

RATTRAPAGE ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS AVANCÉS : LES ENSEIGNEMENTS DU PASSÉ

2

La crise de la Covid-19 a profondément affecté nos économies. Le rebond observé depuis quelques mois semble se confirmer mais des incertitudes demeurent sur les capacités de rattrapage économique des pays. Cet article tend à observer dans le passé les comportements des économies du G7 - en termes de PIB, de consommation et d'investissement - en phase post-récessive. À quelle vitesse les économies rattrapent-elles le niveau et la tendance de PIB d'avant-crise ? Quelles sont les composantes de la demande agrégée les plus dynamiques en sortie de crise ? Peut-on comparer le choc de la Covid-19 avec les chocs passés, compte tenu de sa nature si particulière ? Nous essaierons d'apporter des éléments de réponse à ces questions en insistant sur les disparités sectorielles actuelles.

La crise de la Covid-19 est différente des crises passées. Elle combine un choc d'offre, un choc de demande et un choc d'incertitudes, dont les conséquences à long terme sont encore méconnues. En 2020, le PIB en volume des pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Canada) a chuté de près de 6%, soit nettement plus que lors de la récession de 2009 (-3,6%). La levée progressive des restrictions sanitaires, l'accélération de la vaccination dans la plupart des pays et le soutien des politiques publiques - budgétaire et monétaire - devraient accentuer le rebond économique au cours du second semestre.

L'une des interrogations réside dans les séquelles potentiellement durables de cette crise sur les économies. Leur ampleur dépendra de plusieurs facteurs et, en particulier, des choix en termes de politiques publiques. Jusqu'ici, les gouvernements des différents pays avancés ont fait le choix d'intervenir rapidement et massivement pour soutenir les acteurs économiques, ménages et entreprises. L'objectif principal de ces interventions était de limiter la destruction de capital productif à travers des vagues de faillites ou une hausse sensible du chômage, notamment de longue durée. Pour l'heure, ce pari semble relativement réussi, bien que des disparités existent entre les pays. Dans l'Union européenne par exemple, l'absorption de la majorité du choc négatif de la Covid-19, par le biais de mesures telles que les dispositifs d'activité partielle, a sensiblement atténué l'impact sur le marché du travail. Le taux de chômage, après avoir progressé de 6,4% en mars 2020 à 7,8% en août, est retombé à 7,3% en mars 2021. Du côté des États-Unis, les variations ont été nettement plus brutales. Après avoir touché un point bas avant la crise de l'ordre de 3,5%, le taux de chômage outre-Atlantique a massivement augmenté à près de 15% au plus fort de la crise pandémique. Il a depuis rechuté autour de 6% de la population active américaine.

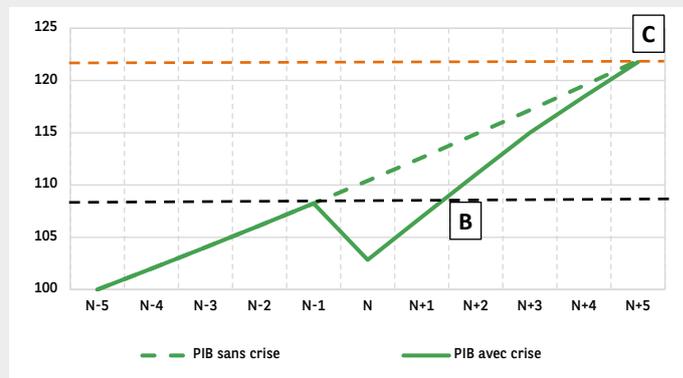
Désormais, l'une des principales interrogations, pour les analystes comme pour les décideurs, concerne la capacité des économies à rebondir une fois l'ensemble des contraintes sanitaires levées. À quel moment les économies avancées parviendront-elles à retrouver leur niveau d'activité (c'est-à-dire leur niveau de PIB), de consommation et d'investissement précédant la crise de la Covid ? Voire même les niveaux qui auraient pu être atteints si la crise pandémique n'avait pas eu lieu ? (voir encadré 1). La croissance potentielle d'une économie est-elle affectée ? Si oui, dans quelle ampleur ? Ces réflexions, si elles se posent ici en des termes macroéconomiques, soulèvent de nombreuses autres questions comme celles relatives à l'évolution des conditions sur le marché du travail, à l'efficacité des politiques publiques de soutien ou à la soutenabilité des finances publiques des différents pays. En effet, plus les pertes d'activité liées à la crise seront rapidement effacées, moins les conséquences sur l'économie réelle seront importantes et durables. À l'inverse, si l'économie reste durablement affaiblie, la normalisation du marché du travail sera plus longue à se matérialiser et le soutien restera nécessaire, ce qui pose la question de la soutenabilité de la dette publique.

