les activités récréatives et de transport faisant encore exception. Avec la levée de tout ou partie des entraves aux déplacements, celles-ci commencent toutefois à récupérer, jusqu'à rencontrer des problèmes de capacité. Les prix augmentent, actuellement à une vitesse de 5% par an, ce qui ne s'était plus vu depuis 2008. Après avoir très tôt parié sur la reprise et épousé une courbe verticale, la Bourse américaine se focalise sur l'insuffisance de l'offre, le sursaut de l'inflation, et ses conséquences pour la politique monétaire. Euphorique jusqu'en milieu d'été, le climat des affaires se tempère quelque peu, à l'image des anticipations de croissance, ramenées de 7% à 6% en moyenne pour l'année 2021. Dernier sujet de préoccupation : l'affrontement politique autour du plafond de la dette, qui, à défaut d'être suspendu ou relevé, pourrait sérieusement compromettre la reprise.

## PASSE D'ARMES BUDGÉTAIRE

Avec la crise du coronavirus, la dette fédérale des États-Unis a connu une augmentation considérable, de 25% en à peine deux ans, un record (graphique 2). Évaluée à USD 28 780 mds (USD 22 500 mds ou 103% du PIB hors détention intra-gouvernementale), celle-ci dépasse d'ores et déjà le plafond autorisé de USD 28 500 mds, que le Congrès va donc devoir relever ou suspendre. Problème, alors qu'il n'a longtemps été qu'une formalité, le relèvement du plafond de la dette est devenu l'enjeu d'un affrontement politique entre démocrates et républicains, ceci depuis que le *Tea Party* l'a instrumentalisé en 2011, pour s'opposer au président Barack Obama. Un accord de dernière minute fut alors trouvé en échange de concessions budgétaires, l'épisode valant tout de même aux États-Unis la dégradation de leur note souveraine, ramenée de « AAA » à « AA+ » par Standard & Poor's.

Dans une lettre adressée au Congrès le 19 septembre dernier, la secrétaire au Trésor Janet Yellen exprimait son inquiétude quant à la répétition d'un tel mauvais feuillet, précisant que, en l'absence de décision sur la dette, l'État fédéral se trouverait à cours de liquidité « dans le courant du mois d'octobre ». Outre la fermeture probable des services de l'État (« shutdown »), l'impossibilité pour le Trésor d'émettre davantage entraînerait de facto un défaut de paiement aux conséquences « irréparables pour l'économie », selon les termes de Mme Yellen. Pour l'heure, le blocage provient du Sénat et du parti républicain, dont les votes sont normalement nécessaires pour relever ou suspendre le plafond de la dette (la décision nécessite une majorité qualifiée de 60 voix, les démocrates n'en disposant que de 50). Alors que les autorisations d'emprunt sont supposées couvrir des dépenses déjà entérinées, les républicains veulent les relier à la partie non

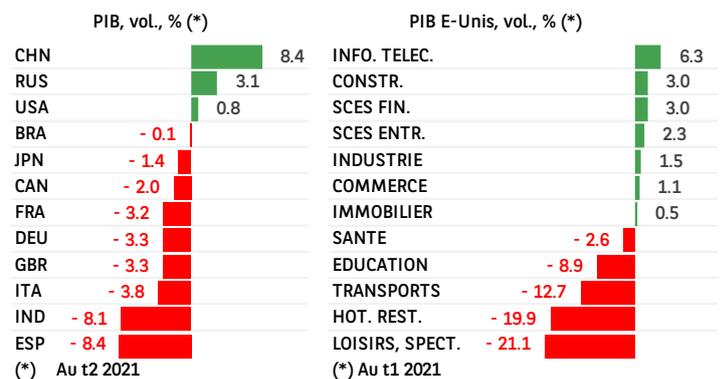
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## ÉCARTS AUX NIVEAUX PRÉ-PANDEMIQUES (T4 2019)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, OCDE, US BEA

encore votée du « Build Back Better Plan » (qui regroupe l'ensemble du paquet budgétaire « Biden »), dans l'espoir de l'influencer.

De quoi s'agit-il ? Toutes les mesures pour lesquelles un accord bipartisan n'a pas été obtenu ou demeure improbable ont été regroupées dans une loi dite « de réconciliation » telle que la majorité simple au Sénat, détenue par les démocrates, suffirait à les faire passer. D'un montant total de USD 3 500 mds (étalés sur dix ans), celles-ci visent



pour l'essentiel à :

- Renforcer le système public de santé, en pérennisant par exemple l'aménagement de l'*Affordable Care Act* (Obamacare) contenu dans l'*American Rescue Plan* (augmentation de la part fédérale des primes d'assurance-maladie), ou encore en étendant le champ des soins couverts par *Medicare* (destiné aux 65 ans et plus) ;
- Promouvoir la transition écologique via des aides à la rénovation thermique des bâtiments, à la conversion aux énergies renouvelables, à l'achat de véhicules électriques. Se retrouvent ici, pratiquement dans leur intégralité, les mesures du plan d'infrastructures (ou *American Jobs Plan*) non retenues dans l'accord bipartisan du 24 juin ;
- Soutenir les familles, en particulier modestes et moyennes, en pérennisant les hausses de crédits d'impôts (enfants et individuels) votées dans l'*American Rescue Plan*, en donnant l'accès gratuit aux écoles maternelles ainsi qu'aux *Community Colleges* (établissements publics d'enseignement post-bac), ou encore en élargissant l'accès au programme EBT (*Electronic Benefits Transfer*) d'aide alimentaire aux élèves. Se retrouvent ici, à nouveau presque dans leur intégralité, les mesures de l'*American Families Plan* présentées en avril dernier.

L'opposition républicaine à la loi de réconciliation argue du fait que celle-ci ne fera qu'alourdir davantage la dette fédérale, ce qui n'est pas tout à fait vrai. En contrepartie des augmentations de dépenses (pour certaines assimilables à de l'investissement), la commission « moyens » de la chambre des représentants (démocrate) prévoit une réforme fiscale ambitieuse, telle qu'environ les deux tiers du dispositif seraient couverts.

D'après les estimations du *Committee for a Responsible Federal Budget* les mesures de financement accompagnant le dernier volet du *Build Back Better Plan* génèreraient pour l'État fédéral un surcroît de recettes de quelque USD 2 300 milliards sur dix ans. Elles consisteraient, pour l'essentiel, à porter de 21% à 26,5% le taux de l'impôt sur les sociétés, ou encore de 37% à 39,5% le taux supérieur de l'impôt sur les revenus, à supprimer l'abattement « Trump » de 20% sur les revenus des sociétés de personnes (*pass-through entities*), ou enfin à accroître la base comme le taux d'imposition des bénéfices réalisés à l'étranger (qui serait porté à 16,5% contre 10,5% actuellement).

Au moment d'écrire ces lignes, la guerre des nerfs entre républicains et démocrates sur le terrain budgétaire affectait moins la conjoncture et les marchés que la question des pénuries de composants ou de main d'œuvre. La récupération de l'emploi allait bon train (4,7 millions de postes ont été créés depuis le début d'année) et était jugée suffisamment satisfaisante par les membres de la Réserve fédérale pour franchir le pas de la normalisation monétaire (c.f. notre encadré).

**Jean-Luc Proutat**

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

**William de Vijlder**

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

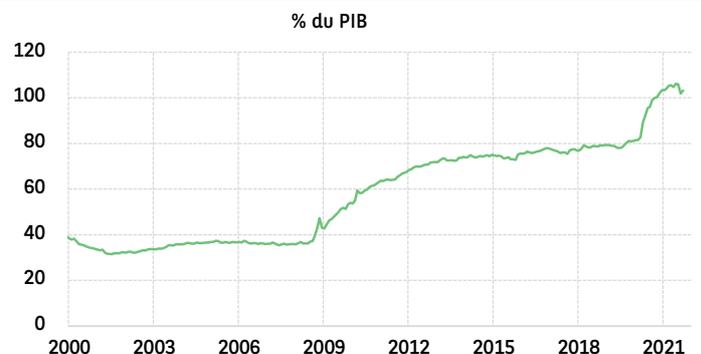
## RESSERREMENT MONÉTAIRE : L'AGENDA SE PRÉCISE

La Réserve fédérale a réussi à préparer les marchés financiers à une réduction progressive du rythme de ses achats d'actifs en évitant les turbulences enregistrées en mai 2013 avec l'épisode du « *taper tantrum* », survenu après les allusions de Ben Bernanke à la probabilité de plus en plus forte d'un « *tapering* ». Cette fois, tout s'est passé sans heurts : la Fed a commencé à communiquer largement à l'avance, en précisant que le rythme de réduction des achats d'actifs devrait être très progressif – pour éviter de perturber le marché en termes d'offre et de demande – et, surtout, en insistant sur le fait que le *tapering* n'était pas mécaniquement lié aux décisions relatives aux taux directeurs. Selon nos prévisions, cette réduction progressive devrait commencer en novembre, sous réserve que les chiffres sur le marché du travail soient raisonnablement bons. Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré qu'un « *processus de réduction progressive se terminant vers le milieu de l'année prochaine serait probablement approprié* »<sup>1</sup>. Nos prévisions sont en ligne avec ce message.

Cependant, l'attention du marché va rapidement se porter sur la date du premier relèvement des taux. Suite à la revue stratégique de l'année dernière, les conditions d'une augmentation des taux directeurs sont plus strictes que pour un *tapering*. Il faut que la situation du marché du travail soit conforme à l'appréciation, par le FOMC, de l'emploi maximum – aucun objectif numérique n'a été fixé à cet égard – et de l'inflation, qui a progressé à 2% et qui devrait se maintenir un peu au-dessus de 2% pendant un certain temps. D'après leurs dernières projections de taux (les « *dots* »), les membres du FOMC sont de plus en plus nombreux à s'attendre à ce que les conditions soient réunies pour justifier une hausse des taux en 2022, mais cela dépend réellement de la vitesse avec laquelle le taux de chômage va se replier et, par conséquent, de la croissance du PIB réel. Nous tablons sur un premier relèvement du taux des fonds fédéraux au quatrième trimestre 2022, suivi de trois autres hausses en 2023. Une telle perspective devrait faire légèrement remonter les rendements des *Treasuries*, ce qui devrait avoir des répercussions mondiales, étant donné que les rendements des emprunts d'État des économies avancées sont fortement corrélés du fait des flux de capitaux. La recherche a montré que les fluctuations de l'appétit des investisseurs pour le risque au niveau mondial dépendent essentiellement de l'orientation de la politique monétaire américaine. Les émetteurs et investisseurs des marchés émergents, mais aussi les marchés actions examineront attentivement le moindre changement d'indication prospective de la Fed concernant ses taux directeurs. Pour le FOMC, il s'agira d'un exercice d'équilibriste.

<sup>1</sup> Source : Réserve fédérale, transcription de la conférence de presse du président, Jerome Powell, 22 septembre 2021.

## DETTE FÉDÉRALE DES ÉTATS-UNIS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : US DEPT. OF THE TREASURY



## CHINE

6

## AJUSTEMENTS DOULOUREUX

L'économie chinoise traverse une période d'importants ajustements. Ceux-ci sont d'abord la conséquence des resserrements réglementaires soudains imposés par Pékin dans divers secteurs tels que l'immobilier, certaines nouvelles technologies ou des activités liées aux enjeux sociétaux du pays. Les ajustements résultent également des problèmes d'excès de dette de certaines entreprises, publiques et privées, et de la volonté des autorités de durcir leur accès au crédit et d'assainir les pratiques financières. Les défauts de paiement des entreprises se multiplient donc, et les difficultés du promoteur immobilier Evergrande sont symptomatiques des changements en cours. L'enjeu pour les autorités est de garder le contrôle de ces événements afin de contenir leurs effets négatifs sur la confiance dans le système financier, sur les conditions de crédit des autres agents économiques et sur la croissance.

## NOUVELLES MENACES SUR LA CROISSANCE

Le rebond post-Covid de l'économie chinoise a atteint son pic en début d'année et les taux de croissance de l'activité se sont normalisés à partir de mars. Le ralentissement s'est toutefois avéré particulièrement marqué pendant l'été, et généralisé à l'ensemble des secteurs. Il a été induit à la fois par des facteurs ponctuels et des causes plus durables.

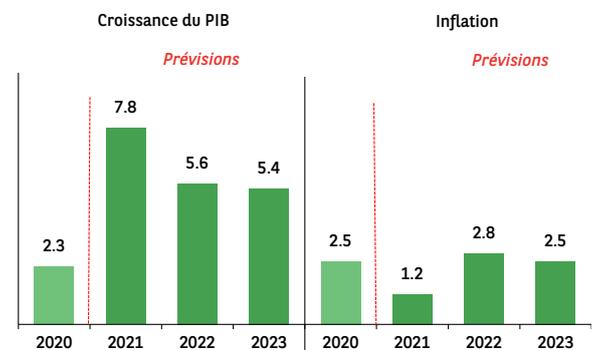
Tout d'abord, les restrictions de mobilité, réintroduites en août en réponse à la résurgence épidémique et à la menace du variant delta de la Covid-19, ont porté un nouveau coup dur à la consommation privée. La croissance des volumes de ventes au détail est tombée à +0,9% en glissement annuel en août, contre 6,4% en juillet et 11,9% au T2 2021. L'activité dans les services (+4,8% en g.a. en août contre 7,8% en juillet et 13,9% au T2) a fortement souffert de ces mesures de confinement. Elle a également subi les effets des changements réglementaires dans des secteurs comme le numérique, le soutien scolaire ou les jeux vidéo.

Par ailleurs, le durcissement du cadre macro-prudentiel et des conditions de crédit a pénalisé le marché immobilier. S'est ajouté le resserrement de la politique budgétaire au S1 2021, qui a conduit à un important ralentissement de l'investissement dans les projets d'infrastructures publiques (cf. graphique). Les autorités ont en effet ajusté rapidement leur politique économique à la suite du rebond post-Covid de l'an dernier, afin de redonner la priorité aux efforts de désendettement des collectivités locales et des entreprises – notamment des promoteurs immobiliers et des sociétés publiques.

Enfin, diverses contraintes d'approvisionnement ont pénalisé le secteur industriel. Les coupures d'électricité dans les usines se sont multipliées, à cause de pénuries provoquées, entre autres, par la forte demande, une production d'énergie contrainte par la hausse des prix du charbon et des rationnements imposés par certaines provinces cherchant à atteindre leurs objectifs de réduction d'émissions de CO<sub>2</sub>. Néanmoins, jusqu'en août, la croissance industrielle n'avait ralenti que modérément (+5,3% en g.a. contre 6,4% en juillet et 9% au T2), accompagnant la performance toujours solide des exportations (encore +25% en g.a. en valeur en août). Autre élément favorable, l'investissement dans le secteur manufacturier a été dynamique pendant l'été, soutenu par la bonne tenue des profits des entreprises et un taux d'utilisation des capacités de production historiquement élevé (78,4% au T2 2021).

En dépit d'une grande prudence des ménages, la consommation et l'activité dans les services devraient se redresser dès septembre avec la levée de la plupart des restrictions de mobilité et, dans une moindre mesure, grâce aux progrès de la campagne de vaccination (plus de 70% de la population ont reçu deux injections). L'inflation toujours très faible des prix à la consommation (+0,8% en g.a. en août) pourrait aussi encourager les dépenses. Et les autorités devraient à nouveau soutenir la demande intérieure principalement via des mesures très ciblées d'assouplissement du crédit et le rebond de l'investissement public. En revanche, les contraintes d'offre dans l'industrie pourraient

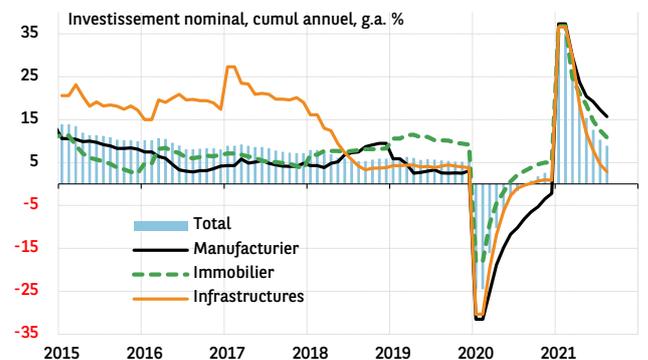
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : NBS

persister encore plusieurs mois. Surtout, les ajustements actuellement menés par les autorités créent, au moins à court terme, de nouvelles contraintes sur la croissance.

Premièrement, l'environnement réglementaire devient moins prévisible et moins favorable à l'investissement privé dans divers secteurs considérés comme sensibles par Pékin. Il s'agit notamment de certaines nouvelles technologies proposant des services aux consommateurs, de la collecte des données et d'activités liées à des enjeux sociétaux (tels que l'éducation ou la répartition des richesses).

Deuxièmement, les difficultés et défauts de paiements des entreprises – publiques et privées – se multiplient sous l'effet conjugué : i) du poids



de leur dette<sup>1</sup> et de la dégradation de leur performance financière à la suite de la crise de l'an dernier, et ii) des mesures prises par les autorités pour désendetter certains secteurs en resserrant leurs conditions d'accès au crédit, et assainir les pratiques du système financier (avec par exemple la mise en faillite d'entreprises non viables et l'affaiblissement des garanties apportées par l'État).

## LA PROSPÉRITÉ COMMUNE, L'IMMOBILIER ET EVERGRANDE

Dans ce contexte, le secteur immobilier est particulièrement exposé. D'une part parce que le marché immobilier résidentiel joue un rôle important dans la stratégie de développement à moyen terme : la modération des prix et l'amélioration de l'accessibilité au logement doivent aider à stimuler la consommation des ménages ainsi que participer à la réduction des inégalités et à la réalisation de la « prospérité commune » – objectif dorénavant prioritaire de Pékin.

