

ZONE EURO : DU REBOND À LA RECHUTE

Hélène Baudchon, Louis Boisset

Le rebond de la croissance de la zone euro au T3 2020 a dépassé les attentes : +12,7% t/t contre +10,5% t/t prévu. Parmi les quatre plus grandes économies de la zone, la France enregistre le rebond le plus important suivie de l'Espagne, de l'Italie et de l'Allemagne.

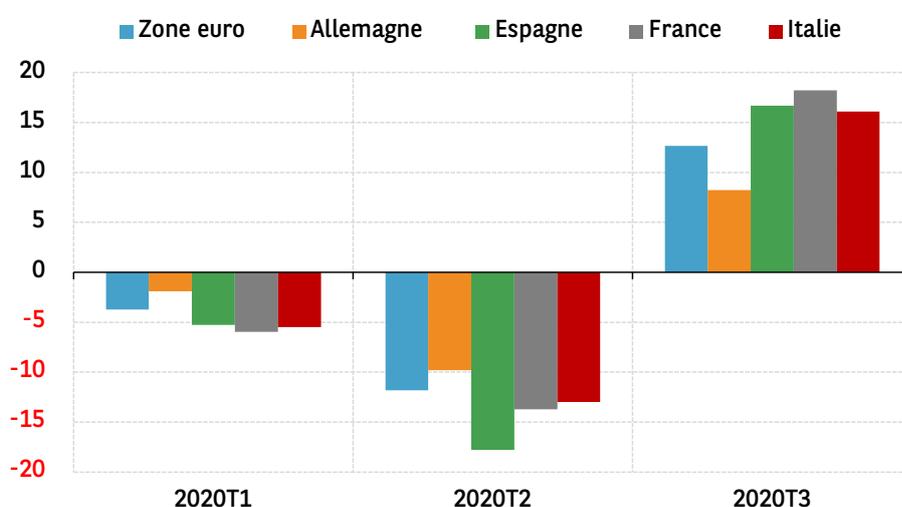
Ces chiffres sont spectaculaires mais ne corrigent que partiellement le choc récessif massif qui a précédé. Les PIB allemand, français et italien se situent encore 4% sous leur niveau du T4 2019, celui de l'Espagne 9%.

La forte hausse du PIB français est soutenue par l'ensemble des composantes de la demande. L'hétérogénéité sectorielle reste importante et révélatrice de l'impact différencié du choc.

Dans tous les pays, le rebond est largement mécanique mais pas seulement. Les mesures d'urgence prises au printemps pour amortir le choc du confinement ont aussi aidé, le choc ayant été essentiellement absorbé par les administrations publiques.

Cette hausse du PIB restera, malheureusement, de très courte durée. Suite à la réinstauration d'un confinement à compter de la fin octobre pour au moins un mois, afin d'endiguer la deuxième vague de l'épidémie de Covid-19, les prévisionnistes tablent désormais sur une contraction de l'activité au T4. Toute la question porte sur l'ampleur de la rechute.

CROISSANCE TRIMESTRIELLE DU PIB (EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCE : EUROSTAT

UN REBOND PLUS FORT QU'ANTICIPÉ MAIS UN RATTRAPAGE TOUJOURS INCOMPLET

Les mesures sanitaires mises en place pour endiguer la pandémie de Covid-19 ont provoqué une récession historique dans l'ensemble des pays européens. Les mesures de confinement généralisé des populations, aux mois de mars et avril 2020, ont constitué un triple choc d'offre, de demande et d'incertitudes. Le PIB de la zone euro a, dans ce contexte, chuté de 11,8% au T2 2020 en variation trimestrielle (après -3,7%, t/t, au T1). Par pays, l'Espagne a connu la plus forte baisse d'activité (-17,8%) suivie par la France et l'Italie (autour de -13%) et l'Allemagne (-9,8%)¹.