SCÉNARIO POTENTIEL DE SORTIE DE CRISE

La question qui se pose est de savoir si les économies resteront durablement appauvries à la suite du choc de la Covid-19 et si leur potentiel de croissance pourrait être affaibli. Ces problématiques sont représentées, à titre indicatif, sur le graphique 1 qui simule la dynamique de PIB avant et après une crise.

Sur ce graphique, le PIB est représenté par la courbe verte. Un premier scénario, sans l'éclatement de la crise, correspond à la courbe verte pointillée. On remarque qu'en l'absence de crise, le PIB poursuivrait sa progression sans rupture, à un rythme de croissance proche de son potentiel. Dans un second scénario, la crise intervient en année N, au niveau du point A sur le graphique. Le rebond mécanique post-crise permet au PIB de retrouver son niveau d'avant-crise (représenté par la droite horizontale noire pointillée) au niveau du point B sur notre graphique. Le point B est retrouvé plus ou moins rapidement en fonction de l'ampleur du rebond post-crise. Au point B, l'économie a donc retrouvé son niveau d'avant la crise mais reste éloignée du point C, qui détermine le point qui aurait pu être atteint en l'absence de crise. Dans notre exemple, ce point C est retrouvé 5 ans seulement après le choc (en N+5 sur notre graphique), mais peut également, et nous le verrons plus loin dans cet article, ne jamais être atteint. Le cas échéant, l'économie est structurellement appauvrie à la suite de la crise.

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE D'UN REBOND ÉCONOMIQUE POST-CRISE :



ENCADRÉ 1

GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS



Pour essayer d'anticiper, dans une seconde partie, les évolutions macroéconomiques post-Covid dans les mois à venir, nous analyserons dans un premier temps le comportement passé des économies avancées en sortie de récession. Nous retenons comme étant une récession une année pendant laquelle la croissance moyenne a été négative, ce qui diffère de la définition communément utilisée qui retient deux trimestres consécutifs de baisse du PIB. Nous observerons les conséquences des crises sur les économies et la vitesse de rattrapage sur la base de l'analyse des variables macroéconomiques traditionnelles : PIB, PIB potentiel, consommation privée, investissement global et exportations de biens et services. Nous retenons dans notre échantillon les pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie, Canada) ainsi qu'environ 25 récessions passées. En plus des récessions qui ont pu toucher l'ensemble des économies, nous considérons également des récessions davantage localisées. Nous retiendrons donc les chocs pétroliers de 1974 et 1980 ; la crise des subprimes de 2008-2009 ; les récessions au début des années 1990 aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada dans un contexte de remontée des taux d'intérêt ; la crise du système monétaire européen (SME) en 1992-1993 qui a affecté plusieurs des États membres ; la récession au Royaume-Uni en 1980 ; la récession en Allemagne en 2002-2003 dans un environnement d'appréciation de l'euro et de ralentissement du commerce mondial ; les récessions japonaises de la fin des années 1980 (éclatement des bulles boursières et immobilières) et de la fin des années 1990 (crise asiatique).

Les conséquences durables d'une crise

Les crises économiques et/ou financières ont, dans la grande majorité des cas, un impact durable sur les dynamiques de croissance des pays. L'ampleur de l'impact immédiat d'une crise et des séquelles qu'elles laissent sur une économie dépend en grande partie de trois facteurs : la nature du choc, un impact sectoriel différencié et la présence ou non d'une crise bancaire et financière. La nature du choc subi, c'est-à-dire s'il vient du côté de l'offre, de la demande, ou des deux côtés à la fois, sera déterminante. Un choc d'offre en l'absence de choc de demande pourrait avoir un impact moins fort et moins prolongé. Au niveau sectoriel, un choc peut être plus concentré sur le secteur manufacturier, en cas par exemple d'effondrement du commerce international, ou bien sur le secteur des services (c'est le cas de la crise de la Covid, comme nous y reviendrons plus tard dans l'article). Enfin, la déstabilisation du secteur bancaire et financier peut entraîner des effets durables au niveau macroéconomique, *via* notamment l'affaiblissement de la dynamique du crédit bancaire qui pèse *in fine* sur la demande agrégée.

Récessions et baisse du rythme de croissance

Le tableau 1 ci-dessous indique, pour les pays du G7, la croissance moyenne du PIB qui prévalait les cinq années qui ont précédé les récessions et celle qui prévalait les cinq années qui les ont suivies.