D'autre part, le secteur immobilier est l'un des plus lourdement endettés et a également largement profité des mesures d'assouplissement monétaire mises en œuvre pendant la crise sanitaire au S1 2020. Les autorités y ont donc fortement durci les conditions de crédit et le cadre prudentiel à partir du T3 2020. Elles ont introduit de nouvelles limites à l'exposition des banques au secteur<sup>2</sup> et imposé aux promoteurs immobiliers trois « lignes rouges » à respecter en matière de ratios financiers<sup>3</sup>. Des mesures ont également été mises en place par de nombreuses provinces pour décourager les transactions spéculatives et ralentir la hausse du coût du logement.

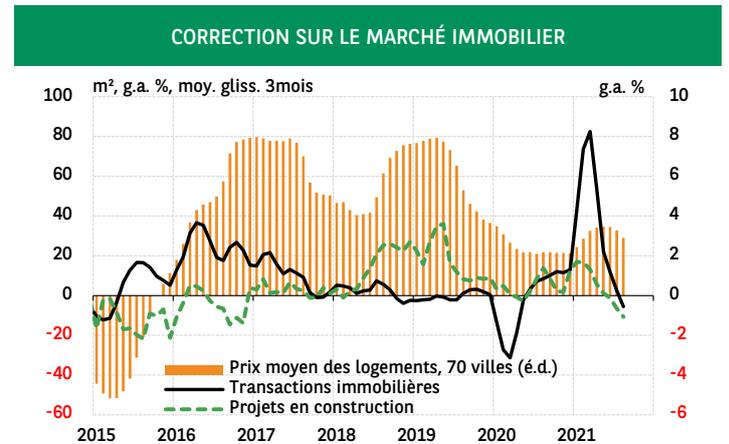
Dans ce cadre de plus en plus restrictif, les entreprises du secteur immobilier ont rencontré des problèmes croissants de financement et de trésorerie au cours des derniers mois. La croissance des prêts bancaires aux promoteurs (qui ne représentent qu'une partie des financements du secteur) a chuté à 2,8% en g.a. à la mi-2021 contre 8,4% à la mi-2020. Celle des prêts hypothécaires est tombée à 8,6% contre 14,8% sur la même période. Cette correction devrait s'aggraver au S2 2021. Les constructions et les ventes de logements ont marqué le pas, réduisant encore les liquidités des promoteurs (cf. graphique).

Le cas d'Evergrande est symptomatique des difficultés du secteur. Les derniers jours de septembre, ce promoteur, le plus important du pays et le plus lourdement endetté, n'a pas remboursé une partie de ses intérêts dus à des banques locales ni sur sa dette obligataire en dollars. Les autorités n'ont accordé aucune mesure de soutien direct.

## QUELLES CONSÉQUENCES?

Les efforts de désendettement des entreprises et l'assainissement des pratiques financières sont des évolutions positives devant conduire à une meilleure allocation du capital à moyen terme. À court terme, cependant, l'ajustement est douloureux. Les premiers défauts d'Evergrande ont eu un effet immédiat sévère sur la confiance et les marchés financiers, ne serait-ce qu'à cause de la taille de l'entreprise (qui représentait près de 5% de la valeur totale des transactions immobilières du pays en 2020) et de l'importance et du profil de sa dette (principalement à court terme)<sup>4</sup>. Les difficultés d'Evergrande ont aussi affecté les paiements aux fournisseurs et les remboursements de crédits du *shadow banking*, accélérant la diffusion des tensions sur la liquidité à d'autres institutions.

Les marchés obligataires ont ces dernières semaines accru leur différenciation des promoteurs immobiliers en fonction de leur notation, et un certain nombre de petites sociétés du secteur, qui ont vu se fermer leur accès aux financements, pourraient également faire défaut. En re-



GRAPHIQUE 3

SOURCE : NBS

vanche, les émetteurs obligataires d'autres secteurs ne semblent pas, jusqu'à présent, avoir été très affectés. De plus, le secteur bancaire est stable. Son exposition à l'immobilier est élevée, avec des prêts représentant 28% du total des prêts bancaires au S1 2021 (dont 21% de prêts hypothécaires et 7% de prêts aux promoteurs), soit 46% du PIB. Certaines petites banques seront fragilisées, mais les grandes banques sont suffisamment capitalisées, provisionnées et robustes pour résister au choc (et leur exposition directe à Evergrande est gérable).

Surtout, les autorités ont la capacité de contenir les effets de contagion sur les conditions de financement du reste de l'économie et prévenir les risques d'instabilité dans le système financier. La banque centrale injecte des liquidités de manière continue depuis quelques jours, et le gouvernement intervient dans les négociations entre Evergrande et les créanciers ainsi que dans son processus de restructuration (ventes d'actifs, injections de fonds par d'autres promoteurs, etc.).

Il est peu probable que le choc Evergrande entraîne une crise de liquidité généralisée du système financier. En revanche, le processus forcé de désendettement des promoteurs aura des conséquences importantes sur la croissance. Les achats de terrains, l'activité de construction et les ventes de logements devraient continuer de fléchir à court terme. Or, les secteurs de la construction et de l'immobilier sont un moteur essentiel de la croissance chinoise. Ils représentent 15% du PIB, et même 25% si on inclut l'ensemble des activités indirectement liées. L'investissement immobilier compte pour près d'un quart de l'investissement total. En outre, les ventes de terrains sont une source importante de revenus des collectivités locales, et le patrimoine des ménages, en particulier dans les zones urbaines, est majoritairement investi dans l'immobilier. Les autorités, tout en laissant faire la liquidation de certains promoteurs immobiliers parmi les plus fragiles, devraient donc agir de manière à éviter un effondrement durable du secteur (par exemple grâce à un assouplissement des conditions sur les prêts hypothécaires, et un soutien à la liquidité des entreprises les plus solides). La finalisation des projets de construction déjà existants d'Evergrande devrait aussi être une priorité des autorités, afin de répondre au mécontentement des familles en attente de leurs logements.

Achévé de rédiger le 29/09/2021

Christine Peltier

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

<sup>1</sup> La dette des entreprises chinoises (essentiellement en monnaie locale) représentait 159% du PIB à la mi-2021 contre 152% fin 2019.

<sup>2</sup> Le plafond sur la part des prêts immobiliers (promoteurs + ménages) dans le total des prêts varie en fonction de la taille de la banque.

<sup>3</sup> Les ratios à respecter sont : dette/actifs <70%, liquidités/dette court-terme >1 et dette nette/capitaux propres <100%. Les promoteurs ont 2 ans pour améliorer leurs ratios. Plus un promoteur dépasse les limites, plus son accès au crédit est restreint. Au S1 2021, 7 des 50 plus gros promoteurs chinois dépassaient les trois « lignes rouges ».

<sup>4</sup> Le total des dettes et engagements d'Evergrande est proche de USD 300 mds, soit 2% du PIB chinois.

## VERS UNE NOUVELLE VALSE DES PREMIERS MINISTRES ?

L'économie devrait rebondir au quatrième trimestre avec la réduction des restrictions sanitaires. Malgré les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, le secteur manufacturier devrait, par ailleurs, bénéficier de la reprise mondiale. Cependant, la consommation ne va probablement pas tarder à s'essouffler sous l'effet de la stagnation persistante des salaires. Les dépenses publiques, soutenues par la politique de contrôle de la courbe de taux menée par la Banque du Japon (BoJ), et l'investissement des entreprises, dont la rentabilité s'est améliorée, constitueront les principaux facteurs de soutien au plan national. La démission du Premier ministre Yoshihide Suga, quoique saluée par les marchés financiers, a ravivé les craintes d'un retour à une valse des premiers ministres.

### UN REBOND DE COURTE DURÉE

Portée par la robustesse de l'investissement des entreprises et la vigueur de la consommation, l'économie japonaise a enregistré un léger rebond (0,3%) au deuxième trimestre. L'embellie a néanmoins été de courte durée : début juillet, devant la résurgence de la pandémie, les autorités ont été contraintes de déclarer l'état d'urgence sanitaire dans le district de Tokyo. Le dispositif a ensuite été étendu à près de la moitié des préfectures, soit 80% de la population. Conséquence, la consommation privée est restée étale, ce qui a en particulier affecté le secteur de l'hôtellerie. Les Jeux olympiques et paralympiques de Tokyo ont eu lieu, mais sans spectateurs. Sur la même période, l'industrie nipponne a été lourdement impactée par les perturbations de la chaîne d'approvisionnement et la faiblesse de la demande extérieure. Les pénuries de semi-conducteurs et autres composants ont contraint des entreprises à suspendre leur activité, en particulier dans le secteur de l'automobile. Ces perturbations devraient persister au T4.

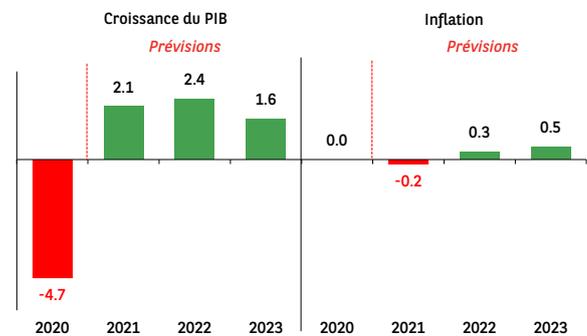
D'après les enquêtes économiques, l'activité pourrait avoir enregistré une nouvelle contraction au T3. En août, l'enquête *Economy Watchers* a fait état d'une nette détérioration des conditions actuelles et futures, ce qui a été confirmé par la baisse de l'indice des directeurs d'achats (*Purchasing Managers Index*, PMI) pour les services à 42,9. Malgré une légère expansion de l'activité, signalée par les entreprises manufacturières, l'indice PMI composite pour la production a chuté de 48,8, en juillet, à 45,5, un plus bas depuis mai 2020. À la fin septembre, la cinquième vague de l'épidémie de Covid-19 avait sensiblement reculé. Le programme de vaccination s'est, en grande partie, déroulé comme prévu, avec plus de 60% de la population ayant désormais reçu la première injection et plus de 50%, la deuxième.

### INCERTITUDE APRÈS LE DÉPART DE YOSHIHIDE SUGA

La cote de popularité du gouvernement s'étant effondrée à la suite de la mauvaise gestion de la pandémie, le Premier ministre, Yoshihide Suga, a annoncé début septembre qu'il ne se représenterait pas à l'élection du président du Parti libéral-démocrate (PLD) et qu'il démissionnerait de ses fonctions de Premier ministre. L'annonce a été saluée par la Bourse de Tokyo. Le LDP a élu M. Fumio Kishida, un ancien ministre des Affaires étrangères, président pour conduire le parti lors des élections à la chambre basse en octobre. M. Kishida a promis de se détourner des politiques de déréglementation de ses prédécesseurs. Cependant, la restauration de la confiance dans le gouvernement ne sera pas chose aisée compte tenu de la faiblesse du système de santé japonais et des contraintes institutionnelles. Le risque est celui d'un retour à une valse des premiers ministres, ceux-ci ne se maintenant pas plus d'un an au pouvoir.

Quel que soit le nouveau Premier ministre, l'orientation de la politique budgétaire va probablement rester très accommodante malgré la détérioration des comptes publics. La dette publique représente actuellement près de 240% du PIB. Cette politique s'appuie sur le soutien

#### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

de la Banque du Japon, qui achète autant d'emprunts d'État (JGB) que nécessaire pour maintenir le rendement des JGB à 10 ans autour de 0%. La BoJ a fixé la cible officielle d'inflation à 2%, mais il ne lui reste guère d'instruments pour atteindre cet objectif. En fait, le Japon compte parmi les rares pays industrialisés à ne pas avoir connu une hausse substantielle de l'inflation ces derniers mois.

### UNE REPRISE VIGOUREUSE EN 2022-2023

L'économie devrait connaître un solide rebond au T4 : les restrictions sanitaires pourraient en effet être levées en raison de la baisse sensible des nouvelles contaminations. Cependant, l'accélération de la consommation va probablement tourner court, car les salaires devraient rester très modérés. En 2021, les exportations devraient demeurer le principal moteur du redressement de l'activité, grâce à la reprise en cours chez les principaux partenaires commerciaux, comme les États-Unis, la Chine et d'autres pays de l'est et du sud-est asiatiques. De plus, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement devraient s'atténuer en 2022. Au plan intérieur, l'activité économique sera soutenue par une politique budgétaire expansionniste, probablement centrée sur le numérique et la croissance verte. Par ailleurs, l'amélioration de la situation financière du secteur des entreprises, conjuguée au redressement de l'activité industrielle mondiale, devrait stimuler l'investissement des entreprises. Pour autant, l'inflation ne dépasserait pas 0,5%.

Achévé de rédiger le 05/10/2021

Raymond Van der Putten

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



## ZONE EURO

9

## POUSSÉE DE CROISSANCE ET D'INFLATION

Le rebond vigoureux au T2 (2,2% t/t) devrait se poursuivre au T3. Les contraintes d'offre viennent amputer la croissance de quelques dixièmes de point de pourcentage par rapport à ce que nous anticipions en juin. Les enquêtes sur le climat des affaires de septembre en portent plus nettement la trace, en particulier dans l'industrie et en Allemagne. Mais ces enquêtes restent à un niveau élevé et la croissance dans la zone euro peut compter sur le soutien de l'important stimulus monétaire et budgétaire, du déblocage de l'épargne forcée, de la bonne orientation du marché du travail et des besoins d'investissement. La croissance en 2022 devrait ainsi dépasser de peu celle de 2021 (5,2% en moyenne annuelle, après 5%). La poussée de l'inflation, même si elle est largement transitoire, vient entacher quelque peu l'optimisme du tableau général. La BCE devrait continuer de donner la priorité à la croissance, n'amorçant qu'une normalisation à minima de sa politique monétaire en laissant le PEPP prendre fin en mars 2022. En outre, cela serait compensé par un APP plus important et plus flexible. Mais la BCE a d'ores et déjà envoyé des signaux de vigilance à l'égard du risque inflationniste

## LA CROISSANCE COURT

Après deux trimestres en légère contraction (-0,4% t/t au T4 2020, -0,3% au T1 2021), marqués par les reconfinements dans différents pays de la zone, la croissance a vigoureusement rebondi au T2 2021 (+2,2% t/t, +14,3% en glissement annuel). L'acquis de croissance s'élève à près de 4% et l'écart par rapport au niveau d'avant-crise du T4 2019 s'est réduit à 2,5%. Le rebond de la consommation des ménages (+3,7% t/t) explique l'essentiel de la croissance (85%). La contribution de l'investissement est également positive mais de moindre ampleur (0,3 point contre 1,9 point pour la consommation). La contribution du commerce extérieur est nulle (la forte progression des exportations s'accompagnant d'une même progression des importations, reflet de la vigueur de la demande intérieure) et celle des variations de stocks est négative (-0,2 point).

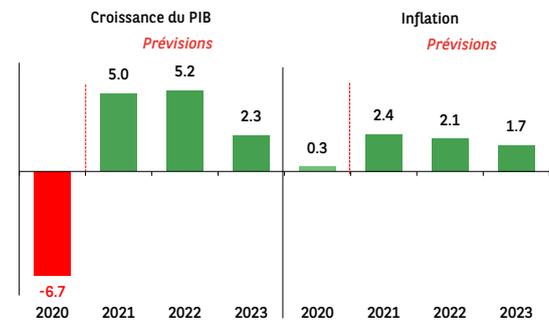
En termes de performances comparées entre les quatre plus grands États membres, l'Italie enregistre le rebond le plus important (+2,7% t/t), suivie de l'Allemagne (+1,6%), de la France et de l'Espagne (+1,1%). Sur l'ensemble des pays de la zone euro, l'Irlande se situe sur la première marche du podium (+6,3%) et Malte ferme la marche (-0,5%). En termes d'écart du PIB par rapport à son niveau d'avant-crise (cf. graphique 2), l'Allemagne et la France accusent un écart similaire (3,3% et 3,2%, respectivement), l'Italie n'est pas loin derrière (-3,8%) et l'Espagne a encore un long chemin à parcourir (-8,4%). À titre de comparaison complémentaire, les États-Unis ont déjà dépassé leur niveau de PIB d'avant-crise (+0,8%) tandis que le Royaume-Uni accuse encore un écart relativement important (-4,5%).

La vigueur du rebond de la croissance au T2 était déjà visible dans le redressement des enquêtes de confiance entre avril et juin, que ce soit les PMI de Markit ou l'indice du sentiment économique de la Commission européenne (ESI). En juillet, le PMI composite et l'ESI avaient encore grimpé d'un cran, pour atteindre un plus haut depuis la mi-2006 pour le PMI (60,2) et un plus haut historique pour l'ESI (119).

En août, les deux enquêtes se sont légèrement repliées avant de reculer plus nettement en septembre pour les PMI (pour lesquels on dispose d'une estimation flash), un repli à attribuer à la morsure des contraintes d'offre et des pressions haussières sur les prix à l'œuvre depuis le tournant 2020-2021. Au niveau agrégé de la zone euro, le recul du PMI manufacturier (-3,3 points, à 55,7 pour la composante « activité ») est un peu plus marqué que celui du PMI services (-2,7 points, à 56,3) et, au niveau géographique, l'Allemagne accuse une baisse de ses PMI sensiblement plus importante que la France.

