

## ZONE EURO : EST-ON TROP PESSIMISTE CONCERNANT L'IMPACT ÉCONOMIQUE DE LA PANDÉMIE ?

Louis Boisset

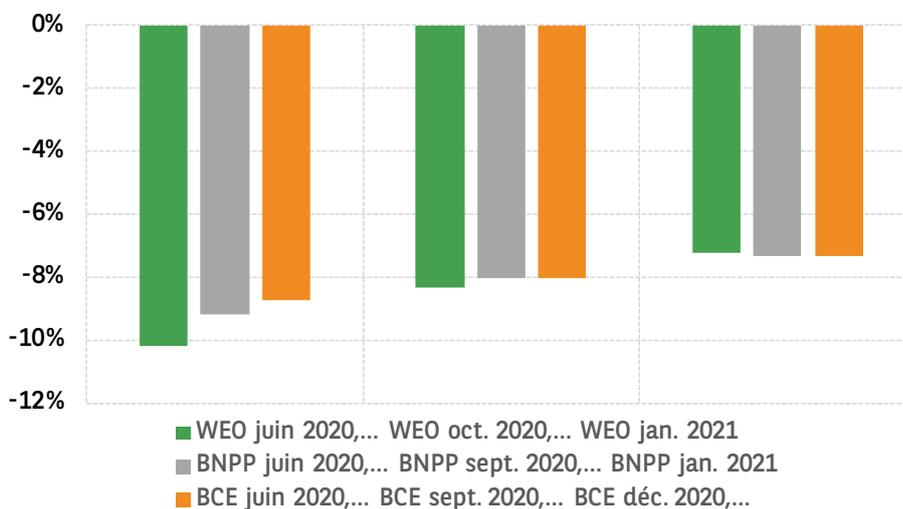
Le creux conjoncturel en zone euro semble être derrière nous, dans un contexte d'accélération notable des campagnes vaccinales dans les États membres.

Au niveau macroéconomique, la dynamique de rattrapage apparaît plus marquée que ce qu'anticipaient la plupart des analystes.

Pour autant, l'amélioration économique générale masque des disparités sectorielles fortes. Les effets de la crise de la Covid-19 sont plus forts et plus durables pour certains secteurs, comme l'hébergement et la restauration.

Dans les prochains mois, le risque d'une hausse des défaillances d'entreprises existe, en particulier dans les secteurs les plus affectés.

### RÉVISIONS DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB POUR 2020 EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, FMI WEO, BNP PARIBAS

La crise économique de la Covid-19 est inédite. Les restrictions sanitaires imposées aux populations européennes par les autorités pour freiner l'expansion de la pandémie ont entraîné des distorsions profondes au sein des économies. L'ensemble des acteurs (ménages, entreprises, administrations publiques) ont dû adapter leurs habitudes et modifier leurs comportements. Ces changements compliquent la grille d'analyse habituelle et peut induire des erreurs de diagnostic et de prévisions.

### DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE TROP PESSIMISTES

Depuis le début de la pandémie en zone euro en février-mars 2020, les prévisions de croissance du PIB de nombreuses institutions ont été revues essentiellement à la hausse. Autrement dit, les prévisionnistes ont le plus souvent anticipé une situation plus dégradée qu'elle ne l'était réellement. Le graphique 1 met en avant ce constat. Le Fonds monétaire international (FMI)

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

prévoyait en juin 2020 une baisse du PIB de plus de 10% en zone euro tandis que la Banque centrale européenne tablait sur une récession de -8,7%. Lors des exercices de prévisions de septembre-octobre, puis de décembre-janvier, le FMI comme la BCE avaient revu à chaque fois à la hausse leurs prévisions de croissance pour la zone euro. Finalement, la récession enregistrée en zone euro l'an dernier (-6,8%) a été historique mais moindre que ce que beaucoup d'institutions anticipaient.

L'effet de cette crise sur le marché du travail était également méconnu, et il le reste aujourd'hui. Là encore, les prévisions de taux chômage au premier semestre 2020 faisaient état d'une hausse plus marquée que ce qui a finalement été observé. La BCE, comme le montre le graphique 2, a revu à la baisse ses projections de taux de chômage pour la zone euro entre juin 2020 (environ 10%) et mars 2021 (environ 8%). Pour l'heure, à l'aide du soutien public massif, la hausse du taux de chômage en zone euro a été contenu au regard de l'ampleur du choc sur l'activité. Il a atteint 8,1% de la population active en mars 2021, en baisse de l'ordre de 0,6 point depuis son pic du mois d'août l'année dernière.