Comme nous pouvons l'observer dans le tableau 1, sur la base de notre échantillon et de notre méthodologie (qui retient, comme indiqué dans le tableau 1, la croissance moyenne sur 5 ans avant l'arrivée d'une crise et la moyenne sur 5 ans après la crise), la croissance moyenne baisse dans 80% des cas après une récession (cf. graphiques 2 à 5). Cette croissance moyenne (non pondérée) diminue de l'ordre de 1 point dans notre échantillon. Ce ralentissement économique post-récession peut, dans certains cas seulement, être perçu comme une réaction normale des économies après une période de forte accélération de l'activité et de prise de risques importante. La récession viendrait alors corriger certains excès qui précèdent le déclenchement d'une crise.

CROISSANCE MOYENNE DU PIB 5 ANS AVANT ET 5 ANS APRÈS UNE RÉCESSION

	Croissance moyenne de la consommation finale privée		Années de récession	Croissance moyenne de la consommation finale privée		Evolution «après la crise» vs «avant la crise»
	5 ans avant			5 ans après		
Japon	7,7		1974	4,6	↓	
	3,9		1993	1,4	↓	
	1,9		1998/1999	1,3	↓	
	1,0		2008/2009	1,1	↔	
Royaume-Uni	5,0		1974/1975	2,5	↓	
	2,5		1980/1981	3,6	↔	
	4,8		1991	3,1	↓	
	2,6		2008/2009	1,6	↓	
Etats-Unis	5,0		1974/1975	3,2	↓	
	2,4		1982	4,7	↔	
	3,2		2008/2009	1,9	↓	
Italie	4,0		1975	4,6	↔	
	2,9		1993	2,2	↓	
	1,1		2008/2009	-1,0	↓	
			2012/2013	1,1	↔	
Allemagne	3,4		1975	3,4	↓	
	2,4		1982	2,5	↔	
	3,4		1993	1,3	↓	
	1,5		2002/2003	0,6	↓	
	0,6		2009	1,1	↔	
France	4,7		1975	3,3	↓	
	2,2		1993	2,0	↓	
	1,9		2009	0,7	↓	
Canada	2,2		1982	3,7	↔	
	3,2		1991	2,3	↓	
	3,7		2009	2,6	↓	

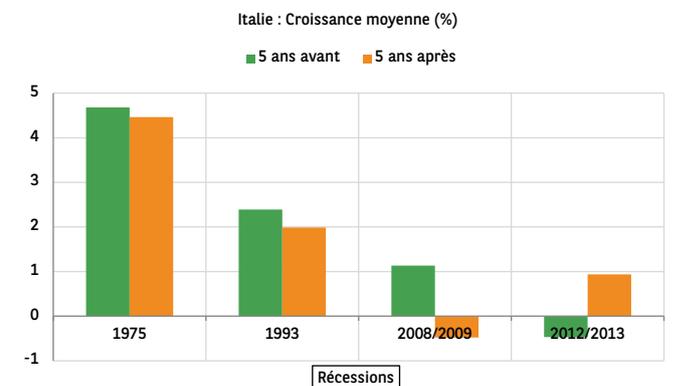
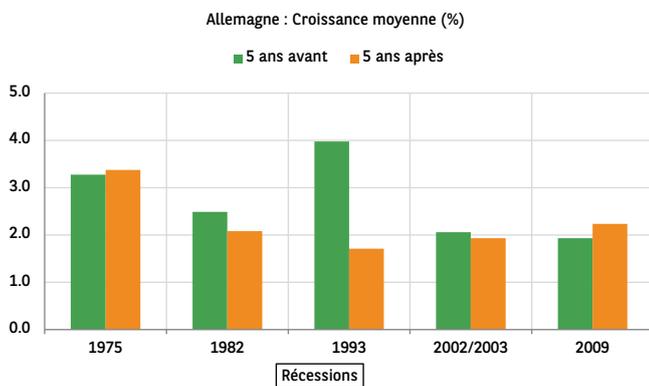
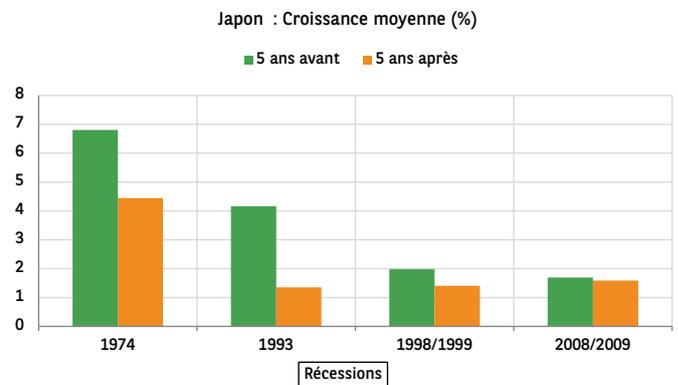
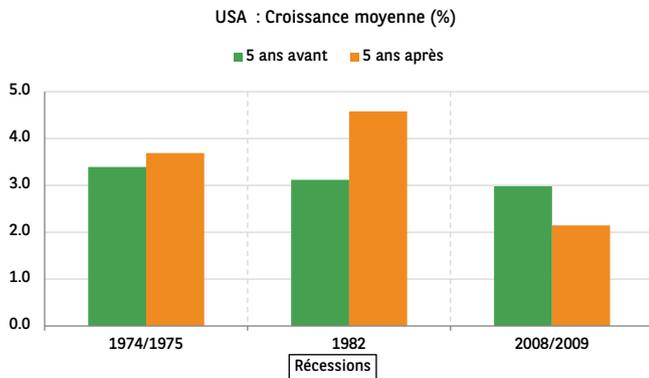
Note : Pour l'Italie, la récession de 2012 est arrivée rapidement après celle de 2009. Ainsi, nous comparons ici la croissance italienne moyenne avant la crise de 2009 avec celle après la crise de 2012.