Le niveau des PMI reste toutefois compatible avec une croissance forte au T3. Nous tablons sur un chiffre similaire à celui du T2, avant un dé-

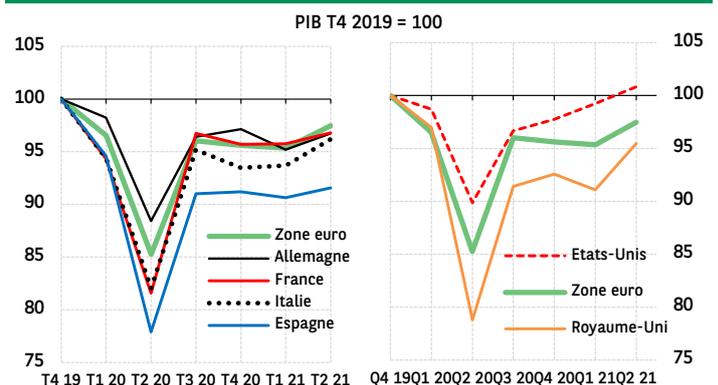
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## PIB : ÉCART PAR RAPPORT AU NIVEAU D'AVANT-CRISE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, EUROSTAT, BEA, ONS, BNP PARIBAS

but de normalisation au T4 (+1,2% t/t). Les diverses contraintes pesant sur l'offre l'amputent de quelques dixièmes de point de pourcentage par rapport à notre prévision de juin mais la morsure reste peu importante à ce stade et les dixièmes perdus devraient être progressivement récupérés en 2022. L'hypothèse implicite que nous faisons, basée sur l'anticipation que la demande se fasse moins vigoureuse et que les freins sanitaires à la production se desserrent, est que les tensions sur



l'offre et les prix ne s'exacerbent guère plus ni ne s'étendent à d'autres produits. Une hypothèse assortie d'une grande incertitude.

Les signaux positifs sur le front de l'emploi et de l'investissement, le redressement de la composante « prix de vente » des PMI, traduisent cependant la confiance des entreprises dans la robustesse des perspectives de croissance et dans leur capacité à répercuter, dans leurs prix de vente, au moins une partie de la hausse du prix des intrants pour préserver leurs marges. Une confiance à surveiller toutefois de près.

En 2022, en profil trimestriel, la croissance irait légèrement *decrecendo*. Elle resterait surtout nettement supérieure à son rythme tendanciel, soutenue par le policy-mix accommodant, le redressement du marché du travail, le déblocage de l'épargne forcée accumulée et les besoins d'investissement. En moyenne annuelle, la croissance serait légèrement plus élevée en 2022 qu'en 2021 (5,2% après 5%), ce qui distingue la zone euro des États-Unis et du Royaume-Uni. Ce rythme supérieur de la croissance en 2022 se retrouve en Allemagne et, dans une moindre mesure, en Espagne ; les croissances française et italienne sont attendues en baisse. Notre prévision pour 2021 est identique à celle de la BCE et du consensus de septembre ; celle pour 2022 est, respectivement, 0,6 et 0,8 point plus haute. La situation sanitaire reste un aléa baissier important, suivie du freinage dû aux contraintes d'offre et à la poussée d'inflation et auxquelles s'ajoutent nouvellement des craintes sur l'ampleur du ralentissement chinois.

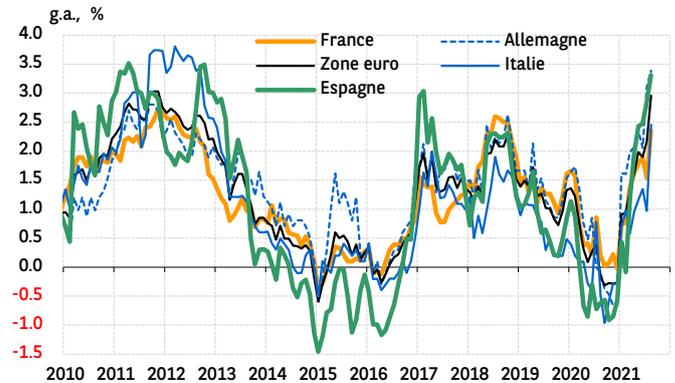
## L'INFLATION GALOPE

Depuis la fin 2020, l'inflation dans la zone euro est sur une franche pente ascendante : il y a un an, elle était en territoire légèrement négatif en glissement annuel et en août 2021, elle s'élevait à 3%, un plus haut depuis la fin 2011. Cette *remontada* est la plus vive en Allemagne, suivie de l'Espagne, de l'Italie et de la France (cf. graphique 3). On ne peut toutefois pas véritablement parler de retour de l'inflation, la hausse des prix n'étant pas généralisée à l'ensemble des composantes de l'indice des prix à la consommation ni auto-entretenue. L'inflation sous-jacente est nettement moins élevée, à 1,6%. La hausse de l'inflation est, pour l'essentiel, le résultat d'une déformation relative temporaire des prix. Un effet de base important, lié notamment aux prix de l'énergie, est, en effet, à l'œuvre. S'y ajoutent l'effet des contraintes d'offre sur le prix d'un certain nombre de matières premières et intrants industriels et l'effet du surcroît de demande en sortie de confinement sur certains produits. Ces facteurs de hausse devraient se dissiper en 2022.

Mais, avant de refluer, l'inflation devrait encore grimper d'ici la fin de l'année. Nous prévoyons qu'elle atteigne son pic au T4 (frôlant 4% en glissement annuel). Ce qui n'est pas sans conséquences sur les marges des entreprises et sur le pouvoir d'achat des ménages. Cependant, les signes de hausse des prix de vente et la situation financière globalement préservée des entreprises devraient contribuer à limiter l'effet négatif sur les marges. Celui sur la confiance et la consommation des ménages devrait être atténué par l'importante épargne excédentaire dans laquelle ils peuvent puiser, par le soutien du marché du travail, bien orienté, et par divers coups de pouce budgétaires aux ménages.

La transmission à l'ensemble des prix à la consommation, l'enclenchement d'une boucle prix-salaires sur fond des fortes difficultés de recrutement, entraînant un dérapage durable de l'inflation, est un autre point d'attention. La probabilité d'un tel scénario apparaît faible compte tenu, d'un côté, de la pression de la concurrence et de la préservation des parts de marché et, de l'autre, du niveau encore élevé du halo du chômage (qui tient compte des personnes découragées et de celles travaillant à temps partiel forcé). De tels effets de second

### INFLATION HARMONISÉE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

tour ne sont, pour l'heure, pas visibles, ni nécessairement à craindre. La BCE s'est mise en mode vigilance mais nous sommes d'avis qu'elle pourrait aussi voir d'un bon œil le retour d'un peu d'inflation auto-entretenue. Ce serait un signal positif sur la force de la croissance et l'efficacité de ses efforts de « reflation ». L'inflation se rapprocherait de sa cible. Un peu plus d'inflation est aussi un moyen de mettre de l'huile dans les rouages, de faciliter certains ajustements<sup>1</sup>. Il s'agirait de « bonne » inflation. C'est ce sur quoi table notre scénario, avec des prévisions un peu plus hautes que celles de la BCE (2,4% en 2021, 2,1% en 2022, 1,7% en 2023 versus 2,2%, 1,7% et 1,5%, respectivement).

Achévé de rédiger le 27/09/2021

**Hélène Baudchon**

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

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Selon nos prévisions, le Conseil des gouverneurs devrait décider, lors de sa réunion de décembre, de mettre un terme à ses achats nets au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (pandemic emergency purchase programme, PEPP) en mars prochain et d'augmenter ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme, APP) pour éviter des perturbations sur le marché. Cela devrait aussi limiter la répercussion de la remontée des rendements des Treasuries sur ceux des emprunts souverains de la zone euro. Nous n'anticipons pas un relèvement des taux sur la durée de notre horizon de prévision, qui s'étend jusqu'en 2023.

Selon l'indication prospective sur les taux d'intérêt, trois conditions clés doivent être remplies avant tout relèvement des taux d'intérêt : l'inflation doit atteindre 2% bien avant la fin de l'horizon de projection, elle doit s'y maintenir « durablement sur le reste de l'horizon de projection » et les progrès de l'inflation sous-jacente vers l'objectif doivent être jugés satisfaisants. À l'exception de l'inflation en 2021 – qui satisfait à la première condition –, basée sur les projections des services de la BCE, aucune de ces conditions n'est remplie à l'horizon des projections, et ce, même dans un scénario alternatif plus favorable.

**William De Vijlder**

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> *Inflation is back with a vengeance — but is that a bad thing?* | Financial Times (ft.com).

## ALLEMAGNE

11

## DANS LES PAS D'ANGELA MERKEL

Après un fort redressement aux T2 et T3, l'activité économique pourrait ralentir dans les prochains mois en raison des ruptures d'approvisionnement et de la forte hausse des prix des intrants. Après sa victoire aux élections législatives, M. Olaf Scholz entame des négociations avec le parti des Verts et les libéraux en vue de former une coalition. Sa politique devrait mettre l'accent sur la protection de l'environnement et la hausse des bas salaires. La politique européenne de la future coalition ne devrait pas être très différente de celle de Mme Merkel.

## SORTIE DE CRISE

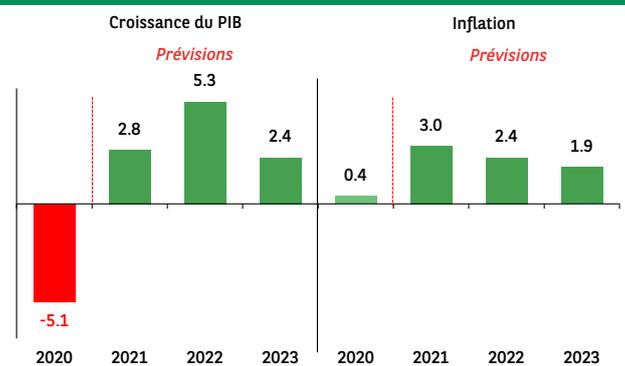
L'économie s'est fortement redressée au T2. Le PIB a grimpé de 1,6%, mais sans rattraper complètement la contraction du T1 (-2%). La principale raison de ce rebond tient à l'allègement des restrictions liées à la Covid-19. Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises font ressortir une expansion toujours aussi robuste au T3. L'indice PMI composite s'inscrit en hausse à 59,2, contre 57,4 sur la période avril-juin. De plus, l'indice Ifo d'activité a progressé à 100,7, contre 96,7 au cours du T2. Pour autant, les chefs d'entreprises se disent de plus en plus préoccupés par l'évolution de l'activité dans les prochains mois, en particulier dans le secteur manufacturier où l'indice Ifo du climat des affaires est sur une tendance baissière depuis le mois de juillet. Ces inquiétudes portent à la fois sur les pénuries de biens intermédiaires et sur la forte hausse des coûts des intrants, qui amputent les marges bénéficiaires.

Avec le raffermissement de l'activité, le marché du travail s'est nettement amélioré. Le taux de chômage baisse depuis décembre 2020, atteignant 3,6% en août, un niveau supérieur d'à peine 0,3 point de pourcentage à celui observé avant la crise. De plus, le nombre de salariés au chômage partiel (*Kurzarbeit*) a rapidement baissé dans tous les secteurs. En août, ce dispositif ne concernait plus que 2% de l'emploi salarié, contre près de 20 % en avril 2020. Sans surprise, le secteur de l'hôtellerie a enregistré le taux le plus élevé, soit 10% contre 63% en avril 2020.

Dans le même temps, les prix ont fortement augmenté. En septembre, les prix à la consommation ressortaient en hausse de 4,1% par rapport à l'année précédente et l'inflation devrait accélérer à 4,6% au T4. La Bundesbank attribue cette envolée à des facteurs principalement temporaires comme le rétablissement des anciens taux de TVA le 1<sup>er</sup> janvier 2021, et l'augmentation des prix du brut. En août, les prix de l'énergie ont gagné 14,3% par rapport à l'année précédente. Ensuite, les entreprises ont relevé leurs prix pour compenser une partie des pertes dues à l'obligation de fermeture ou des surcoûts liés à la mise en place des mesures de sécurité. De plus, les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement risquent de déclencher d'autres hausses de prix. Si l'augmentation des prix se traduit par une accélération de la croissance salariale, le taux d'inflation pourrait aussi remonter sensiblement sur le long terme.

Pour le moment, la hausse des salaires de base reste modérée. Toutefois, les tensions sur les négociations salariales se renforcent. Récemment, un conflit entre la Deutsche Bahn et le syndicat des cheminots a abouti à des mouvements de grève au niveau national. Devant les perspectives incertaines entourant l'inflation, la Bundesbank est hostile à un engagement en faveur d'une orientation très accommodante de la politique monétaire sur une longue période. Elle plaide en faveur d'un retrait progressif du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dès que la crise liée à la pandémie sera terminée.

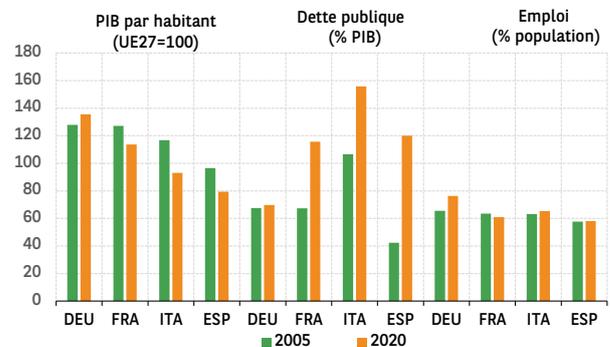
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## L'ÈRE MERKEL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : EUROSTAT

## FIN DE L'ÈRE MERKEL

Les élections législatives allemandes ont été remportées de justesse par le SPD (sociaux-démocrates) dirigé par le ministre des Finances, M. Olaf Scholz. Le parti a obtenu 25,7% des voix. L'union de la CDU/CSU (démocrates-chrétiens) conduite par M. Armin Laschet, le Premier ministre de Rhénanie-Westphalie, a terminé deuxième avec 24,1% des voix. Ce sont les pires résultats du parti depuis l'après-guerre. En revanche, le parti des Verts devient la troisième force politique du pays en doublant quasiment son score par rapport aux élections générales.



de 2017 pour atteindre 14,8% des suffrages. La prochaine étape est la formation d'une coalition qui devra obtenir le soutien de plus de 50% des députés au Bundestag.

Pendant la campagne électorale, M. Scholz s'est présenté comme le candidat de la continuité. La volonté affichée de marcher dans les pas d'Angela Merkel n'a rien de surprenant. Au cours de ses mandats, Angela Merkel a permis à son pays de traverser plusieurs crises. Au début de son premier mandat, à la fin de 2005, l'Allemagne était considérée comme « l'homme malade de l'Europe ». Le PIB par habitant était plus ou moins au même niveau qu'en France (graphique 2). Quinze ans plus tard, l'écart de revenus avec l'UE s'est creusé, passant à 46%, tandis que celui de la France s'est comprimé à 14% à peine. Ce redressement remarquable peut être en grande partie attribué aux réformes du marché du travail (*Agenda 2010*) engagées sous son prédécesseur, Gerhard Schröder (SPD). Le chômage est ainsi passé de 11,3% en 2005 à 3,8% à peine en 2020. De plus, les changements apportés au processus de négociations salariales ont abouti à des accords salariaux plus modérés, qui ont permis de renouer avec la compétitivité sur les prix. Le basculement de la fiscalité directe vers la fiscalité indirecte a, par ailleurs, abaissé encore plus les coûts de production. En 2007, la TVA a été relevée, de 16% à 19%, tandis que les salaires et l'impôt sur les sociétés ont diminué.

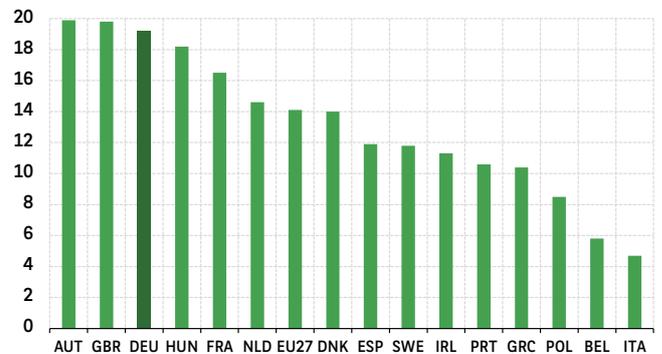
Ironie du sort, les réformes engagées dans le cadre de l'Agenda 2010 ont suscité bien des déceptions dans les rangs du SPD. Le score du parti a été divisé par deux entre les élections fédérales de 1998 et celles de 2017, passant de 40,9% à 20,5%. Sous l'ère Merkel, le SPD a défendu un adoucissement des réformes du marché du travail. En 2015, partenaire junior au sein de la « grande coalition » avec la CDU/CSU, le parti a été le fer de lance d'un salaire minimum légal au plan national. Les pertes d'emplois, craintes par de nombreux observateurs, n'ont pas eu lieu.

En 2009, le gouvernement a inscrit dans la constitution le mécanisme dit du « frein à la dette » (*Schuldenbremse*) qui, en ligne avec les exigences du Pacte européen de stabilité et de croissance, limite l'endettement structurel net de l'Etat fédéral à 0,35% du PIB annuel. Ce dispositif s'est révélé très efficace pour réduire le ratio de dette sur PIB : de 67,5% en 2005, ce dernier a été ramené à 59,7% en 2019, tandis que celui de la France, comparable à celui de l'Allemagne en 2005, s'est détérioré passant à 97,6% en 2019. Ses détracteurs lui attribuent la responsabilité de la faiblesse des investissements publics en particulier dans le numérique et l'éducation, ainsi que du mauvais état des infrastructures du pays.

L'action d'Angela Merkel sur le plan environnemental est plus contestée. Après sa sortie brutale du nucléaire, qui a fait suite à la catastrophe de Fukushima, l'Allemagne a lourdement investi dans les énergies renouvelables sans guère obtenir de résultats en termes de réduction du CO<sub>2</sub> du fait du report de la sortie du charbon. Si le pays a atteint ses objectifs climat pour 2020, c'est en raison de l'impact de la crise Covid-19 sur l'activité. De plus, la transition énergétique a fortement alourdi la facture pour les consommateurs d'électricité.

Sous l'ère Merkel, le taux d'emploi des femmes a nettement augmenté, passant de moins de 60% de la population féminine en âge de travailler, en 2005, à 73,2% en 2020. Cependant, beaucoup de femmes occupent des emplois faiblement rémunérés ou des jobs d'appoint (les fameux « mini-jobs »). L'imposition conjointe des couples mariés avec partage intégral des revenus (*Ehegattensplitting*) constitue un important facteur dissuasif pour la recherche d'un emploi à plein temps. Résultat, l'écart de revenus entre hommes et femmes est l'un des plus élevés au sein de l'UE (graphique 3).