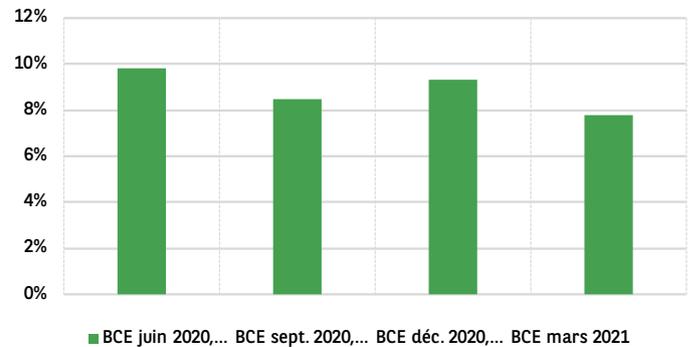
## COMMENT EXPLIQUER LE MANQUE DE CONFIANCE DES PRÉVISIONNISTES QUANT À LA CAPACITÉ DE RÉSILIENCE DE LA ZONE EURO?

Comme indiqué plus haut, cette crise a modifié les comportements des agents économiques. Les ménages, malgré une perte moyenne de revenus relativement contenue, ont, par contrainte ou précaution, peu consommé en 2020, et ont ainsi accumulé une épargne additionnelle très importante. Les entreprises ont de leur côté absorbé une partie du choc de la Covid. Dans certains services marchands, notamment, les problèmes de liquidité sont prégnants. Dans ce contexte, les ménages et les entreprises semblent toutefois avoir fait preuve d'une certaine adaptabilité, ce que l'analyse économique a pu mal appréhender.

L'adaptation des acteurs économiques aux mesures de restrictions sanitaires peut en partie s'observer sur les deux graphiques ci-dessous. Ils représentent, pour l'Allemagne et pour la France, l'indice PMI services et le *Stringency Index d'Oxford*. Cet indice évalue le degré de restrictions sanitaires mises en place dans chaque pays. Intuitivement, on anticiperait qu'une hausse du *Stringency Index* - c'est-à-dire un durcissement des restrictions - entraîne une baisse du PMI, c'est-à-dire une activité moins dynamique. C'est effectivement ce que l'on observe de manière claire, en Allemagne comme en France, lors des premiers confinements du printemps 2020. Le durcissement sensible des restrictions sanitaires dans les pays européens a mis un coup de frein brutal à l'activité, le PMI services baisse donc sensiblement. Depuis lors, cette corrélation négative semble moins évidente. La hausse des restrictions en fin d'année dernière, visant à endiguer la deuxième vague épidémique, a moins affecté le dynamisme de l'activité. Fait plus marquant encore, la hausse du *Stringency Index* en France en mars-avril 2021 s'est accompagnée d'une légère hausse du PMI services.

Il s'agit ici de corrélations ; une relation robuste de cause à effets nécessiterait une analyse plus approfondie. Néanmoins, ces graphiques pourraient refléter l'adaptation des acteurs aux restrictions. La résistance du PMI des services malgré le durcissement des mesures sanitaires s'explique aussi par le comportement des ménages en zone euro, dont la consommation rebondit de manière marquée après la réouverture des commerces et la levée des mesures de confinement.

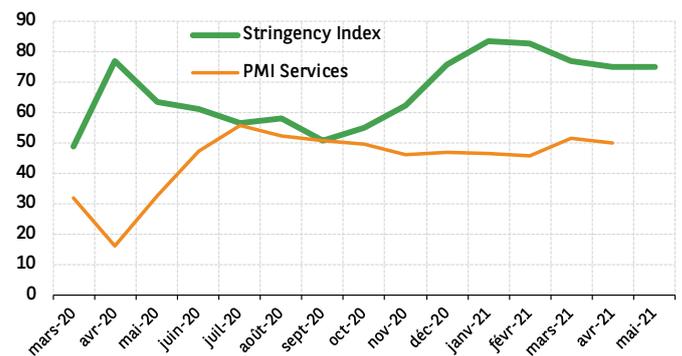
### RÉVISIONS DES PRÉVISIONS DE TAUX DE CHÔMAGE POUR 2020 EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BCE