TABLEAU 1

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

Néanmoins, une crise économique et financière peut également affecter négativement la croissance et/ou le niveau de la productivité, notamment en détruisant du capital productif, ce qui affecte la croissance à moyen terme. Enfin, il convient de rappeler que,

CROISSANCE MOYENNE DU PIB 5 ANS AVANT ET 5 ANS APRÈS LES RÉCESSIONS



GRAPHIQUES 2-5

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

indépendamment des effets négatifs d'une crise, le ralentissement des gains de productivité est un phénomène structurel dans la plupart des économies matures. Parmi les récessions les plus récentes, celles des *subprimes* de 2008-2009 a été l'une des plus marquantes et ses conséquences sur la dynamique des économies développées ont été particulièrement durables. En effet, les effets à long terme des crises financières et bancaires, et de celle de 2009 en particulier, ont été assez largement documentés dans la littérature économique¹. De telles crises sont la plupart du temps associées à une chute de la production et de l'emploi. Des effets durables peuvent peser sur la dynamique des gains de productivité, le niveau des inégalités ou la situation des finances publiques des pays concernés (nous reviendrons sur la crise de 2009 plus loin dans l'article). Finalement, la croissance potentielle est affaiblie ainsi que le niveau de vie des populations. Pour les États membres de la zone euro, la crise de 2008-2009 a été rapidement suivie de la crise des dettes souveraines, qui continue de peser sévèrement sur ces économies. Certains États, comme l'Italie dans notre échantillon, ont ainsi enregistré deux récessions profondes successives qui ont affecté durablement la productivité du pays et ses finances publiques².

À l'inverse, parmi les grandes économies de la zone euro, l'Allemagne, portée par sa demande interne, est la seule à avoir accéléré après la crise de 2009.

Dans ce contexte, comme expliqué dans l'encadré 1 et sur le graphique 1, le PIB peut retrouver plus ou moins rapidement le niveau qui prévalait avant la crise et celui qui aurait pu être atteint si la crise n'avait pas eu lieu. Cela dépend de la vigueur du rebond économique post-crise puis de la croissance tendancielle les années qui suivent. Sauf dans des cas particuliers, les pays de notre échantillon retrouvent ou dépassent leur niveau de PIB d'avant-crise relativement rapidement, indépendamment de l'ampleur du choc. Ce point est important car il suggère que les pertes liées à la récession sont effacées rapidement dans les années qui suivent le choc. Dans le tableau 2, on remarque que le PIB d'avant-crise est souvent retrouvé l'année suivant cette crise. La crise de 2008-2009 est à ce titre notable. Dans tous les pays de notre échantillon, à l'exception du Canada, le niveau de PIB d'avant-crise est retrouvé plus tardivement. Dans le cas italien, les deux crises qui se sont succédé (crise des *subprimes* puis crise des dettes souveraines en zone euro) ont eu un impact très long sur l'activité du pays qui n'a finalement rattrapé son niveau que six ans après.

¹ C.M. Reinhart & K.S. Rogoff, *The Aftermath of financial crises*, NBER janvier 2009 ; W. Chen et al., *Lasting effects: The global economic recovery 10 years after the crisis*, IMF Blog, octobre 2018 ; E. Debauche & al., *La crise : quelles conséquences durables sur la croissance, l'emploi et les finances publiques ?*, Revue d'économie financière, 2011

² OFCE, *Italie: sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance*, Policy Brief, mai 2019.