### ÉCART SALARIAL ENTRE LES SEXES (2020)



GRAPHIQUE 3

SOURCE : EUROSTAT

Face aux graves crises rencontrées au cours des quinze dernières années, l'économie allemande s'est révélée bien plus résiliente que celle des autres pays européens. Au niveau européen, la chancelière s'est souvent montrée réticente à apporter une aide inconditionnelle aux autres États membres de l'UE. Pour autant, dans les moments décisifs, elle a fait le choix de l'Europe. Elle a veillé à ce que la Grèce puisse rester à l'intérieur de la zone euro. Lors de la crise migratoire de 2015, la chancelière a même pris un sérieux risque politique en ouvrant les frontières, d'abord pour des raisons humanitaires.

### PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT ET DES BAS SALAIRES

Si M. Scholz parvient à former une coalition, l'accent sera probablement mis sur la transition énergétique. Les graves inondations dans l'ouest du pays cet été ont, une fois de plus, souligné l'importance d'investir davantage dans la prévention des inondations et la réduction mondiale des émissions de CO<sub>2</sub>.

Par ailleurs, le SPD pourrait assouplir les réformes du marché du travail. Il a déjà annoncé sa volonté d'augmenter le salaire minimum à 12 euros de l'heure (contre 9,60 euros actuellement). Par ailleurs, le parti pourrait souhaiter ralentir le relèvement de l'âge de la retraite, qui devrait atteindre 67 ans d'ici 2029.

Le nouveau Bundestag décidera du budget pour 2022. Alors que la crise de la Covid-19 s'atténue et que le soutien à l'économie est progressivement réduit, la discussion du retour à la discipline budgétaire devrait revenir au premier plan. Le gouvernement sortant prévoyait de respecter à nouveau le frein à la dette dès 2023, comme le prévoit la constitution. M. Scholz a certainement retenu la leçon de la crise de la Covid-19 : grâce à un budget sain, le gouvernement fédéral a pu soutenir généreusement l'économie dans la crise, sans détérioration dramatique des comptes publics.

Au niveau européen, les politiques de la nouvelle coalition ne devraient pas être très différentes de celles de la précédente. Chaque chancelier allemand agira en premier lieu pour ce qu'il considère être dans l'intérêt du pays. L'Allemagne devrait défendre un retour aux règles budgétaires européennes pour inspirer confiance dans l'euro. Le soutien aux autres pays ne peut être accordé qu'à condition de mettre en œuvre des réformes structurelles.

Achévé de rédiger le 01/10/2021

Raymond Van der Putten

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

## FRANCE

13

## CROISSANCE FORTE

Le PIB français a progressé de façon significative de 1,1% t/t au T2 2021. L'impact négatif du confinement d'avril a été très limité et l'activité s'est nettement redressée en juin. La croissance au T3 atteindrait 2,2% t/t, portée par l'élan hérité du T2 mais freinée par les contraintes d'offre à l'œuvre. Dans les enquêtes sur le climat des affaires, l'optimisme reste de mise mais il s'est tempéré depuis juin. Au T4, le PIB comblerait quasiment le dernier point de pourcentage manquant pour revenir à 100% de son niveau d'avant-crise. En moyenne annuelle, la croissance s'élèverait à 6,3% en 2021. En 2022, elle se normaliserait mais resterait soutenue par l'impulsion budgétaire. La situation sanitaire continue de constituer un aléa baissier auquel s'ajoutent la poussée d'inflation et les craintes sur l'ampleur du ralentissement chinois. La croissance pourrait aussi surprendre favorablement grâce au surplus d'épargne disponible des ménages, à la situation financière globalement préservée des entreprises et aux mesures de relance budgétaire.

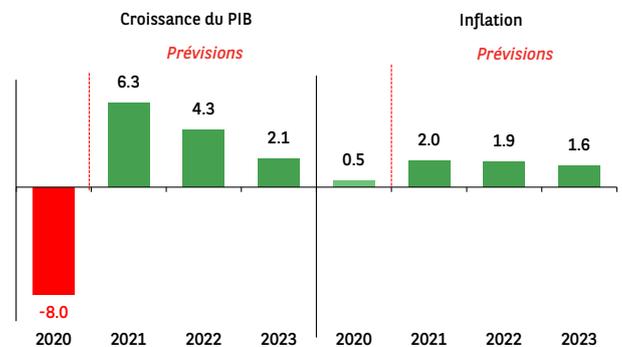
## L'ÉLAN DU REDRESSEMENT AU T2 BÉNÉFICIERA AU T3

D'après la deuxième estimation de l'INSEE, le PIB français a progressé de 1,1% t/t au T2 2021 (soit 0,2 point de plus que l'estimation initiale). Sur un an, la hausse atteint 18,7%, amplifiée par l'effet de base très favorable (au T2 2020, au pire de la crise de la Covid-19, le PIB avait plongé de 13,5% t/t). Le PIB se situe 3,2% sous son niveau d'avant-crise du T4 2019. Le détail par composante fait ressortir des différences importantes et intéressantes (cf. graphique 2) avec, d'un côté, la déprime de la consommation des ménages (5,9% sous son niveau d'avant-crise) et plus encore des exportations (-9,5%) et, de l'autre, le dynamisme de l'investissement des entreprises et des ménages (respectivement, 2,3% et 2,2% au-dessus de leur niveau d'avant-crise). À cette aune, l'importante épargne forcée accumulée par les ménages semble plus bénéficière, pour le moment, à leurs investissements immobiliers qu'à leur consommation.

Le chiffre du T2 a été meilleur qu'attendu : nous tablions sur 0,8% et l'INSEE sur 0,7%. La croissance française est, certes, nettement moins élevée que celle de la zone euro (2,2% t/t) ou des États-Unis (1,6% t/t) mais le chiffre est tout de même bon compte tenu des circonstances. Il est, en effet, significativement positif malgré le troisième confinement d'avril. L'impact négatif de celui-ci sur l'activité a été plus limité encore que le deuxième confinement. D'après la Banque de France, la perte de PIB par rapport au niveau d'avant-crise s'est, en effet, à peine creusée entre mars (un peu moins de 4%) et avril 2021 (un peu plus de 4%), tandis qu'entre octobre et novembre 2020 elle était passée de -3% à -6%. En mai, la perte d'activité s'est à nouveau réduite (un peu moins de 4%) avant une amélioration plus nette en juin (environ -2%), qui s'est poursuivie en juillet (-1%). En août, la perte d'activité est restée inchangée et en septembre, elle aurait légèrement diminué, à -0,5% (l'économie fonctionnant alors à 99,5% de son niveau d'avant-crise).

Ces évolutions en faux plat de l'activité se traduiraient, pour la Banque de France, par une croissance approchant 2,5% t/t au T3, à la faveur de l'élan hérité du T2. Au regard de cette prévision et de celle de l'INSEE (+2,7%), notre propre prévision de 2,2% apparaît assortie d'un risque haussier. Mais plus la croissance au T3 est élevée, moins celle du T4 l'est, car plus le rattrapage du niveau d'avant-crise avance au T3, moins l'effet mécanique résiduel est fort au T4. Notre scénario fait l'hypothèse d'un rattrapage limité au T3 (par les contraintes d'offre à l'œuvre, cf. infra), laissant le PIB à 99% de son niveau d'avant-crise, avant de quasiment combler, au T4, le dernier point de pourcentage manquant. Au T4, nous comptons également sur le soutien de la montée en puissance du plan France Relance, ce qui porte notre prévision de croissance à 0,9% t/t quand l'INSEE anticipe 0,5%. La bonne nouvelle du retour attendu du PIB à son niveau d'avant-crise au T4 2021 ne doit cependant pas masquer les différences sectorielles qui

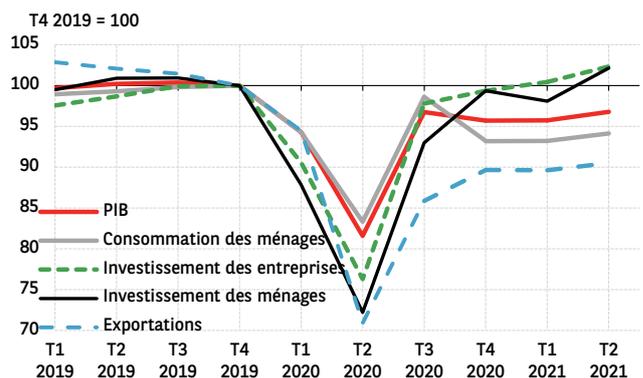
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## LE PIB ET SES COMPOSANTES PAR RAPPORT AU NIVEAU D'AVANT-CRISE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

demeurent importantes. Les secteurs de la fabrication de matériels de transport, des services de transports et entreposage, de l'hébergement-restauration et des activités récréatives portent toujours une trace profonde de la crise (avec une perte d'activité en septembre 2021, par rapport au T4 2019, estimée par l'INSEE à, respectivement, 23%, 8%, 14% et 11%) quand le secteur information-communication, le mieux loti, se situe 7% au-dessus de son niveau d'avant-crise.



## POINTS DE FRICTION (SUITE)

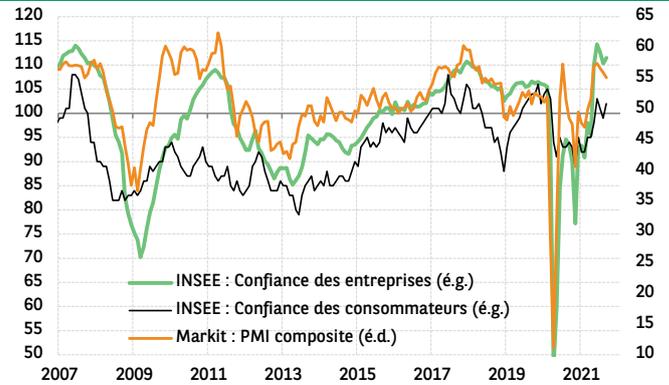
L'acquis de croissance au T2 2021 s'élève à près de 5%. Notre prévision d'une croissance de 6,3% sur l'ensemble de l'année a donc des chances solides d'être atteinte, même si les perspectives pour le T3 et le T4 s'annoncent un peu moins positives qu'à l'approche de l'été. Le retour à la normale de l'activité dans les secteurs les plus affectés par la crise reste ralenti par la situation sanitaire et les mesures de contrôle restantes. Surtout, les contraintes d'approvisionnement, les difficultés de recrutement et la hausse des prix des intrants vont *crescendo* depuis le début de l'année et viennent freiner le redémarrage de manière un peu plus significative qu'attendu. L'optimisme des enquêtes sur le climat des affaires s'en trouve tempéré, en plus de l'effet de normalisation attendu après les sommets atteints en juin. Leur repli demeure toutefois d'ampleur limitée à ce stade et leur niveau reste très élevé (cf. graphique 3). L'industrie et le bâtiment sont plus exposés que les services à ces tensions sur l'offre quand les services sont davantage soumis aux contraintes sanitaires. À l'horizon des prochains mois, un chassé-croisé entre ces secteurs est possible, avec les services qui s'en sortiraient le mieux, suivis du bâtiment puis de l'industrie.

À propos plus spécifiquement des difficultés de recrutement, le point positif a d'abord avoir en tête est qu'elles sont le corollaire d'une bonne nouvelle, à savoir le redressement de l'emploi. C'est leur ampleur qui, de prime abord, est surprenante (au regard du réservoir de main d'œuvre disponible si l'on en juge le niveau combiné du chômage, du halo autour du chômage et du sous-emploi) et préoccupante (car elles contraignent l'activité même s'il est difficile d'évaluer à quel point). Une partie de l'explication se trouve dans la particularité de la crise de la Covid-19, les mouvements de stop-and-go de l'activité, la rétention de main d'œuvre permise par le dispositif de chômage partiel, le caractère très hétérogène du choc au niveau sectoriel et les difficultés de réallocation immédiate et de remobilisation de la main d'œuvre, qui s'ajoutent aux problèmes structurels d'attractivité de certains métiers et d'inadéquation entre la main d'œuvre et les compétences disponibles et nécessaires. Le tout vient compliquer plus encore le bon appariement entre l'offre et la demande de travail. Mais à mesure que l'économie et le marché du travail retrouveront un fonctionnement plus normal, les difficultés de recrutement devraient refluer.

L'autre problématique liée à ces difficultés est leur traduction en inflation salariale et l'enclenchement éventuel d'une boucle prix-salaires, d'effets de second tour, sur fond de poussée d'inflation. Pour l'heure, les preuves de pressions salariales restent anecdotiques. L'expérience des années 2015-2019 invite aussi à la prudence : la montée des difficultés de recrutement à l'époque s'était accompagnée d'une inflation salariale modérée (cf. graphique 4). L'offre de travail reste excédentaire. Le net redressement du taux de marge des entreprises, à la faveur des mesures budgétaires récentes, redonne certes de l'espace pour des augmentations de salaires mais celui-ci est limité, si ce n'est repris, par la hausse concomitante du prix des intrants industriels et la possibilité également limitée, dans la plupart des cas, de répercuter cette hausse sur les prix de vente. Au final, il est plus probable que l'inflation salariale reste contenue mais, comme le souligne la Banque de France, il est possible qu'elle soit plus importante que prévu. Ce qui serait plutôt une bonne nouvelle à nos yeux dès lors que cela traduirait un fonctionnement plus normal de l'économie et permettrait à l'inflation de se diriger vers la cible de la BCE.

Un autre point d'attention est l'effet négatif possible de la poussée d'inflation (1,9% en glissement annuel en août) sur la confiance et la consommation des ménages. Comme au niveau de la zone euro, aussi temporaire et circonscrite soit-elle (l'inflation sous-jacente reste basse, à 1,5% sur un an en août selon la mesure nationale), cette

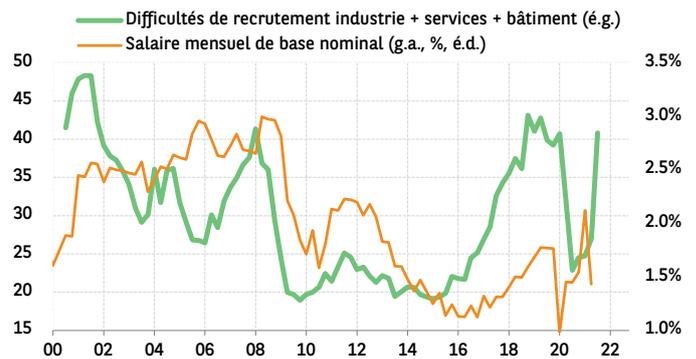
### ENQUÊTES DE CONFIANCE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, MARKIT, BNP PARIBAS

### DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT ET SALAIRES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

poussée d'inflation vient grever le pouvoir d'achat. L'effet négatif sur la consommation devrait toutefois être atténué par la bonne orientation du marché du travail, la possibilité de puiser dans l'importante épargne forcée accumulée, l'avancée au 1<sup>er</sup> octobre 2021 de la revalorisation automatique du Smic et le versement, courant décembre, d'un chèque énergie supplémentaire de EUR 100.

En 2022, les freins à la croissance venant des contraintes d'offre et de la situation sanitaire devraient moins peser mais le soutien de l'effet mécanique de rattrapage du niveau d'avant-crise jouera aussi beaucoup moins qu'en 2021. La croissance resterait toutefois forte (4,3%), soutenue par l'impulsion budgétaire. Nous voyons la balance des risques équilibrée. La situation sanitaire reste un aléa baissier auquel s'ajoutent la poussée d'inflation et les craintes sur l'ampleur du ralentissement chinois. À l'inverse, la croissance pourrait surprendre favorablement grâce au surplus d'épargne disponible des ménages, à la situation financière globalement préservée des entreprises et aux mesures de relance budgétaire. Notre prévision de croissance pour 2021 se situe 0,2 point au-dessus du consensus de septembre et 0,5 point au-dessus pour 2022.

Achévé de rédiger le 23/09/2021

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

## UN VENT D'OPTIMISME SOUFFLE SUR L'ÉCONOMIE

La reprise a accéléré, gagnant progressivement les différents secteurs et composantes de l'économie. L'amélioration du scénario général a conforté le moral des chefs d'entreprises et soutenu l'investissement. L'activité dans l'industrie manufacturière est repartie à la hausse au deuxième semestre 2020 tandis que le secteur des services a bénéficié de la reprise de la consommation au deuxième trimestre, malgré une évolution du tourisme international toujours décevante. L'optimisme qui continue de régner sur le marché immobilier italien surprend. Il est principalement porté par les achats de familles désireuses d'améliorer leurs conditions de logement. Au deuxième trimestre 2021, les ventes dans l'immobilier résidentiel ont ainsi enregistré une croissance de +70% par rapport au T2 2020 et de +26,1% par rapport au T2 2019.

### UNE ÉCONOMIE PLUS RÉSILIENTE

La reprise a accéléré, s'étendant progressivement à tous les secteurs et composantes de l'économie italienne. Le PIB réel, en hausse de 0,2% au T1 2021, a grimpé à près de 3% au T2. Le taux de croissance annuel a fait un bond au-dessus de 17%, en raison de la forte baisse enregistrée au T2 2020. L'effet de report pour 2021, hors nouvelle hausse au second semestre, ressort à 4,7%.