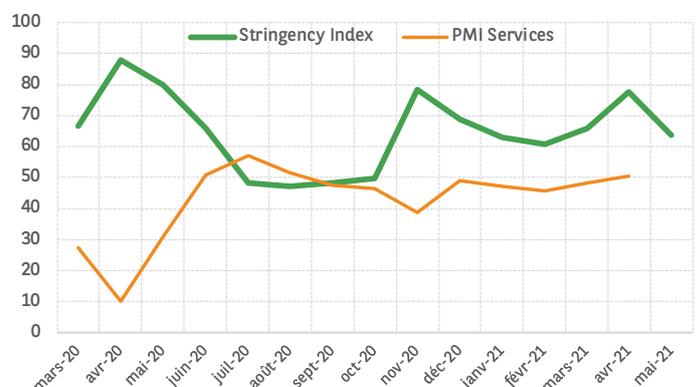
### ALLEMAGNE : INDICES PMI SERVICES ET STRINGENCY INDEX



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MARKIT, OXFORD UNIVERSITY

### FRANCE : INDICES PMI SERVICES ET STRINGENCY INDEX



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MARKIT, OXFORD UNIVERSITY



## FRANCHE AMÉLIORATION CONJONCTURELLE

Les dernières données montrent une sensible amélioration de la situation économique globale en zone euro. Le secteur manufacturier a connu un rebond fort, peu heurté, bénéficiant du dynamisme du commerce mondial de biens qui a retrouvé ses niveaux d'avant-pandémie l'hiver dernier. Le PMI manufacturier atteint désormais des sommets historiques, porté par sa composante « nouvelles commandes à l'export ».

Du côté des services marchands, le rebond se faisait attendre. Or, depuis deux mois, l'indice PMI du secteur a repassé le seuil des 50 qui sépare les zones d'expansion de celles de contraction. La hausse a été particulièrement marquée en mai, le PMI services ayant nettement surpris à la hausse les attentes en atteignant 55,5. Il s'agit du niveau le plus élevé observé depuis mi-2018. Après avoir enregistré 7 mois consécutif de PMI inférieur à 50, le secteur des services en zone euro retrouve donc la croissance.

Du côté des consommateurs, les dernières statistiques envoient également des signaux favorables. Leur indice de confiance est nettement haussier depuis le mois de février 2021 et se rapproche rapidement de son niveau d'avant-crise. C'est de bon augure pour la vigueur de la reprise économique en zone euro et pour la dynamique de rattrapage des prochains mois.

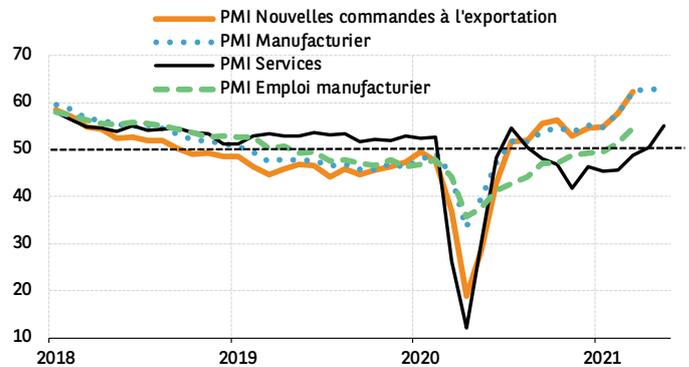
## LES LIMITES DE L'ANALYSE MACROÉCONOMIQUE

Dans cette crise, l'approche macroéconomique montre ses limites. Elle tend à décrire des comportements moyens et à masquer les divergences de dynamiques économiques au niveau sectoriel. Or, le choc de la Covid-19 est, justement, un choc sectoriel. S'il est vrai qu'au niveau global, le processus de rattrapage est bien enclenché, certains secteurs restent fragilisés par la crise et les contraintes imposées. Au T4 2020, la valeur ajoutée totale de l'économie de la zone euro (en volume) était seulement 5% inférieure à son niveau du T4 2019 (cf. graphique 7 et 8). Cependant, l'écart était encore de 13% pour la branche d'activité « commerce, transport, hébergement, restauration » et de près de 25% pour les activités récréatives. Ces activités ont été les plus touchées par les mesures de restrictions sanitaires, et le retour à un fonctionnement normal se fera de manière très progressive. Ces divergences tendent à rappeler la nécessité d'un retrait prudent et très graduel du soutien public, qui pourrait désormais cibler les secteurs économiques les plus en difficulté.

Un même constat peut être dressé lorsque l'on observe l'indicateur de déclaration des faillites d'Eurostat. Dans l'ensemble, le niveau des faillites a baissé en zone euro au T1 2021 par rapport au T4 2019. Ce paradoxe s'explique en grande partie par les politiques budgétaires de soutien qui ont permis d'éviter de nombreux dépôts de bilan. Néanmoins, au niveau sectoriel, la branche d'activité « hébergement et restauration » a vu une hausse importante des déclarations de faillites sur la même période, faisant écho aux difficultés économiques soulevées dans le paragraphe précédent. Ces prochains mois, le risque de voir leur nombre augmenter est important<sup>1</sup>, certaines faillites d'entreprises ayant seulement été retardées grâce au soutien public.