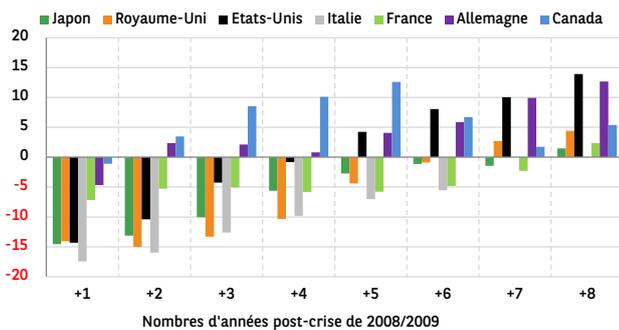


L'investissement : maillon faible des reprises économiques

L'investissement (public et privé) pâtit de manière plus marquée et plus durable de l'éclatement d'une crise que les autres postes de la demande, consommation privée et exportations de biens et services. Post-récession, le ralentissement de la consommation et des exportations est en effet moindre (la croissance moyenne non pondérée sur 5 ans baisse de respectivement -1,5 point et -1,8 point) que celui de l'investissement (baisse de l'ordre de 2,5 points). Dans le même temps, le rattrapage des niveaux d'investissement pré-récession est nettement plus long que dans le cas de la consommation et des exportations. Le graphique 6 ci-dessous met en avant cette relative lenteur des pays de notre échantillon dans le cas de la crise de 2009.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ces différences d'impacts. Pendant et après une crise économique ou financière, l'investissement privé peut être freiné par un haut niveau d'incertitudes qui retarde son redémarrage et *in fine* le rebond économique³. Ces dynamiques peuvent à plus long terme dégrader le capital productif et la croissance potentielle du pays. Du côté de l'investissement public, les récessions peuvent être suivies d'une volonté de restauration rapide des comptes publics. Une consolidation budgétaire trop marquée peut détériorer davantage la dynamique de l'activité. Cela a été observé notamment au lendemain de la crise des dettes souveraines en zone euro⁴. À l'inverse, la consommation des ménages qui, comme indiqué plus haut, rattrape ses niveaux d'avant-crise plus rapidement, est soutenue par différents facteurs : stabilisateurs automatiques (par exemple, hausse des prestations chômage), rigidité des salaires nominaux à la baisse, part importante de la consommation incompressible, etc.

ÉCART DE NIVEAU D'INVESTISSEMENT DÛ À LA CRISE DE 2009 (EN %)



Au Canada, 4 années après la crise de 2008/2009, le niveau d'investissement global était 10% supérieur à son niveau pré-crise. Au contraire, en France, 6 années après cette crise, le niveau de l'investissement était encore inférieur de l'ordre de 5% à son niveau pré-crise.

GRAPHIQUE 6

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

APRÈS COMBIEN D'ANNÉE(S) LE NIVEAU DE PIB D'AVANT-RÉCESSION EST-IL RATTRAPÉ OU DÉPASSÉ ?

Pays	Année	Niveau de PIB rattrapé
Japon	1974	+1
	1993	+1
	1998/1999	+1
	2008/2009	+4
États-Unis	1974/1975	+1
	1982	+1
	2008/2009	+2
Allemagne	1975	+1
	1982	+1
	1993	+1
	2002/2003	+1
	2009	+2
Royaume-Uni	1974/1975	+2
	1980/1981	+2
	1991	+2
	2008/2009	+3
Italie	1975	+1
	1993	+1
	2008/2009	-
	2012/2013	+6
France	1975	+1
	1993	+1
	2009	+2
Canada	1982	+2
	1991	+2
	2009	+1

TABLEAU 2

SOURCES : BANQUE MONDIALE, BNP PARIBAS

Covid-19 : les spécificités de la crise sanitaire

À l'instar de nombreuses crises, et comme relevé plus haut dans cet article, la crise de la Covid-19 devrait entraîner un tassement de la production potentielle des pays avancés, notamment ceux de la zone euro. Dans ces derniers, bien que la destruction du capital productif (par le biais des faillites d'entreprises ou de l'augmentation du chômage) a été, pour l'heure, largement limitée par l'intervention massive des gouvernements nationaux, la croissance potentielle a été affectée pendant toute la durée de la crise *via* notamment la chute des heures travaillées par salarié. Au niveau macroéconomique, selon des estimations de la Banque centrale européenne⁵, à l'horizon 2022, le niveau de production potentielle de la zone euro demeurerait environ 3% inférieur à la trajectoire qui ressortait des projections