Au T2, la contribution de la demande intérieure à la croissance du PIB a été positive (+3,1%), tandis que celle des stocks a été négative (-0,8%). Avec l'amélioration des conditions sanitaires, la plupart des restrictions introduites pour endiguer la propagation du virus ont été levées. Même si les ménages sont restés relativement prudents, la consommation a augmenté de 5%, après -1,1% au T1, sous l'effet également du renforcement des conditions du marché du travail. Le nombre d'actifs occupés a augmenté de 338 000, mais il se maintient bien en deçà des niveaux antérieurs à la pandémie. Les consommateurs ont principalement augmenté les dépenses en biens semi-durables et en services, qui avaient été particulièrement touchés au cours des trimestres précédents. Le redressement de la demande intérieure et internationale a renforcé le climat des affaires et soutenu l'investissement des entreprises. Au T2, les dépenses en capital ont progressé de 2,4%, après +3,8% au T1. Les investissements affichent une croissance de 5% par rapport au T4 2019, de sorte que ceux qui n'ont pas été réalisés pendant la crise Covid-19 sont déjà rattrapés.

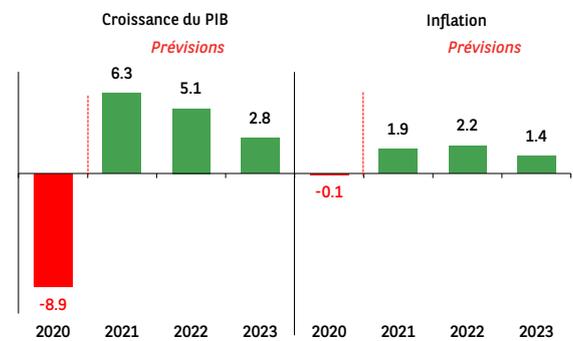
Sur la période d'avril à juin, la contribution des exportations nettes est redevenue positive (+0,3%, après -1% au T4 2020 et -0,4% au T1 2021), la croissance des exportations ayant été plus forte que celle des importations (+3,2% et +2,3%, respectivement), portée par un contexte extérieur dynamique.

### UNE REPRISE GÉNÉRALE

L'activité manufacturière est repartie à la hausse au second semestre 2020, reflétant l'amélioration de l'environnement mondial. Les exportations ont entièrement rattrapé la forte chute enregistrée au cours du premier semestre de l'année dernière. De janvier à juillet 2021, les ventes italiennes à l'étranger ont fait un bond de près de 23% en base annuelle, contre +16% environ en Allemagne et en France. La production de l'industrie manufacturière a progressé de 0,5% au T4 2020, de 1,3% au T1 2021 et de 1,5% au T2 2021, dépassant légèrement le niveau antérieur à la crise. La production d'intrants intermédiaires a largement bénéficié du redressement du commerce mondial, avec de fortes augmentations dans le secteur de l'équipement électrique, celui des produits métalliques et celui des produits en caoutchouc, en plastique et métalliques non minéraux.

Avec la levée progressive des restrictions, le secteur des services a bénéficié de la reprise de la consommation. Au T2, la valeur ajoutée a

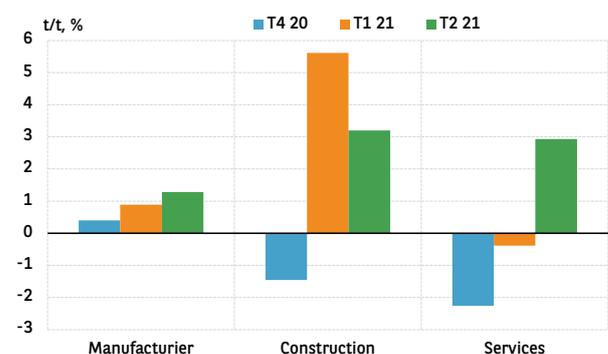
#### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

#### VALEUR AJOUTÉE PAR SECTEUR (VARIATION EN %, T/T)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CALCULS BNL, DONNÉES ISTAT

augmenté de près de 3%, après avoir reculé au T4 2020 et au T1 2021 (-2,3% et -0,4%). Ce chiffre global reflète le fort rebond de l'activité dans l'hôtellerie et la restauration. Le chiffre d'affaires a crû de 35% (t/t), mais il reste inférieur de plus de 40 points de pourcentage à celui réalisé au T4 2019. Ce secteur reste en effet fortement touché par l'évolution décevante du tourisme international. Au T2, on comptait environ 6 millions les touristes étrangers ; c'est plus qu'au T2 2020 (4,8 millions), mais nettement en dessous des 25,9 millions enregistrés au T2 2019. D'après les données des Comptes nationaux, les dépenses des non-résidents ont augmenté de EUR 1,9 md au T1 à EUR 2,4 mds au T2 2021, environ un cinquième des valeurs de pré-crise.

## IMMOBILIER : LA PAGE DE LA PANDÉMIE EST TOURNÉE

Malgré les sombres prévisions faites au début de la pandémie, un étonnant optimisme persiste sur le marché italien de l'immobilier, principalement dû aux décisions d'achat de familles désireuses d'améliorer leurs conditions de logement après plusieurs mois de confinement pendant la période d'urgence sanitaire. Selon une enquête récente menée par Nomisma (institution italienne spécialisée dans ce domaine), 3,3 millions de familles italiennes souhaiteraient acquérir un logement neuf dans les douze prochains mois. Cependant, seules 800 000 d'entre elles semblent disposer d'un revenu suffisant pour procéder effectivement à une telle acquisition, un chiffre supérieur à celui enregistré dans les enquêtes antérieures à la pandémie.

La résilience qui a caractérisé le secteur immobilier italien pendant les premiers mois de la pandémie et la réactivité dont il a fait preuve dans la période qui a suivi permettront très probablement à ce secteur de refermer la longue parenthèse de l'épidémie de Covid-19 sur une performance aussi brillante qu'inattendue. En fait, les principaux indicateurs font ressortir des taux de croissance positifs depuis la fin 2020. Cette année, le nombre de transactions va probablement se réaligner sur les prévisions faites avant la pandémie, avec une baisse cumulée sur la période de deux ans (2020-2021) qui ne devrait pas excéder 4 % par rapport au scénario de pré-crise.

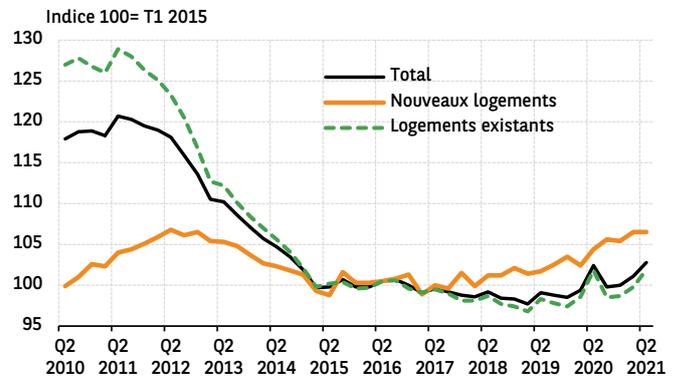
En Italie, le marché de l'immobilier résidentiel reste dominé par les particuliers, qui représentent environ 95% de la demande et 87% de l'offre. Au premier semestre 2021, 54,2% des acquisitions effectuées par des particuliers ont été financées par la souscription d'un prêt hypothécaire et, dans 75% des cas, il s'agissait de la résidence principale. La baisse progressive de la décote moyenne sur les prix de vente, qui est désormais de 9,3%, contre 10,1% au trimestre précédent, reflète également la bonne dynamique du marché.

Au deuxième trimestre 2021, les ventes dans l'immobilier résidentiel ont affiché une croissance de +73,4% par rapport au même trimestre de 2020 et de +26,1% par rapport au deuxième trimestre 2019. Dans les villes autres que les chefs-lieux de région, ces chiffres sont encore plus élevés (+81,6%, avec environ 62 000 logements vendus et +31,3%, avec près de +33 000 logements vendus, respectivement). Dans les chefs-lieux de région, les transactions immobilières ont crû de 58%, en g.a., (plus de 23 000 logements achetés de plus qu'au deuxième trimestre 2020 et près de 9 000 de plus qu'au deuxième trimestre 2019, +16,1%). Les transactions immobilières ont augmenté de 14,6 % dans les grandes villes du nord du pays et de 34,2% dans le centre par rapport au T2 2019.

Le redressement des transactions, qui ressort de la comparaison entre les données de 2021 et de 2019, concerne tous les types de surfaces, mais en particulier les plus grandes (plus de 145 m<sup>2</sup>). Entre avril et juin 2021, les transactions immobilières dans les huit plus grandes villes italiennes ont augmenté de 14% par rapport au deuxième trimestre 2019, les plus fortes progressions ayant été enregistrées à Gênes et à Rome (+32,7% et +19,4%, respectivement). Florence, Palerme et Turin ont affiché des taux de croissance plus modestes, mais également à deux chiffres. La hausse des transactions à Milan, à Naples et à Bologne reste inférieure à 10% par rapport à 2019.

Les indications relatives aux prix sont également positives, même si les dernières données font état d'un ralentissement, qui est plus évident dans le sud que dans certaines grandes villes du nord, y compris Milan. D'après les estimations préliminaires de l'Istat, les prix de l'immobilier ont augmenté en Italie de 1,7% (t/t) et de 0,4% (g.a.) au T2 2021 (+1,7% au T1 2021).

### PRIX DES LOGEMENTS



GRAPHIQUE 3

SOURCE : CALCULS BNL, DONNÉES ISTAT

L'augmentation en base annuelle s'explique principalement par les prix des logements neufs (+2,0%, contre +4,0% au trimestre précédent), tandis que dans l'ancien, les prix s'inscrivent en légère hausse (+0,1%, contre +1,2% au premier trimestre 2021).

Dans l'hypothèse de prix inchangés au second semestre, le taux de croissance des prix de l'immobilier en 2021 serait de +2%, un niveau jamais atteint depuis que les données sont disponibles (2010). Dans les régions du nord-ouest et du nord-est, les prix de l'immobilier ont progressé de 0,1% (g.a.) et de 0,3% respectivement (contre 1,8% et 2,3% au T1 2021, respectivement). Dans le centre, les prix de l'immobilier ont augmenté de 1,2 % (contre 1,4 % au T1 2021), tandis que dans le sud et dans les îles, ils ont baissé de 0,2 %. La croissance des prix de l'immobilier à Milan, notamment, a ralenti à +1,4 % (g.a.) au T2 2021, contre +5,2% au T1. La tendance positive est entièrement imputable aux logements dans l'ancien, dont les prix ont augmenté de 3,6% (g.a.), tandis que dans le neuf ils ont baissé de 8,8% (g.a.). Cette dynamique divergente se confirme en base trimestrielle avec une baisse des prix des logements dans le neuf de 14,2% par rapport au trimestre précédent, contre une hausse de 3,2% dans l'ancien. À Rome, les prix de l'immobilier ont affiché un taux de croissance négatif (-0,5% au T2 contre +1,7% au trimestre précédent).

Achévé de rédiger le 23/09/2021

Paolo Ciocca

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

Simona Costagli

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

## ESPAGNE

17

## FACE À DE NOUVEAUX RISQUES

Malgré un premier semestre décevant sur le front de la croissance économique, l'Espagne connaîtra, sauf dégradation de la situation sanitaire, un rebond d'activité important au second semestre 2021. La fréquentation touristique se rétablit (mais reste historiquement basse) tout comme l'emploi. Les risques inflationnistes s'intensifient cependant. La hausse spectaculaire des prix de l'énergie a contraint le gouvernement à prendre des mesures drastiques pour alléger la facture des ménages, au prix de dépenses budgétaires plus importantes. Dans ce contexte encore incertain, et bien que la situation sanitaire soit pour le moment plus favorable (soutenue par un niveau de vaccination élevé), le budget pour 2022, dévoilé cet automne, restera sans nul doute expansionniste. L'objectif du gouvernement socialiste sera avant tout de consolider la reprise économique, en protégeant notamment le pouvoir d'achat des ménages, face à la hausse des coûts de l'énergie.

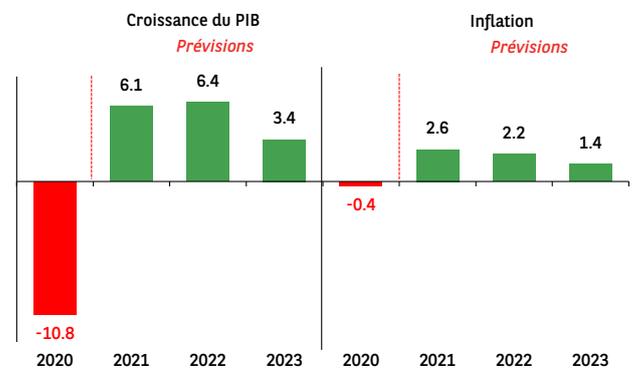
Nul doute que les chiffres de la croissance pour le T2 2021 ont déçu. Après révision, le PIB réel n'a enregistré qu'une hausse de 1,1% t/t, un rebond bien moins prononcé que la première estimation fournie par l'INE (+2,7% t/t), et qui fait suite à une contraction au T1 (-0,2% t/t). La consommation des ménages s'est rétablie moins fortement que prévu. Le chemin à parcourir avant une normalisation de l'ensemble des pans de l'économie reste donc important. La consommation privée pourrait, de plus, être freinée par plusieurs facteurs dans les prochains mois : la montée de l'inflation (ci-après) mais également les problèmes d'approvisionnement qui frappent l'industrie, et notamment le secteur automobile. Les ventes de nouveaux véhicules automobiles en Espagne ont chuté de moitié entre avril et août 2021. Enfin, l'incertitude pèse sur l'évolution de l'épargne accumulée par les ménages durant cette pandémie – près de EUR 117 mds selon les estimations de la Banque d'Espagne – dont la baisse pourrait être assez longue à se matérialiser.

Le net redressement du marché du travail opéré depuis le printemps offre cependant des perspectives encourageantes. Plus de 400 000 postes ont en effet été pourvus depuis avril<sup>1</sup>, et l'emploi se situe désormais très légèrement en dessous de son niveau d'avant-pandémie. Le taux de chômage reste, pour sa part, toujours au-dessus de son niveau du début de l'année 2020 (14,3% en juillet contre 13,7% en février 2020) en raison de la hausse de la population active. Une part importante des nouvelles embauches étant de nature saisonnière, il faudra néanmoins attendre l'évolution de l'emploi au cours de l'automne pour juger plus précisément de la vigueur de cette reprise. Conséquence du retour à l'emploi, le nombre de personnes couvertes par un dispositif ERTE de chômage partiel a chuté en août à son plus bas niveau depuis le début de la pandémie (272 190).

L'amélioration du marché du travail offre un peu d'air aux finances publiques – notamment celles du gouvernement central – qui restent aujourd'hui encore fortement dégradées. Le déficit devrait être de nouveau conséquent en 2021 – au-delà de 7% du PIB selon les dernières estimations de la Banque d'Espagne, après un record à -11,0% du PIB en 2020 (voir encadré 1). Les prévisions de déficit du banquier central espagnol restent également élevées pour 2022 (-4,3% du PIB) et 2023 (-3,5%).

Sous réserve d'une situation sanitaire stable, la croissance devrait néanmoins accélérer dans la seconde moitié de l'année. L'Espagne reste tout d'abord l'un des pays en Europe où l'on vaccine le plus, avec près de 80% de la population ayant réalisé, à la fin septembre, un parcours vaccinal complet. La fréquentation touristique est encore fragilisée par le contexte sanitaire mondial, mais le niveau d'activité en août s'est rapproché encore un peu plus de ceux observés en 2019. Le taux d'occupation des hôtels est remonté à 65% en août, 10 points environ en dessous du niveau habituel mais bien au-dessus de celui de 2020 (44%).

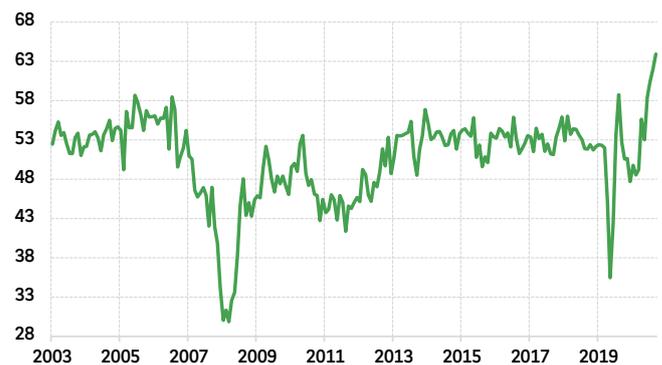
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## PMI MANUFACTURIER, SECTEUR DES BIENS DE CONSOMMATION



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MARKIT

De plus, les enquêtes d'opinion restent bonnes. L'indice composite de la confiance des directeurs d'achat (PMI) s'inscrit toujours à un niveau historiquement élevé (60,6 en août). Ce sondage souligne une hausse particulièrement sensible de la demande en biens de consommation; l'indice PMI correspondant est grimpé à 63,9 (cf. graphique 2). La confiance des ménages a par ailleurs retrouvé, selon l'enquête de la Commission européenne, un niveau comparable à celui pré-pandémie.

<sup>1</sup> Le nombre de travailleurs affiliés à la Sécurité sociale s'est en effet accru de 412 447 au cours des trois derniers mois (source : SEPE).