Les mesures sanitaires concernent certains secteurs plus que d'autres. Les services, et plus précisément ceux liés au tourisme, à l'hébergement ou à la restauration sont plus affectés que le secteur manufacturier. Ainsi, l'ampleur du choc et la capacité de rattrapage post-crise dépendent notamment de la structure économique des pays. La dureté du confinement et la réponse économique apportée jouent également. S'il est vrai que le profil de la reprise dépend en partie de l'intensité de la baisse qui le précède, le rebond de la croissance au T3 2020 en zone euro a toutefois nettement surpris à la hausse, à +12,7% t/t contre +9,4% selon le consensus, et +10,5% selon notre prévision. Ce constat se vérifie dans les quatre plus grands pays de la zone, en particulier en Italie (+16,1% contre +11,2%) et en France (croissance du PIB de +18,2% contre +15,4% selon le consensus).

¹ La comparaison des estimations de croissance entre les États membres de la zone euro est à prendre avec précaution, des différences de traitement dans la comptabilisation de certaines activités (administrations publiques, par exemple) ont en effet été relevées par les instituts statistiques.

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

L'amplitude du choc de la Covid-19 sur les économies de la zone euro invite à raisonner en niveau d'activité plutôt qu'en taux de croissance. La question prioritaire est donc de savoir à quel moment les États membres vont retrouver les niveaux d'avant-crise en termes de PIB. Au T3 2020, le niveau du PIB de la zone euro demeure plus de 4% inférieur à son niveau de fin 2019, soit avant la crise sanitaire. L'Allemagne, la France et l'Italie sont globalement au même stade du rattrapage. Seule l'Espagne prend du retard avec un niveau d'activité encore inférieur de 9% à son niveau pré-crise. Au-delà de la sévérité des mesures sanitaires mises en place, l'économie espagnole pâtit aujourd'hui de sa structure sectorielle et notamment de sa forte exposition au secteur du tourisme², très affecté par les mesures sanitaires instaurées à travers toute l'Europe.

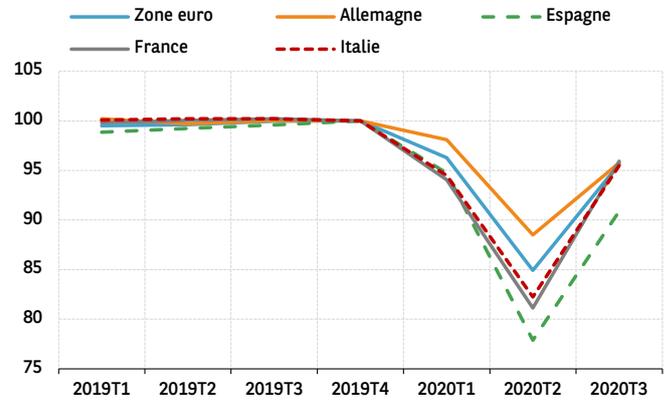
Le rebond du PIB français est porté par l'ensemble des composantes de la demande. Il est seulement atténué par la contribution très négative des variations de stocks qui était attendue après l'important stockage involontaire du premier semestre. Les rythmes de progression en variation trimestrielle sont impressionnants : +17,3% pour la consommation des ménages (ce qui explique la moitié de la croissance du trimestre), +30,3% pour leur investissement, +15,4% pour la consommation publique et +20,2% pour l'investissement des entreprises non financières. On retiendra également que le rebond de la consommation de services est plus important que celui de la consommation de biens (+20,2% et +16,4%, respectivement). Mais comme il intervient après une chute également plus importante, la première reste 5% en-deçà de son niveau du T4 2019 quand la seconde se situe 1% au-dessus. Avec la consommation publique, ce sont les deux seules composantes du PIB qui sont revenues à la normale. L'investissement total se situe encore 5% sous son niveau d'avant-crise et ce sont les exportations qui accusent le retard le plus important (-15%). Par branche d'activité, le rebond de la valeur ajoutée du T3 2020 est également généralisé en France mais l'hétérogénéité sectorielle reste importante et révélatrice de l'impact différencié du choc (cf. graphique 3).