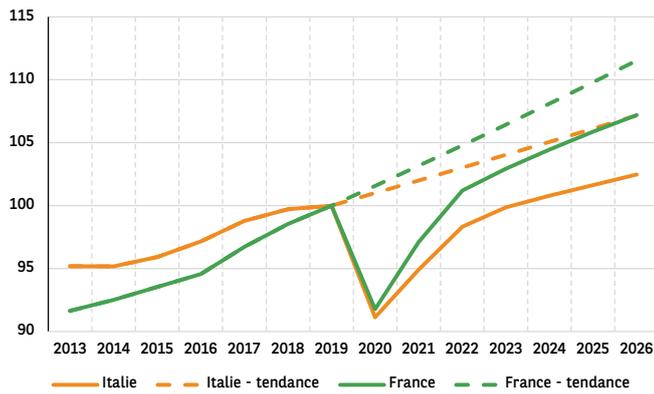
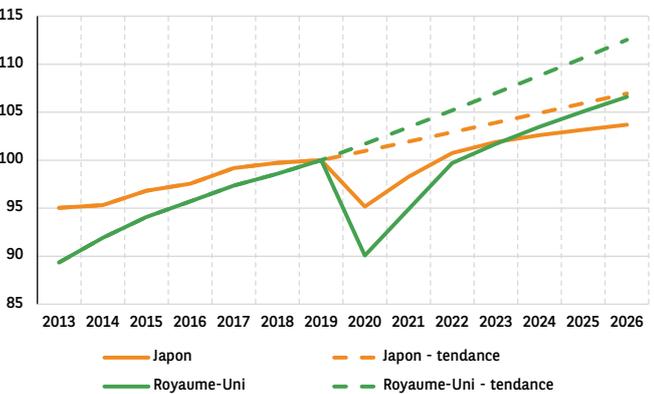
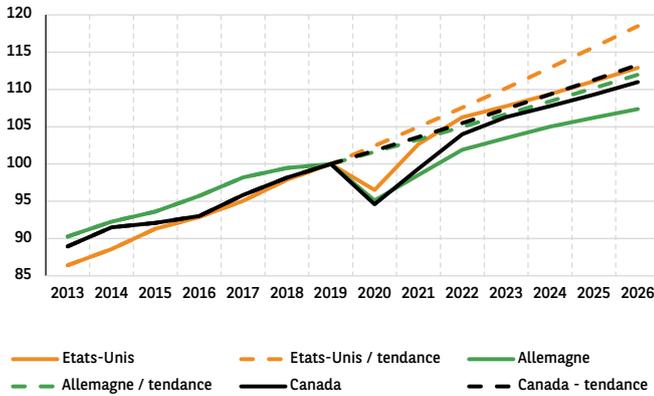
³ *Business investment in EU countries, Occasional Paper Series*, Banque centrale européenne, Octobre 2018

⁴ A.Bénassy-Quéré et al., *Quelle union budgétaire pour la zone euro ?*, Conseil d'analyse économique, février 2016

⁵ P. Lopez-Garcia, *L'impact de la Covid-19 sur la production potentielle dans la zone euro*, Bulletin économique, encadré 2, Banque centrale européenne, novembre 2020



PIB OBSERVÉ, PIB ANTICIPÉ ET TENDANCE D'AVANT-CRISE (100 = 2019)



GRAPHIQUES 7A, 7B & 7C

SOURCES : WEO FMI, BNP PARIBAS

établies avant la crise. Cela dit, la vigueur de la reprise économique, qui continue de surprendre beaucoup d'observateurs, permettra à la plupart des économies avancées de retrouver leur niveau de PIB d'avant-crise rapidement. La majorité des pays du G7 auront dès l'an prochain rattrapé leur niveau d'activité de 2019. En revanche, selon les dernières projections du Fonds monétaire international (FMI), par

rapport à la tendance d'avant-crise (mesurée dans cet article par la croissance moyenne sur 5 ans), les pays du G7 devraient durablement accuser un retard (cf. graphiques 7a,b,c). Les États-Unis se distinguent sur ce point, la tendance américaine retrouvant quasiment celle d'avant-crise compte tenu de l'impulsion budgétaire majeure mise en place outre-Atlantique, avant de s'en éloigner une fois le rebond conjoncturel dépassé.

Néanmoins, l'impact à moyen terme de la pandémie sur les économies reste encore incertain. En particulier, la question du retrait du soutien budgétaire est centrale ainsi que son ciblage sur les secteurs les plus affectés. Si au niveau macroéconomique, les économies développées affichent un rebond marqué, la situation par secteur est nettement plus contrastée.