Autre évolution positive, le marché immobilier retrouve des couleurs après un creux en 2020. Conséquence de plusieurs facteurs (taux d'intérêt historiquement bas<sup>2</sup>, hausse de l'épargne des ménages, démocratisation du télétravail), les autorisations de construction résidentielle ainsi que les prix immobiliers sont repartis à la hausse en 2021 (les prix sont en augmentation de 5,2% g.a. en août, selon l'indice TINSa). Même si le niveau de l'activité immobilière reste bien inférieur à celui observé durant la bulle spéculative des années 2000, les investissements résidentiels pourraient fournir un surplus de croissance bienvenu à court et moyen terme. L'emploi dans la construction a, par ailleurs, résisté bien mieux à la crise sanitaire que la plupart des autres secteurs, s'établissant dès le mois d'août près de 2% au-dessus de son niveau de l'hiver 2020.<sup>3</sup>

## POUSSÉE INFLATIONNISTE : LE GOUVERNEMENT INTERVIENT

Conséquence de la demande forte en gaz naturel, et des problèmes d'approvisionnement qui en découlent, les prix de l'électricité et du gaz ont bondi en Europe, et l'Espagne a été l'un des pays touchés le plus tôt et le plus durement par ce phénomène. Les prix de l'électricité dans le pays ont augmenté de 35% g.a. en août, tandis que ceux du gaz ont grimpé de 8,2% g.a. La hausse du coût de l'énergie a eu un impact significatif sur celui-ci, contribuant à hauteur de la moitié de l'inflation totale en août. Il n'est pas certain que les prix de l'énergie baissent ou se stabilisent au cours des prochains mois, les problèmes d'approvisionnement en gaz naturel risquant de perdurer cet hiver.<sup>4</sup> Par ricochet, cela pourrait conduire à une hausse des prix dans d'autres postes de dépenses, notamment l'alimentation qui pèse pour près d'un quart du panier de consommation des ménages espagnols. Certains composants de l'indice des prix à la consommation (IPC) restent cependant en territoire déflationniste en août. C'est le cas de celui relatif à la communication (principalement la téléphonie), l'éducation, les loisirs, et la culture.

La hausse drastique des prix de l'énergie impacte en premier lieu les moins fortunés, qui consacrent une part importante de leur budget à ces coûts fixes. Ainsi, pour préserver au mieux la consommation privée et ne pas freiner la reprise, le gouvernement a annoncé successivement deux séries de mesures. La première, début juillet, a consisté à abaisser temporairement – jusqu'à la fin 2021 – le niveau de TVA sur l'électricité (de 21% à 10%) et à suspendre pour trois mois la taxe sur la production d'électricité pesant sur les entreprises. La hausse des prix de l'électricité s'étant poursuivie cet été, le gouvernement a annoncé début septembre de nouvelles mesures visant notamment à ponctionner les compagnies électriques d'une partie de leurs bénéfices générés par cette hausse des prix du gaz sur les marchés internationaux.<sup>5</sup> La baisse de la TVA sur l'électricité pourrait également être prolongée au-delà de décembre 2021.<sup>6</sup>

Achévé de rédiger le 23/09/2021

**Guillaume Derrien**

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

### BILAN PROVISOIRE DES COMPTES PUBLICS POUR 2020

| Administration Publique (en EUR mds)              | 2020 (a) | 2019 (b)       | (a) - (b) | % du total (2020) |
|---|----------|----------------|-----------|-------------------|
| Recettes totales                                  | 463.3    | 487.8          | -24.5     | -                 |
| Impôts sur la production et l'importation         | 129.6    | 147.5          | -17.9     | 30.2              |
| TVA   | 70.6     | 80.9           | -10.3     | 16.6              |
| Autres  | 59.0     | 66.6           | -7.6      | 13.7              |
| Impôts sur le revenu et le patrimoine             | 125.3    | 129.2          | -3.9      | 26.5              |
| Impôts sur le revenu                              | 121.0    | 124.8          | -3.8      | 25.6              |
| Autres  | 4.3      | 4.4            | -0.1      | 0.9               |
| Impôts sur le capital                             | 4.6      | 5.5            | -0.9      | 1.1               |
| Cotisations sociales                              | 161.9    | 160.7          | 1.2       | 32.9              |
| Employeurs  | 112.3    | 112.3          | 0.0       | 23.0              |
| Ménages   | 42.4     | 41.2           | 1.2       | 8.5               |
| Cotisations imputées                              | 7.1      | 7.2            | 0.0       | 1.5               |
| Impôts sur les sociétés                           | 6.7      | 8.8            | -2.0      | 1.8               |
| Dividendes  | 4.7      | 6.2            | -1.5      | 1.3               |
| Intérêts  | 2.1      | 2.6            | -0.6      | 0.5               |
| Autres recettes                                   | 26.7     | 26.9           | -0.2      | 5.5               |
| Dépenses totales                                  | 586.4    | 523.4          | 62.9      | -                 |
| Consommation intermédiaire                        | 66.0     | 64.0           | 2.0       | 11.3              |
| Revenus des employés                              | 140.5    | 134.5          | 6.0       | 24.0              |
| Intérêts  | 25.2     | 28.3           | -3.2      | 4.3               |
| Subventions                                       | 21.4     | 12.5           | 8.9       | 3.7               |
| Transferts sociaux                                | 228.1    | 196.8          | 31.3      | 38.9              |
| Transferts en espèces                             | 33.6     | 32.8           | 0.8       | 5.7               |
| Dépenses liées à l'Union Européenne               | 11.0     | 10.2           | 0.8       | 1.9               |
| Formation de capital fixe (investissement public) | 28.2     | 26.0           | 2.2       | 4.8               |
| Autres dépenses                                   | 32.3     | 18.2           | 14.1      | 5.5               |
| Solde budgétaire                                  | -123.1   | (% PIB: -11.0) |           |                   |
| Solde primaire                                    | -97.9    | (% PIB: -8.7)  |           |                   |

La facture a été salée pour les finances publiques espagnoles en 2020. Le déficit budgétaire s'est creusé de EUR 87,4 mds pour atteindre EUR 23,1 mds, dépassant ainsi le triste record de 2009 (EUR 120,6 mds). L'effet ciseau (baisse des recettes/hausse des dépenses) a été conséquent. Côté recettes, la baisse est venue pour les trois-quarts d'une chute des collectes liées à l'impôt sur la production et sur les importations. C'est la conséquence du plongeon – voire de l'arrêt – de nombreuses activités engendré par les périodes de confinement. Pour le reste, la diminution des recettes s'explique par un recul des ressources générées par l'impôt sur les sociétés ainsi que par l'impôt sur le revenu et le patrimoine. Les recettes de cotisations sociales ont pour leur part augmenté, les salaires de la plupart des travailleurs ayant été maintenu grâce aux dispositifs élargis de chômage partiel. Ces mesures exceptionnelles ont néanmoins conduit à un bond spectaculaire des transferts sociaux, en hausse de plus de EUR 30 mds en 2020. À noter que le coût du remboursement de la dette (intérêts) s'est de nouveau réduit en 2020, la baisse des taux d'intérêt s'étant poursuivie.

ENCADRÉ 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES ESPAGNOL, BNP PARIBAS

<sup>2</sup> Les taux d'emprunt moyen ont chuté pour la première fois en juin sous la barre des 1,6% (Banque d'Espagne).

<sup>3</sup> Source : Office pour l'emploi espagnol (SEPE).

<sup>4</sup> Tagliapietra & Zachmann, *Is Europe's gas and electricity price surge a one-off?*, Bruegel.

<sup>5</sup> *El Gobierno recorta 2.600 millones a las eléctricas para contener el recibo de la luz*, *El Economista*, 13 septembre 2021.

<sup>6</sup> *El Gobierno estudiará ampliar la rebaja del IVA a la luz más allá del 31 de diciembre*, *El Economista*, 21 septembre 2021.



## PAYS-BAS

19

## DANS L'IMPASSE POLITIQUE

Avec la levée progressive des restrictions sanitaires, l'économie néerlandaise a fortement rebondi au T2 et cette dynamique s'est poursuivie au T3. En dépit du climat économique favorable et de l'état satisfaisant des finances publiques, les partis politiques peinent encore à former un gouvernement six mois après les élections législatives. Néanmoins, les perspectives économiques restent prometteuses, en particulier en raison de l'expansion rapide du commerce mondial.

## RALENTISSEMENT DE LA DYNAMIQUE DE CROISSANCE

Au T2, l'activité économique a fortement rebondi de 3,8% par rapport au trimestre précédent à la suite de la levée progressive du confinement aux Pays-Bas et dans les pays voisins. La consommation des ménages et les exportations ont nettement accéléré. Cependant, l'incertitude persistante a pesé sur l'investissement (-1,6%). Le raffermissement de l'indicateur conjoncturel du CBS s'est poursuivi au T3. La confiance des chefs d'entreprises et des ménages semble néanmoins marquer le pas, en partie sous l'effet des incertitudes politiques. Le pouvoir d'achat pâtit, par ailleurs, de la hausse rapide des prix de l'énergie (près de 16% en août) par rapport à l'année précédente. Quoi qu'il en soit, l'inflation sous-jacente est restée plutôt maîtrisée, à 1,7 % à peine, en raison du gel des loyers des logements sociaux, intervenu le 1<sup>er</sup> juillet dernier. En revanche, le marché immobilier a donné des signes de surchauffe. Au T2, les prix avaient grimpé de 20 % par rapport à l'année précédente et environ 80% des logements ont trouvé preneur à un prix supérieur à celui demandé. Conjuguée à une pénurie de logement, c'est l'une des conséquences non souhaitées de la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE. Cela a eu pour effet de limiter l'accès au marché immobilier pour les primo-acquéreurs, qui optent souvent pour des prêts immobiliers avec paiement des intérêts uniquement, moins onéreux mais plus risqués.

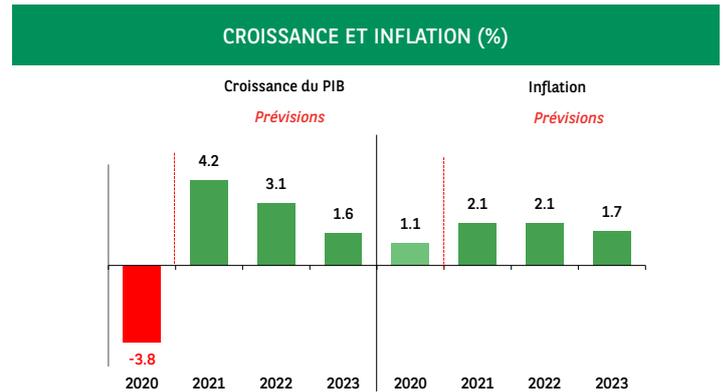
## IMPASSE POLITIQUE

Depuis janvier, le pays est dirigé par un gouvernement intérimaire de centre-droit. Les deux partis libéraux de la coalition sortante, le VVD (libéraux-conservateurs) et D66 (sociaux-libéraux), ont été les grands vainqueurs des élections législatives du mois de mars. Ces partis détenant moins de 40% des sièges au Parlement, ils ont cherché ces derniers mois, à l'aile gauche comme à l'aile droite, d'éventuels partenaires pour former une coalition. Six mois après le scrutin, les négociations réelles sur un programme de coalition n'ont toujours pas commencé. Il n'est pas exclu que les partis de la coalition sortante décident de poursuivre leur coopération dans un nouveau gouvernement malgré les frictions. Si la formation d'un nouveau gouvernement restait dans l'impasse, la tenue de nouvelles élections n'est pas à exclure.

En septembre, le ministre des Finances Wopke Hoekstra a présenté le budget pour 2022. Le contexte est plus favorable qu'en 2020, l'économie ayant été moins affectée par la crise du coronavirus que ce que l'on avait pu craindre initialement. Pour 2022, M. Hoekstra prévoit un déficit budgétaire de 2,4 % du PIB et un ratio de dette sur PIB à peine 57,7%, des niveaux qui restent, dans les deux cas, parfaitement dans les limites des critères de Maastricht qui ont été actuellement temporairement suspendus. Le principal problème réside dans l'absence d'ambition, propre au statut de gouvernement intérimaire. Le gouvernement a affecté EUR 7 mds à des mesures de protection de l'environnement et EUR 1 md au logement. Lors du débat sur le budget, le Parlement a trouvé un accord pour augmenter les dépenses de 2 mds d'euros supplémentaires.

## UNE ÉCONOMIE À PLEIN RÉGIME

Malgré les difficultés politiques, les perspectives économiques semblent très favorables. Alors que la pandémie recule et que le taux de vaccination atteint près des deux tiers de la population, le gouvernement a décidé de poursuivre la levée des restrictions et a annoncé la



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

fin de la distanciation sociale obligatoire ainsi que l'introduction d'un passe sanitaire. Cela devrait stimuler l'activité dans les prochains mois. Le gouvernement supprime également les mesures d'aide aux entreprises, une opération assez délicate qui pourrait accroître le nombre des faillites. Par conséquent, le chômage, qui a quasiment reculé à ses niveaux de pré-crise, pourrait repartir légèrement à la hausse dans les prochains mois.

L'année prochaine, la croissance touchera tous les secteurs de l'économie. La consommation privée est portée par la réouverture du secteur des services et le taux d'épargne devrait, selon nos prévisions, reculer aux niveaux antérieurs à la pandémie de Covid-19. L'épargne accumulée pendant la crise ne devrait guère doper la consommation dans la mesure où elle a bénéficié en particulier aux ménages à hauts revenus ayant une propension relativement faible à consommer. De plus, ces ménages pourraient avoir utilisé cette épargne supplémentaire pour investir dans le marché du logement. À l'inverse, les ménages à faibles revenus travaillant dans le secteur des services, qui ont prélevé sur leur épargne pendant la crise, vont probablement reconstituer leur bas de laine.

Les exportations devraient rebondir grâce à une plus forte expansion des échanges mondiaux et des marchés extérieurs, importants pour les Pays-Bas. La balance courante pourrait atteindre 9% du PIB, un niveau à peine inférieur à celui précédant la crise. L'investissement des entreprises devrait fortement croître à la faveur de perspectives de croissance robustes. Cependant, ils pourraient aussi être reportés en raison des perturbations dans les approvisionnements.

Le principal risque pour l'économie réside dans le fait que le pays n'a toujours pas de gouvernement disposant d'un soutien suffisant au Parlement pour faire face aux défis qu'il doit relever : le climat, le logement, l'éducation et la sécurité.

Achévé de rédiger le 30/09/2021

Raymond Van der Putten

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

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## BELGIQUE

20

## REPRISE QUASIMENT ACHEVÉE ET RALENTISSEMENT EN PERSPECTIVE

Le PIB de la Belgique a crû de 1,7 % au deuxième trimestre, et s'établit par conséquent 2 % en deçà de son niveau pré-Covid. Selon nos prévisions, la croissance en année pleine devrait s'inscrire à 5,5 % cette année, puis ralentir à 3,0 % en 2022. L'augmentation des dépenses publiques a permis d'éviter le pire pour le marché du travail et les entreprises belges. Résultat : un redressement rapide des dépenses d'investissement dans tous les secteurs. Dans un contexte d'essoufflement de la croissance du PIB, la consommation privée connaît un rebond plus progressif.

## LA CROISSANCE DEVRAIT MARQUER LE PAS

En raison de l'épidémie de Covid-19 qui a frappé l'économie, la croissance du PIB belge a été amputée de 6,3% l'année dernière. Le succès de la campagne de vaccination et l'assouplissement consécutif de la plupart des mesures de distanciation sociale l'ont, depuis, stimulée.

Après avoir évolué à un rythme supérieur au potentiel depuis le début de 2021, la croissance devrait, selon nos prévisions, marquer le pas au second semestre de cette année. Nous prévoyons une poursuite de la normalisation en 2022, avec une croissance trimestrielle légèrement supérieure au potentiel.

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

D'après notre modèle nowcast, le PIB s'est inscrit en hausse de 1,2% au troisième trimestre par rapport au deuxième. Autrement dit, la croissance a marqué un ralentissement par rapport au taux de 1,7 enregistré au printemps, qui constituait en soi un plus haut sur la période 1980-2019. Un indicateur de l'activité économique totale, établi à partir des données agrégées sur les transactions bancaires, montre un léger décrochage de la reprise depuis début août.

Les dépenses de consommation, autre indicateur basé sur des données internes, ont finalement retrouvé leurs niveaux (saisonnalisés) de 2019 juste avant l'été. Elles les ont nettement dépassés pendant le mois de juillet, mais se sont repliées dans les semaines qui ont suivi. Cela pourrait signifier que l'effet largement évoqué de la « demande contenue » a déjà eu lieu.

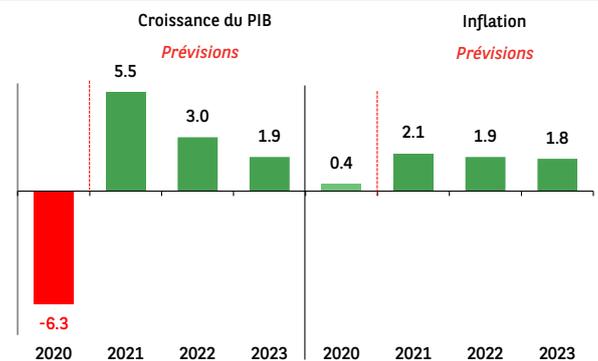
La confiance des consommateurs est revenue à son pic du mois de juillet, les craintes du chômage étant quasi inexistantes. Juste avant l'été, la consommation privée, l'une des composantes du PIB, était toujours inférieure de 6% aux niveaux pré-Covid. Nous ne prévoyons pas une pleine reprise de la consommation privée d'ici la fin de 2022.

## ENVOLEE DES PRIX

L'IPCH, un indicateur plus volatil que l'IPC, a fait ressortir une flambée des prix de 4,7% (g.a.), en août dernier. Cette envolée est principalement le résultat d'un effet technique, la période traditionnelle des soldes ayant eu lieu en août et non au mois de juillet, comme l'année dernière. Quoi qu'il en soit, l'inflation mesurée par l'IPC était également en hausse, s'établissant tout récemment à 2,7%.

Les prix des logements augmentent sous l'effet d'un fort rebond des transactions. L'introduction, au début de 2020, d'un régime fiscal moins favorable aux propriétaires immobiliers avait provoqué une montée en flèche des transactions quelques mois auparavant et entraîné, de fait, une anticipation des ventes. Au ralentissement consécutif des achats de logements est venue s'ajouter l'adoption de la première série de mesures de distanciation sociale, interdisant, à un moment donné, la visite des biens en vente par les acheteurs potentiels. Depuis, ces mesures ont été assouplies et la demande s'est rapidement redressée, retrouvant les niveaux de la mi-2019.

## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

L'indice des prix de l'immobilier résidentiel, établi par la Banque des règlements internationaux (BRI), a grimpé de 6,7% au cours des douze derniers mois. Un rythme comparable à celui des pays voisins. D'après la Banque nationale de Belgique (BNB), la surévaluation du marché immobilier belge est de 14%. D'après les modèles de la BCE, les prix pourraient être supérieurs de 20% au niveau justifié par les fondamentaux. La persistance des nouveaux comportements récents, comme l'augmentation du télétravail, pourrait jouer un rôle significatif dans l'évolution future du marché.

## DIFFICULTÉS DES ENTREPRISES À RECRUTER

Stijn Baert (Université de Gant), économiste spécialisé dans le marché du travail, a récemment indiqué que le marché belge avait affiché la plus grande stabilité des 27 pays membres de l'UE depuis le début de la pandémie de Covid-19. Selon son analyse, les taux de chômage et d'inactivité (personnes sans emploi et qui n'en recherchent pas) ont peu évolué entre 2019 et 2020. Le déploiement rapide du dispositif de chômage partiel pourrait y avoir largement contribué.

Toutefois, il semble plus difficile, depuis peu, de recruter du personnel. L'indice des offres d'emplois non pourvus enregistre un net rebond. Dans sa toute dernière publication, il s'approche du pic de 4,5% atteint en 2018. Les résultats des dernières enquêtes de la BNB révèlent que près de 80% de l'ensemble des entreprises belges signalent des problèmes de recrutement, le manque de candidats à l'embauche étant le problème le plus criant. Le nombre de travailleurs indépendants reste orienté à la hausse, ce qui pourrait expliquer en partie la pénurie naissante de candidats à l'embauche. Le taux de croissance sur douze mois de cette catégorie d'actifs a atteint son niveau le plus élevé depuis 1996. En revanche, le nombre de salariés n'a retrouvé ses niveaux pré-Covid qu'à l'approche de l'été.



## FINANCES PUBLIQUES

Les mesures de soutien à l'économie tout au long de la pandémie ont pesé sur les finances publiques. Le déficit a ainsi atteint 9,4% du PIB l'année dernière. L'augmentation consécutive de la dette publique brute va exercer des pressions supplémentaires sur un schéma de dépenses déjà difficile à maintenir.

Le FMI a évalué l'impact de la pandémie sur les finances publiques belges. Ses économistes tablent ainsi sur une hausse annuelle du déficit de l'ordre de 2 points de pourcentage, sur toute la durée de l'horizon prévisionnel (2022-2025).

L'Agence de la dette belge, chargée du sourcing des financements extérieurs, est parvenue à la même conclusion. Elle prévoit une augmentation des besoins de financement de EUR 10 à 20 mds en base annuelle, par rapport à ses estimations pré-Covid. Sur une note plus optimiste, le coût du service de la dette reste orienté à la baisse. Les charges d'intérêts de l'État fédéral, qui s'élevaient à 1,75% du PIB l'année dernière, pourraient atteindre un point bas, en deçà de 1,2%, au cours des deux prochaines années.

Une fois encore, la baisse des taux d'intérêt sur l'encours de la dette offre au gouvernement belge un contexte favorable pour remédier au déficit budgétaire. Il reste à savoir si la large coalition du gouvernement De Croo saura répondre aux attentes dans ce domaine.

*Achévé de rédiger le 23/09/2021*

**Arne Maes**

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



## PORTUGAL

22

## RÉCOLTER LES FRUITS DE LA VACCINATION

La campagne de vaccination semble porter ses fruits : le Portugal est le pays d'Europe où l'on vaccine le plus – et l'un des plus avancés au monde – avec près de 85% de la population ayant, fin septembre, reçu un schéma vaccinal complet. Le nombre de contaminations à la Covid-19 s'est très sensiblement réduit, après une remontée des cas en juin-juillet due à la propagation du variant Delta. Bien que la reprise d'activité ait été, jusqu'au T2 2021, plus lente que dans la plupart des autres pays européens – en partie dû à une vague épidémique hivernale plus sévère – l'emploi mais également l'activité immobilière sont solidement repartis. Comme dans plusieurs pays en Europe, le recul de l'épidémie laisse place à de nouveaux risques. Celui qui pèse sur le système bancaire n'est pas à négliger : avec un stock élevé de prêts sous moratoire, la sortie de la Covid-19 ne se fera pas sans soubresauts.

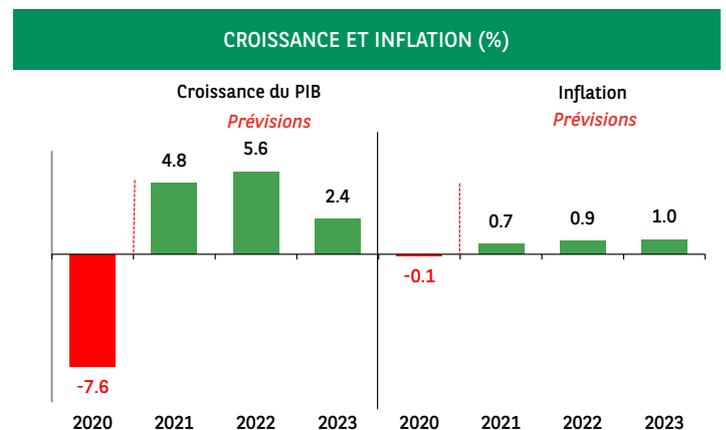
L'INE a révisé les chiffres de la croissance portugaise pour 2020 et 2019 qui indiquent finalement une chute plus importante de l'activité économique l'an passé. Initialement de 7,6%, la contraction du PIB réel en 2020 s'est établie désormais à 8,4% (la croissance pour 2019 a été révisée à la hausse de 0,2 p.p. à 2,7%). Cette révision à la baisse pour 2020 est principalement due à une contraction plus importante que prévu de l'activité dans les secteurs de l'hébergement-restauration et des transports, particulièrement frappés par les mesures de confinement. L'effet sur le dénominateur jouant, le ratio de déficit public sur PIB a été réhaussé à 135,2% en 2020.

À la fin du second trimestre 2021, l'économie portugaise fonctionnait encore près de 4% en dessous de son niveau du T4 2019. Cet écart, important, place le Portugal en queue du peloton européen. Des différences notables en termes de reprise d'activité existent cependant entre les secteurs : certains ont vu leur activité se rétablir à un niveau comparable ou très proche de l'avant-Covid. C'est le cas du secteur de la construction, du secteur manufacturier, de la finance et de l'assurance. À l'inverse, la reprise est lente dans le secteur de l'énergie, le commerce de détail, ainsi que dans le domaine de l'hôtellerie et de la restauration, qui ont souffert davantage que les autres des restrictions sanitaires.

Malgré les données mitigées du PIB, l'emploi a rebondi solidement au deuxième trimestre 2021 (+2,8%) et dépasse désormais son niveau pré-pandémie. Le taux de chômage a diminué plus modérément (6,6% en juillet) car la population active a augmenté de manière significative, ce qui est une évolution positive. En effet, le taux de participation au marché du travail a atteint un nouveau point haut au deuxième trimestre (59,3%). La confiance des consommateurs s'est également redressée, soutenue par l'embellie du marché du travail.

L'immobilier résidentiel a également regagné en dynamisme avec le relâchement des mesures de restriction. Il n'avait par ailleurs que très peu ralenti cet hiver, malgré la nouvelle vague épidémique qu'a connue le pays. Les ventes immobilières ont atteint des niveaux jamais enregistrés depuis plus d'une décennie, tandis que les prix immobiliers ont augmenté de 8,3% g.a. en juillet. Les faibles taux d'intérêt soutiennent en effet la demande. Les taux d'emprunt moyens ont poursuivi leur baisse en 2021, passant en avril dernier sous la barre de 0,7%, selon l'INE.

Les aides gouvernementales visant à limiter le choc du coronavirus sur l'économie, bien qu'en baisse, continuent de peser fortement sur les finances de l'État : le déficit public sera encore important en 2021 (-5,0% de PIB selon la Commission européenne) et le stock de dette publique devrait rester proche de la barre des 130% de PIB, malgré le rebond économique attendu en 2021.



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Cependant, le pays est entré dans la crise avec un excédent budgétaire (+0,1% de PIB en 2019) et la balance primaire pourrait, dès 2022, enregistrer à nouveau un excédent. Étant donné son large stock de dette, le Portugal reste néanmoins particulièrement exposé à une remontée des taux d'intérêt qui s'opérerait à travers un resserrement de la politique monétaire européenne.

Les risques attendant au système bancaire devront, également, être scrutés. Les mesures temporaires mises en place pour amortir le choc de la Covid-19 ont contribué à abaisser le volume des prêts non performants (NPL). Le ratio de NPL est ainsi tombé à 2,9% pour les prêts aux sociétés non financières (SNF) et à 1,6% pour les prêts aux ménages. Cependant, cette tendance pourrait s'inverser avec l'expiration, à compter du 31 septembre 2021, des mesures de moratoire sur les prêts accordés aux ménages et aux entreprises. En effet, le Portugal est l'un des pays d'Europe avec la part de prêts sous moratoire la plus élevée. Elle était estimée en juillet à 11,3% du total des prêts aux ménages et à 28,8% du total des prêts aux SNF (Banque du Portugal).

Achevé de rédiger le 23/09/2021

Guillaume Derrien

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

## ROYAUME-UNI

23

## BRIDÉ PAR LE BREXIT

Après avoir payé un lourd tribut à l'épidémie de Covid-19, le Royaume-Uni se relève. Forte d'une population adulte vaccinée à plus de 80%, son économie a pu rouvrir, jusqu'à fonctionner quasi normalement durant l'été, malgré la propagation d'un variant « Delta » très contagieux du coronavirus. Convalescents, disposant encore de capacités réduites, les hôtels, cafés, restaurants ont eu du mal à satisfaire la demande, et des tensions sur les prix sont apparues. Alors qu'elle bute sur des contraintes d'offre, la reprise se voit, par ailleurs, retirer ses béquilles budgétaires, le gouvernement de Boris Johnson ayant décrété la fin du « quoi qu'il en coûte ». Euphorique, le climat des affaires britannique va par conséquent s'assagir quelque peu.

Le Royaume-Uni revient de loin. Accueillie avec désinvolture par son premier ministre Boris Johnson, puis forçant ce dernier à des restrictions de plus en plus dures, l'épidémie de Covid-19 aura causé la pire récession de son histoire (une chute de 9,8% du PIB en 2020) et le décès de 135 000 personnes, l'un des plus lourds bilans parmi les pays avancés. Désormais forte d'une population adulte vaccinée à plus de 80%, l'île est toutefois en bonne voie de rétablissement. Bien qu'aux prises avec un variant « indien » (rebaptisé « Delta ») 40% à 60% plus contagieux que son prédécesseur « anglais » (rebaptisé « Alpha »), le système hospitalier n'a enregistré qu'une remontée limitée des cas graves (800 admissions quotidiennes au maximum, contre près de 4 000 lors du pic de la précédente vague). Rouverte par étapes depuis février, l'économie s'est spectaculairement redressée, jusqu'à rapidement buter sur des contraintes d'offre.

## TENSIONS SUR L'OFFRE ET LES PRIX

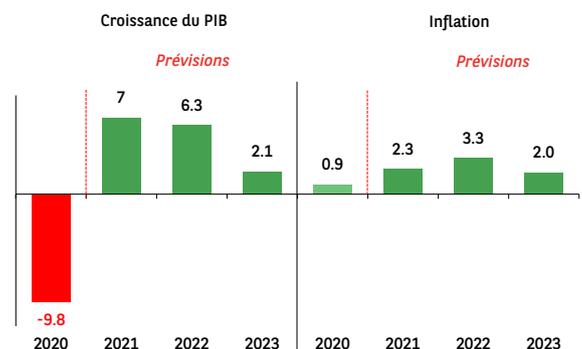
Parce qu'il marque la fin d'un confinement sévère - plus sévère encore que celui imposé lors de la première vague épidémique du printemps 2020 - le deuxième trimestre de 2021 est aussi celui d'une catharsis, qui a vu la consommation des Britanniques bondir de plus de 30% en rythme annualisé, et l'activité faire mieux qu'effacer ses pertes du début d'année.

Comme partout où les ménages ont bénéficié de transferts importants mais furent entravés dans leurs dépenses, un surplus d'épargne s'est formé, qui se déverse aujourd'hui dans l'économie (graphique 2). La pression de la demande est telle que l'offre peine à y répondre : dans les transports, sur les chantiers ou le long des chaînes d'assemblage, les délais s'allongent, des goulots d'étranglement se forment. Les entreprises expriment des difficultés à recruter, y compris dans les secteurs convalescents du tourisme et des loisirs, où les vacances de postes n'ont jamais été aussi nombreuses.

Certes, le phénomène n'est pas propre au Royaume-Uni. La pénurie mondiale de composants, dont le premier fournisseur, l'Asie, se débat encore avec le virus, l'engorgement du trafic maritime, la pression exercée par la Chine et les États-Unis sur le marché des matières premières, font qu'il se manifeste un peu partout. Mais outre-Manche, il est accentué par le Brexit, dont les effets indésirables deviennent palpables. Avec le retour des barrières à l'immigration en provenance de l'Union européenne (visas, autorisations de travail, etc.), les entraves aux embauches, et donc à la reprise, ne sont pas que conjoncturelles. Selon la *Confederation of British Industry*, elles pourraient durer deux ans<sup>1</sup>.

Les tensions sur l'offre transparaissent désormais dans les prix. Mesurée à 3,2% en août, l'inflation a déjoué les pronostics et retrouvé son plus haut niveau depuis 2012. Si des effets de base sont en cause<sup>2</sup>, le

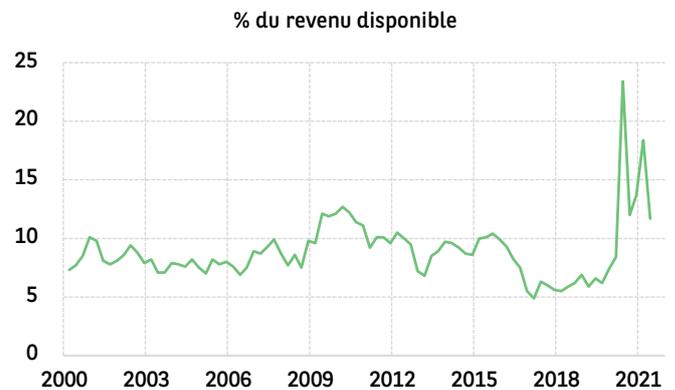
## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

rebond s'explique aussi par le fait que les cafés, hôtels restaurants, en capacités réduites, n'ont eu d'autre choix que de relever leurs tarifs pour répondre à l'afflux de clients. La reprise des déplacements s'est également illustrée par des fortes tensions sur le prix des véhicules, notamment d'occasion, à l'image de ce qui s'est passé aux États-Unis il y a quelques mois.

<sup>1</sup> *Financial Times*, UK's labour shortages will outlast furlough scheme, says CBI, Sept. 6 2021.

<sup>2</sup> L'accélération de l'inflation en août 2021 s'explique en partie (à hauteur de 0,3 point) par le fait que les prix se comparent à leurs niveaux très bas d'août 2020, qui avait notamment vu s'appliquer le dispositif gouvernemental « Eat out to Help Out » permettant au bars et restaurants de proposer, sous certaines conditions, des repas à moitié prix.



Des hausses de TVA s'annonçant (cf. Infra), la Banque d'Angleterre (BoE) s'attend à ce que l'inflation atteigne 4% en fin d'année et dépasse ainsi largement son objectif de 2%. Elle juge cependant la dérive transitoire, et conditionne la remontée de son taux directeur, actuellement fixé à 0,10%, au plein rétablissement de l'économie. Nous n'y sommes pas. Si, à mi-parcours de 2021, l'activité se rapproche de son niveau pré-pandémique, un peu plus de quatre points de PIB l'en séparent encore. Les derniers mètres risquent, en outre, d'être les plus difficiles à parcourir, le gouvernement de Boris Johnson ayant entrepris de débrancher les perfusions budgétaires dès cet automne, puis d'augmenter les prélèvements sociaux à partir d'avril 2022 (encadré).

## FIN DU « QUOI QU'IL EN COÛTE »

Au Royaume-Uni comme dans la plupart des pays avancés dits « libéraux » (États-Unis, Canada, Australie...), l'effort budgétaire déployé par l'État durant la crise sanitaire est venu compenser la relative faiblesse des amortisseurs sociaux et s'est révélé particulièrement important. D'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) ce ne sont pas moins de 340 milliards de livres ou 16 points de PIB qui ont été transférés dans l'économie en 2020-21, un record en Europe<sup>3</sup>. Si le « quoi qu'il en coûte » se justifie désormais moins, son arrêt aura donc tout de même valeur de test.

Il a déjà commencé. Fin septembre, le gouvernement a mis fin aux principaux dispositifs de maintien dans l'emploi qu'ont représenté le *Coronavirus Job Retention Scheme* (CJRS) et le *Self-employed Income Support Scheme* (SEISS). Depuis leur mise en place, en mars et avril 2020, les deux programmes auront bénéficié à quelque 14,5 millions d'actifs (salariés et indépendants) et largement contribué à limiter la hausse du chômage, dont le taux a à peine dépassé 5% au plus fort de la crise. Rendue possible par l'amélioration de la conjoncture, leur expiration ne signifie pas moins, pour 1,5 million de personnes encore en « congés » dans les entreprises, un délicat retour à la réalité, dont on peut espérer qu'il sera facilité par l'actuelle pénurie de main d'œuvre.

Le retrait des perfusions ne s'arrête pas là. Avec les aides à l'emploi, disparaissent aussi pour quelque 6 millions de citoyens britanniques la bonification de 20 livres par semaine du crédit universel (*universal credit*), ainsi que, pour l'ensemble des ménages, la TVA réduite sur l'hôtellerie-restauration (remontée de 5% à 12,5% en octobre 2021 puis à 20% en avril 2022) ou encore l'abattement spécial appliqué aux droits de mutation, déjà passé de 500 000 à 250 000 livres en juillet, et qui reviendra à 125 000 livres en octobre.