<sup>1</sup> M. Carlas, et al., *The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage*, Coface Economic Publications, Mars 2021

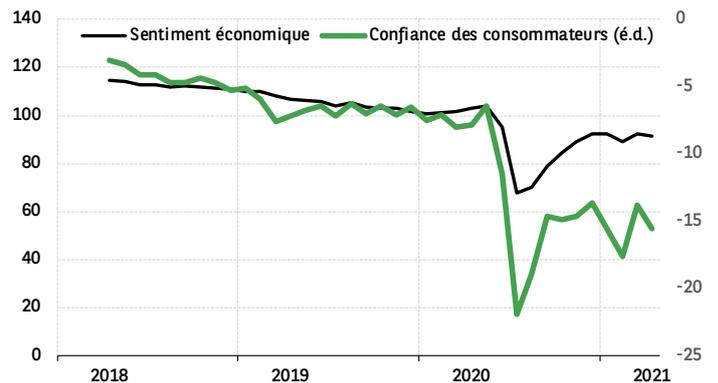
### ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER ET PMI SERVICES



GRAPHIQUE 5

SOURCE : MARKIT

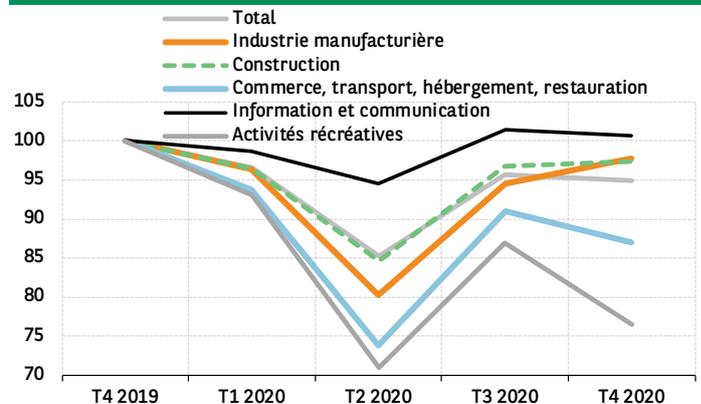
### ZONE EURO : SENTIMENT ÉCONOMIQUE ET CONFIANCE DES CONSOMMATEURS



GRAPHIQUE 6

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

### ZONE EURO : PIB EN VOLUME (BASE 100 = T4 2019)



GRAPHIQUE 7

SOURCE : EUROSTAT

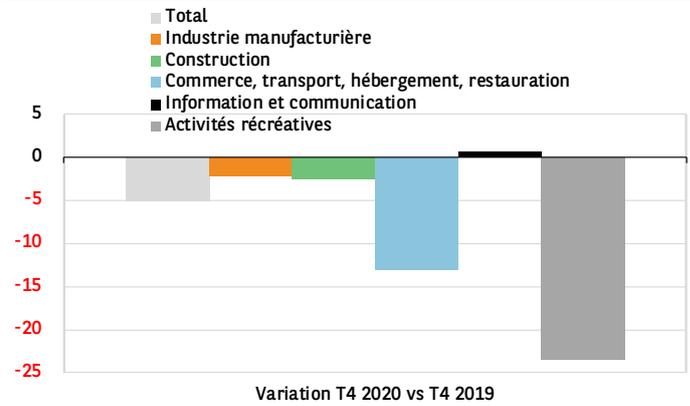


La Banque centrale européenne a à ce titre récemment fait part de son inquiétude à ce sujet<sup>2</sup>. Les entreprises des secteurs économiques les plus durablement affectés par la crise de la Covid-19 pourraient être les premières concernées.

**Louis Boisset**

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

#### ZONE EURO : VARIATION DU PIB EN VOLUME (T4 2020 VS T4 2019)



GRAPHIQUE 8

SOURCE : EUROSTAT

<sup>2</sup> *Financial Stability Review*, Banque centrale européenne, Mai 2021

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES AVANCÉES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

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

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

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

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

Louis Boisset

Japon - Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro

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

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance et finances publiques), pays nordiques

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

Guillaume Derrien

Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

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

Raymond Van Der Putten

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

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

Tarik Rharrab

Statistiques

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

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

Laure Baquero

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

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

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

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

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

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



## ECOTV

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



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

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

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change