Covid-19 : un choc massif sur les activités des services marchands

En remarque liminaire, il convient de souligner que le secteur manufacturier et celui des services ne constituent pas deux ensembles distincts. Les activités des entreprises deviennent de plus en plus complexes et diversifiées. Les entreprises industrielles réalisent également une production de services pour compte propre⁶. En effet, les processus de production industrielle impliquent un grand nombre d'activités de services (R&D, marketing, comptabilité, etc.). Par souci de simplicité, nous conserverons dans cet article la distinction traditionnelle entre les deux secteurs, sur la base des données dont nous disposons.

Les mesures sanitaires mises en place dans l'ensemble des pays pour freiner l'épidémie ont affecté l'ensemble des pans de l'économie. Toutefois, l'image macroéconomique masque des disparités sectorielles fortes. L'activité dans la branche des services marchands a été tout particulièrement touchée. Le rattrapage des pertes dans ces services devrait être très progressif. La fermeture de certains commerces et des frontières, la distanciation physique entre les personnes, les craintes des consommateurs de se rendre dans des endroits clos et leurs incertitudes face à la situation épidémique ont mis un coup d'arrêt à la consommation privée, et donc à l'activité des services marchands, qui pourrait mettre du temps à pleinement se rétablir. Bien sûr, l'industrie manufacturière a également pâti de la crise sanitaire mais dans une moindre mesure. L'industrie bénéficie depuis déjà quelques mois d'une très forte reprise du commerce mondial, dont le volume est repassé dès cet hiver au-dessus de son niveau atteint avant la Covid-19⁷.

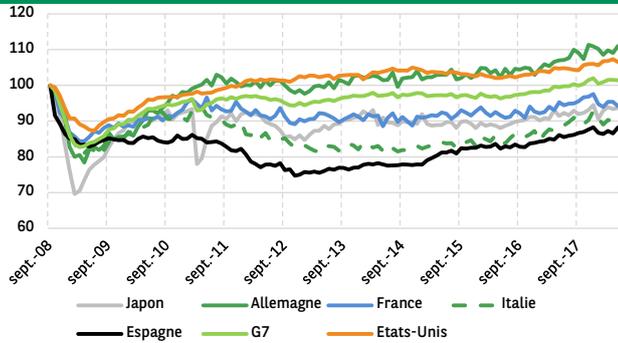
Du point de vue des spécificités sectorielles, la comparaison entre la crise épidémique actuelle et la crise des *subprimes* de 2008-2009 est marquante. Tandis que le choc de la Covid-19 a davantage touché les services, la grande crise financière de 2008 a très nettement affaibli les activités manufacturières. Lors de cette crise, les échanges mondiaux de marchandises avaient mis trois ans pour retrouver leurs niveaux d'avant-crise. Les graphiques 8a et 8b mettent en avant la production industrielle manufacturière dans les pays du G7, respectivement lors de la crise de la Covid-19 et lors de la crise de 2008. S'il existe des différences de dynamiques entre les pays, on remarque que globalement la chute de la production manufacturière a été plus abrupte au moment du choc de la Covid qu'au moment de la crise de 2008. Le rebond a également été plus prononcé, si bien que le niveau de production d'avant-crise pourrait être retrouvé plus rapidement.

6 M. Crozet & E. Milet, *Vers une industrie moins...industrielle ?*, la Lettre du CEPPII, Février 2014

7 G. Derrien, *Commerce international : les échanges de biens vers de nouveaux sommets*, EcoFlash, BNP Paribas, mai 2021

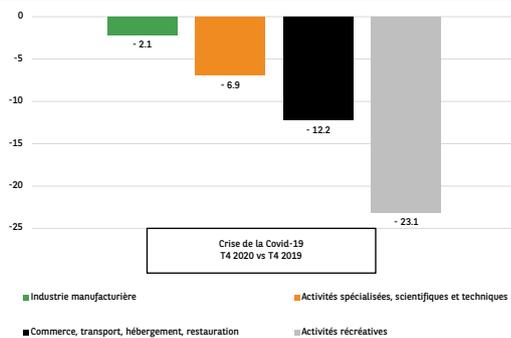


PRODUCTION MANUFACTURIÈRE LORS DE LA CRISE DE LA COVID-19 (100=FÉVRIER 2020)



GRAPHIQUES 8A & 8B

ZONE EURO : PERTE D'ACTIVITÉ PAR SECTEUR UN AN APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19 (%)



Note de lecture : Lors de la crise Covid, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière de la zone euro était seulement 2% inférieure à son niveau d'avant-crise, soit par rapport au T4 2019.