Déjà perceptible à travers la retombée des transactions immobilières ou des indices d'enquêtes auprès des directeurs d'achats (graphique 3), l'assagissement de la conjoncture épouse logiquement le tournant de la politique gouvernementale. Traduit en chiffres de croissance, il devrait surtout être perceptible en fin d'année, lorsque la remontée de l'inflation aura pour conséquence d'affaiblir le pouvoir d'achat des ménages.

Achevé de rédiger le 23/09/2021

Jean-Luc Proutat

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

### PAS DE « SINGAPOUR SUR LA TAMISE »

Ce n'est ni l'enfer, ni le paradis fiscal attendu. En annonçant en mars dernier son intention de relever le taux de l'impôt sur les sociétés (IS) de 19% à 25% à compter du 1<sup>er</sup> avril 2023, le chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak a dû faire soupirer bon nombre de ceux qui, parmi les partisans du Brexit, s'étaient pris à rêver d'un « Singapour sur la Tamise ». La mesure, dont le gouvernement escompte quelque 12 milliards de livres de recettes supplémentaires annuelles, n'aurait, de fait, rien d'anecdotique. Certes, elle ne concerne qu'une minorité d'entreprises (les 30% d'entre elles qui réalisent plus de 50 000 livres de bénéfices annuels) et se voit compensée pendant les deux années fiscales qui la précèdent (2021-22 et 2022-23) d'une « super déduction » d'impôts, équivalente à 130% des montants investis en capital fixe. Elle n'en constitue pas moins une première depuis 1974 (le gouvernement travailliste de Harold Wilson avait alors fait remonter le taux l'IS de 40% à 52%) et un séisme au sein du parti conservateur, qui a toujours fait de l'allègement de la fiscalité des entreprises un marqueur de sa politique.

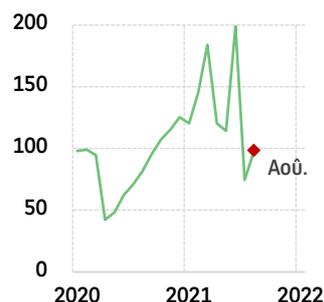
Ce n'est pas tout. Afin de soutenir le *National Health System* (NHS), dont les dépenses ont été alourdies d'une centaine de milliards de livres (2,5 points de PIB) par la pandémie, le premier ministre Boris Johnson entend relever d'1,25 point le taux de contribution sociale des employeurs (de 13,8% à 15,05%), des salariés (de 12% à 13,25%), ainsi que celui appliqué aux dividendes (de 7,5% à 8,75%). La mesure, effective dès avril 2022, aurait un caractère pérenne et générerait un surcroît de recettes là encore estimé à 12 milliards de livres par an. Elle mettrait aussi fin à une longue attrition des revenus du NHS qui, depuis 2010 et proportionnellement au PIB, n'ont cessé de baisser.

ENCADRÉ 1

SOURCES : PRESSE, OBR

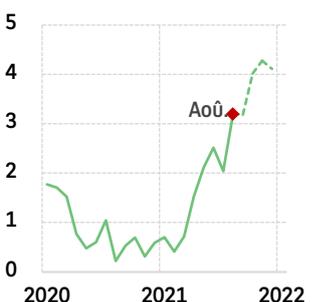
### VERS UN ASSAGISSEMENT DE LA CONJONCTURE

Transactions immobilières  
(mensuelles, x 1000)



GRAPHIQUE 3

Inflation  
(glissement annuel, %)



SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

<sup>3</sup> Montants cumulés exprimés en PIB de l'année 2020, hors prêts, garanties et injections de capital. Source : FMI (2021) *Fiscal Monitor*, avril.



## RETOUR À LA NORMALE

D'abord tenté par l'expérience d'une immunité collective contre la Covid-19, le plus endeuillé des pays scandinaves s'est largement converti au vaccin et se dirige vers un retour à la normale. La Suède tire profit de sa spécialisation dans les machines et matériels de transport, pour lesquels la demande mondiale est aujourd'hui forte. Ses exportations sont dynamiques, et entraînent avec elles l'investissement des entreprises. Alors que la Risksbank s'apprête à mettre fin à sa politique de rachats d'actifs, le gouvernement suédois évite de retirer trop brusquement son soutien budgétaire.

Alors que la campagne de vaccination contre la Covid-19 avance (64% de la population était complètement couverte au moment d'écrire ces lignes) l'économie suédoise se redresse. Le taux de croissance du PIB devrait largement dépasser 4% en 2021, de quoi effacer les pertes liées à la pandémie dès l'été ; il atteindrait encore 3,3% en 2022, selon la Commission européenne.

### RETOUR DE LA CROISSANCE, REBOND DE L'INFLATION

Grâce à sa spécialisation dans les machines et matériels de transport, secteur actuellement très sollicité par la reprise mondiale, la Suède connaît une performance remarquable de son commerce extérieur. Bien que par à-coups (imputables aux différentes vague épidémiques), les exportations se redressent, beaucoup plus vite par exemple qu'en Finlande ou au Danemark. Mi-2021, elles dépassaient leur niveau pré-pandémique.

Les ventes à l'étranger tirent les achats d'équipements des entreprises. Les dernières statistiques de commandes à l'industrie (en hausse de 10,8% sur un an en juillet) ont ainsi confirmé la bonne tendance de l'investissement, qui devrait croître d'au moins 5% en moyenne sur l'année 2021.

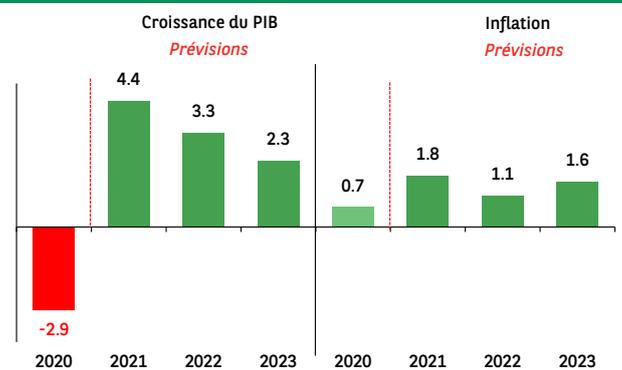
Après une longue période d'épargne forcée, les Suédois retrouvent le chemin de la dépense. Jusqu'à l'été 2021, leur consommation s'est inscrite sur une pente à 4%, rythme qui devrait s'être maintenu cet automne. Malgré la propagation du variant « Delta » du coronavirus, l'indice de confiance des consommateurs demeure à un niveau très élevé en août. Les perspectives restent favorables puisque la Commission européenne table sur une hausse de la consommation privée de 5,5% en 2022.

Après une brève incursion en territoire négatif durant le printemps 2020, la course des prix a retrouvé une orientation haussière. En août 2021, l'inflation s'est établie à 2,5%, en grande partie du fait des prix de l'énergie (en hausse de 15% sur un an) et de l'alimentation. Hors ces deux composantes, l'inflation dite « sous-jacente » a été mesurée à 1,7%, une zone qui reste conforme à la cible de 2% fixée par la Banque centrale (Riksbank).

### FIN DU QUANTITATIVE EASING, PRUDENCE BUDGÉTAIRE

Afin de soutenir l'économie durant la pandémie, la Riksbank a mis en place une politique monétaire très accommodante, consistant notamment à racheter SEK 700 mds ou 15 points de PIB d'actifs (obligations d'État et obligations garanties pour l'essentiel). Ce « *quantitative easing* », assez comparable à celui de la Banque centrale européenne (dont le *Pandemic Emergency Purchase Programme* représente 16 points de PIB) s'achèvera au dernier trimestre de 2021, par le rachat d'une dernière tranche de SEK 68,5 milliards de titres, le bilan de la Banque centrale devant ensuite être stabilisé. Le principal taux directeur est, quant à lui, maintenu à 0%.

#### CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

La politique budgétaire a, elle aussi, joué un rôle essentiel pour contrer les effets dépressifs de l'épidémie (16 points de PIB injectés en 2020, sous forme de transferts directs ou prêts garantis). Soucieux de ne pas retirer trop tôt son soutien, le gouvernement s'est engagé pour 2022 dans un ambitieux programme de transition énergétique, en partie couvert par les fonds européens du plan *Next Generation EU* (à hauteur de SEK 34 mds). Il tient aussi à contenir le chômage qui, à 9,4% de la population active (moyenne de 2021), reste élevé en Suède, notamment chez les jeunes.

En dépit de la sévérité de la crise et des efforts consentis pour la contrer, la situation des finances publiques est restée solide. En 2021, la dette plafonne à 41% du PIB (selon les estimations de la Commission européenne), un ratio qui devrait reculer dès 2022 au bénéfice du retour de la croissance.

Achevé de rédiger le 23/09/2021

Jean-Luc Proutat

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

Romane Surel (alternante)

[romane.surel@bnpparibas.com](mailto:romane.surel@bnpparibas.com)



## DANEMARK

26

## SOUS TENSION

Déplorant relativement peu de décès, et ayant connu une récession somme toute limitée en 2020, le Danemark est l'un des pays à s'être le mieux sorti de l'épidémie de Covid-19. Alors que l'activité a déjà retrouvé son niveau d'avant-crise, la conjoncture est restée bonne durant les mois d'été, la propagation du variant « Delta » du coronavirus ayant eu finalement peu d'impact sur une population très largement vaccinée. Rapide, le redémarrage de l'économie fait réapparaître quelques tensions, sur les capacités ou l'emploi. Peu inquiète, la banque centrale devrait maintenir le statu quo sur les taux monétaires (négatifs). Le gouvernement commence à discriminer ses aides.

Avec 2 650 décès (455 décès par million d'habitants) comptabilisés à ce jour, le Danemark est l'un des pays les moins endeuillés par l'épidémie de Covid-19 (proportionnellement à sa population, la Suède comptabilise par exemple trois fois plus de victimes). Fort d'une population largement vaccinée (à 76% contre 66% en moyenne dans l'Union européenne), le Royaume est désormais l'un des tous premiers à pouvoir lever l'ensemble des restrictions sanitaires (fin du port du masque et de l'exigence du « pass »). Conséquence, son économie se rétablit vite, après avoir déjà limité ses pertes en 2020.

## PREMIER DE LA CLASSE

Au second trimestre 2021, le PIB avait déjà retrouvé son niveau pré-pandémique ; sur l'ensemble de l'année, sa croissance devrait être proche de 3%, voire davantage. Comme dans beaucoup de pays, le rebond se nourrit du rattrapage de la consommation privée, qui a pour pendant le dégonflement de l'épargne forcée de 2020. À l'approche de l'automne, ce moteur ne semble pas s'épuiser, l'indice de confiance des ménages stationnant toujours à un niveau élevé.

Du côté de l'investissement, les perspectives sont également positives, comme en témoignent les enquêtes auprès des chefs d'entreprise, bien orientées jusqu'en août. La production et les achats d'équipement sont notamment tirés par les exportations, dont la croissance devrait largement dépasser 5% en 2021.

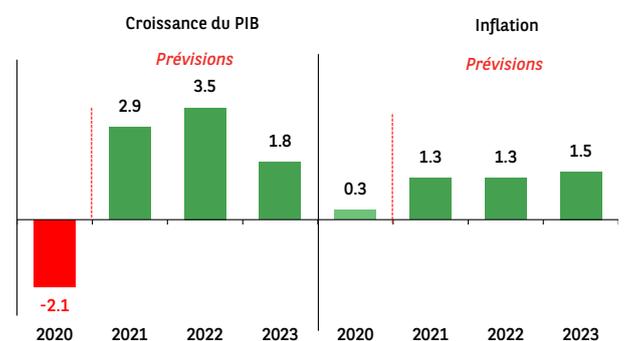
Rapide, la reprise économique s'accompagne de difficultés à recruter, ainsi qu'en témoigne le rebond des emplois vacants depuis un an. Pour la Banque centrale du Danemark, ces tensions sont de nature transitoire, car limitées à la concurrence que les entreprises se livrent en sortie de crise pour trouver du personnel qualifié ; elles ne devraient pas accélérer de manière significative l'ensemble des salaires<sup>1</sup>.

La remontée de l'inflation (1,8% sur un an en août) tient pour beaucoup aux prix de l'énergie, qui représentent 8% de l'indice mais expliquent 50% de sa hausse ; à 0,7%, l'inflation dite « sous-jacente » (excluant l'énergie et l'alimentation) reste, pour sa part, très sage. La banque centrale danoise, qui, au printemps dernier, avait ajusté son corridor de taux afin de répondre aux pressions haussières sur la couronne<sup>2</sup>, n'a donc guère de raison de modifier sa politique. Son principal taux directeur, fixé à -0,6% pour les dépôts, restera inchangé.

Si le gouvernement danois n'a pas dérogé au principe du « quoi qu'il en coûte » durant la crise, la préexistence d'amortisseurs sociaux puissants a limité la nécessité des transferts budgétaires. D'après les estimations du FMI, ces derniers se sont cumulés à DKK 79,5 mds ou 3,4% du PIB de 2020 depuis le début de la pandémie, ce qui est bien sûr élevé mais sans commune mesure avec les montants engagés dans des économies réputées « libérales », comme celles des États-Unis ou

<sup>1</sup> Denmark Nationalbank (2021), Outlook for the Danish Economy, September.  
<sup>2</sup> BNP Paribas, EcoPerspectives (2021), 2<sup>e</sup> trimestre,

## CROISSANCE ET INFLATION (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

du Royaume-Uni. L'effort gouvernemental est allé à parts égales aux entreprises et aux salariés, contribuant à limiter la hausse du chômage ; mesuré à 3,2% de la population active en juillet, celui-ci est revenu à son étiage bas.

Avec le retour à la normale, le gouvernement a commencé à discriminer les aides, les réservant aux secteurs et entreprises les plus vulnérables. Ses priorités évoluent désormais vers les investissements « verts ». La politique budgétaire danoise se déroule dans un cadre peu contraint. Les déficits sont restés faibles en dépit de la pandémie (2,1% du PIB en 2021 d'après la Commission européenne), et la dette est contenue à 40% du PIB.

Achevé de rédiger le 23/09/2021

Jean-Luc Proutat

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

Romane Surel (alternante)



## PRÉVISIONS

27

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

| %           | Croissance du PIB |       |       | Inflation |       |       |
|-------------|-------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|             | 2021e             | 2022e | 2023e | 2021e     | 2022e | 2023e |
| États-Unis  | 6.0               | 5.3   | 3.3   | 4.2       | 2.8   | 2.4   |
| Japon       | 2.1               | 2.4   | 1.6   | -0.2      | 0.3   | 0.5   |
| Royaume-Uni | 7.0               | 6.3   | 2.1   | 2.3       | 3.3   | 2.0   |
| Zone euro   | 5.0               | 5.2   | 2.3   | 2.4       | 2.1   | 1.7   |
| Allemagne   | 2.8               | 5.3   | 2.4   | 3.0       | 2.4   | 1.9   |
| France      | 6.3               | 4.3   | 2.1   | 2.0       | 1.9   | 1.6   |
| Italie      | 6.3               | 5.1   | 2.8   | 1.9       | 2.2   | 1.4   |
| Espagne     | 6.1               | 6.4   | 3.4   | 2.6       | 2.2   | 1.4   |
| Chine       | 7.8               | 5.6   | 5.4   | 1.2       | 2.8   | 2.5   |
| Inde*       | 7.0               | 11.2  | 6.2   | 5.4       | 4.5   | 4.3   |
| Brésil      | 5.0               | 1.5   | 2.0   | 7.8       | 6.3   | 3.6   |
| Russie      | 4.5               | 3.3   | 2.6   | 6.0       | 5.0   | 4.1   |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E PRÉVISIONS) \* ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1<sup>ER</sup> AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

## Taux d'intérêt, %

| Fin de période |  | T4 2021e | T2 2022e | T4 2022e | T4 2023e |
|----------------|--|----------|----------|----------|----------|
| États-Unis     | <i>Fed Funds</i><br>(borne supérieure) | 0.25     | 0.25     | 0.50     | 1.25     |
|                | <i>Treasuries</i> 10a                  | 1.70     | 1.90     | 2.00     | 1.90     |
| Zone euro      | Taux de dépôt                          | -0.50    | -0.50    | -0.50    | -0.50    |
|                | Bund 10a                               | -0.10    | 0.00     | -0.10    | 0.10     |
|                | OAT 10a                                | 0.40     | 0.40     | 0.20     | 0.40     |
|                | BTP 10 ans                             | 1.10     | 1.10     | 1.00     | 1.20     |
|                | BONO 10 ans                            | 0.70     | 0.70     | 0.70     | 0.90     |
| Royaume-Uni    | Taux BoE                               | 0.10     | 0.30     | 0.50     | 0.80     |
|                | Gilt 10a                               | 0.90     | 1.10     | 1.10     | 1.20     |
| Japon          | Taux BoJ                               | -0.10    | -0.10    | -0.10    | -0.10    |
|                | JGB 10a                                | 0.10     | 0.20     | 0.20     | 0.20     |

## Taux de change

| Fin de période |           | T4 2021e | T2 2022e | T4 2022e | T4 2023e |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| USD            | EUR / USD | 1.15     | 1.13     | 1.12     | 1.10     |
|                | USD / JPY | 111      | 112      | 114      | 116      |
|                | GBP / USD | 1.37     | 1.36     | 1.37     | 1.38     |
| EUR            | EUR / GBP | 0.84     | 0.83     | 0.82     | 0.80     |
|                | EUR / JPY | 128      | 127      | 128      | 128      |

## Brent

| Fin de période |           | T4 2021e | T2 2022e | T4 2022e | T4 2023e |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| Brent          | USD/baril | 74       | 72       | 73       | 80       |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEGY



# 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