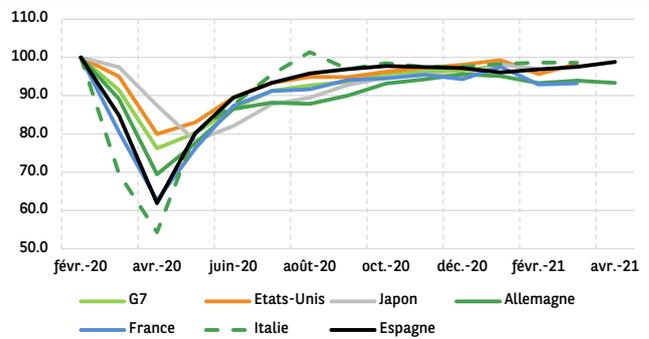
GRAPHIQUES 9 & 10

Lors de la crise de 2008, le rebond de la production manufacturière a été plus progressif. Dans certains pays membres de la zone euro, la crise des dettes souveraines qui a suivi celle de 2008 a constitué une double peine en particulier pour les États du sud comme l'Italie ou l'Espagne. À l'inverse, certains pays s'en sont nettement mieux sortis, comme les États-Unis ou l'Allemagne.

Les graphiques 9 et 10, qui représentent les écarts de niveau d'activité (mesurés par la valeur ajoutée en volume) un an après l'éclatement des crises, mettent en avant les différentiels d'impact entre la crise de la Covid et celle des *subprimes*. L'activité dans le secteur manufacturier a vite rebondi après le printemps 2020 et a rattrapé quasiment intégralement son retard, tandis qu'en 2009 elle restait très dégradé un an après le début de la crise. À l'inverse, les activités récréatives avaient été relativement épargnées à l'époque alors qu'elles sont en première ligne aujourd'hui.

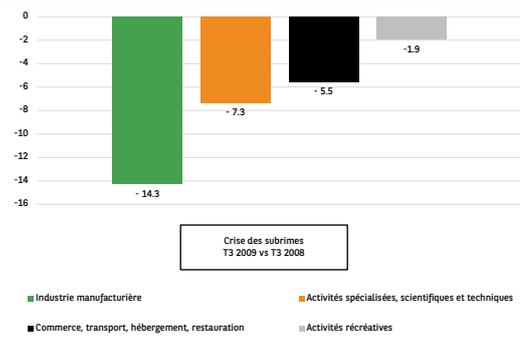
La vitesse de rattrapage de ce type de services dépendra des comportements d'épargne des consommateurs. Ces derniers ont accumulé une épargne supplémentaire pendant la crise. Finalement, le retour pérenne de la confiance, et ainsi le dégonflement de l'épargne, notamment de précaution, soutiendra le rétablissement des activités de services les plus touchées par la pandémie.

PRODUCTION MANUFACTURIÈRE LORS DE LA CRISE DES SUBPRIMES (100=SEPT 2008)



SOURCES : SOURCES NATIONALES, DATASTREAM, BNP PARIBAS

ZONE EURO : PERTE D'ACTIVITÉ PAR SECTEUR UN AN APRÈS LA CRISE SUBPRIMES (%)



Note de lecture : Lors de la crise des subprimes, la valeur ajoutée manufacturière en zone euro, au T3 2009, était de l'ordre de 14% inférieure à son niveau du T3 2008.

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les comparaisons entre la crise pandémique actuelle et les crises économiques et financières passées sont délicates compte tenu de sa nature très spécifique. Toutefois, l'analyse des chocs passés permet d'apporter des éléments de réponse aux interrogations que soulève la crise de la Covid. Bien qu'il n'ait pas entraîné de crise de secteur bancaire, le rebond tardif de la confiance des agents économiques, en particulier des entreprises des secteurs d'activités les plus durement touchés, pourrait peser sur la dynamique d'investissement et, ainsi, sur le rattrapage économique global. Aujourd'hui, face aux nouvelles inquiétudes provoquées par le variant Delta et à la recrudescence des cas et, malgré l'accélération des campagnes de vaccination, les incertitudes restent fortes au regard de l'évolution épidémique. À l'inverse, les économies ont fait preuve d'une forte capacité d'adaptation face aux contraintes sanitaires et certains pans de l'économie ont même accéléré leur digitalisation – *via* notamment la vente en ligne – pouvant laisser espérer une perte limitée de productivité. Au total, les conséquences globales de cette crise ne pourront être appréhendées que lorsque la pandémie sera pleinement maîtrisée.

Achévé de rédiger le 15 juillet 2021

louis.boisset@bnpparibas.com



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

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

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change