UN REBOND MÉCANIQUE MAIS PAS SEULEMENT

Le rebond de l'activité au T3 2020 était attendu mais l'incertitude était grande quant à son ampleur. La certitude du rebond tenait à son caractère mécanique, dès lors que l'économie se remettait en marche après l'arrêt forcé pendant le confinement. L'incertitude sur son ampleur avait des origines multiples. Elle tenait d'abord aux interrogations concernant l'évolution de la situation sanitaire. Ensuite, la particularité du choc et la réaction des ménages et des entreprises étaient difficiles à anticiper dans ce contexte inédit. Aussi, l'incertitude venait du caractère progressif et partiel du déconfinement et donc du redémarrage de l'économie : l'ensemble des secteurs n'ont, en effet, pas les mêmes capacités de retour à la normale. Une partie de l'incertitude sur l'ampleur du rebond pouvait, enfin, être mise sur le compte des interrogations sur l'efficacité des mesures budgétaires d'urgence prises durant le premier confinement. La réponse a été rapide et massive, combinant divers dispositifs (chômage partiel, aides directes, moratoires, reports et exonérations de charges, prêts garantis par l'État). Il s'agissait d'amortir autant que possible le choc, en temps réel, du confinement sur les revenus (des ménages, des entreprises) et, ce faisant, de mettre en place les conditions d'un redémarrage de l'économie le plus rapide possible une fois le déconfinement engagé.

² H. Baudchon et al., Zone euro : à chaque pays, sa reprise, BNP Paribas, mai 2020

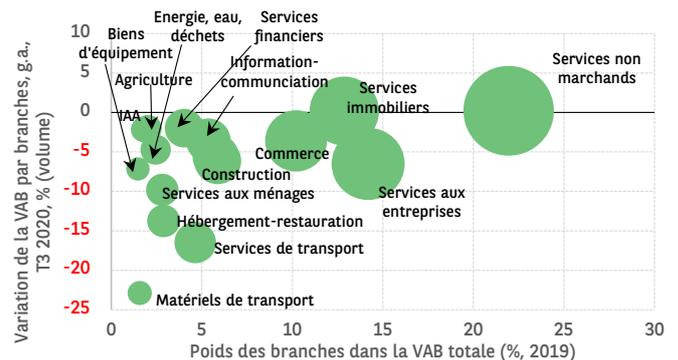
PIB TRIMESTRIEL (BASE 100 = T4 2019)



GRAPHIQUE 2

SOURCE: EUROSTAT

FRANCE : DISPARITÉS SECTORIELLES

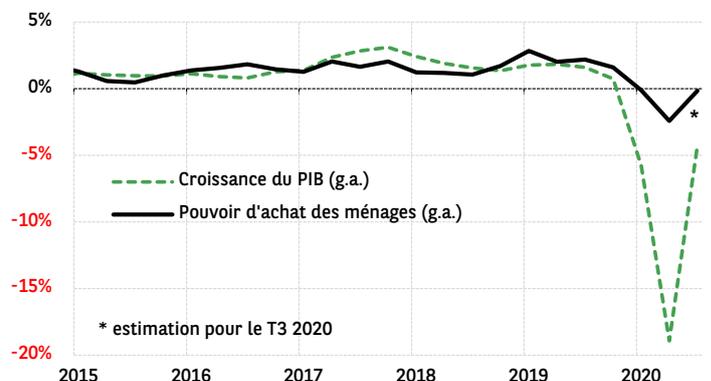


La taille des bulles correspond au poids de chaque branche. La branche « cokéfaction-raffinage » (baisse de 40,2% de sa valeur ajoutée) n'est pas représentée du fait de son très faible poids dans la VAB (0,1%).

GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

FRANCE : ILLUSTRATION DE L'EFFET AMORTISSEUR DES MESURES D'URGENCE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS



S'agissant du cas français, pour lequel nous disposons de plus d'informations, l'efficacité de ces mesures a été au rendez-vous, comme en atteste en particulier la baisse considérablement amortie du pouvoir d'achat des ménages par rapport à la chute du PIB (cf. graphique 4). La forte hausse du taux d'épargne des ménages au T2 2020 et sa rechute au T3 illustrent également l'importance de la préservation globale de leurs revenus (cf. graphique 5). Les estimations de Bercy de la répartition du choc entre agents économiques montrent aussi l'ampleur de l'effet amortisseur des mesures d'urgence³. Avant intervention de la sphère publique, les entreprises sont les plus directement et massivement affectées puisqu'elles subissent près de 80% des pertes de revenus, les administrations publiques un peu plus de 10% et les ménages un peu moins de 10%. Après intervention, ce sont les administrations publiques qui supportent l'essentiel du choc (63%) contre 23% pour les entreprises et 14% pour les ménages.

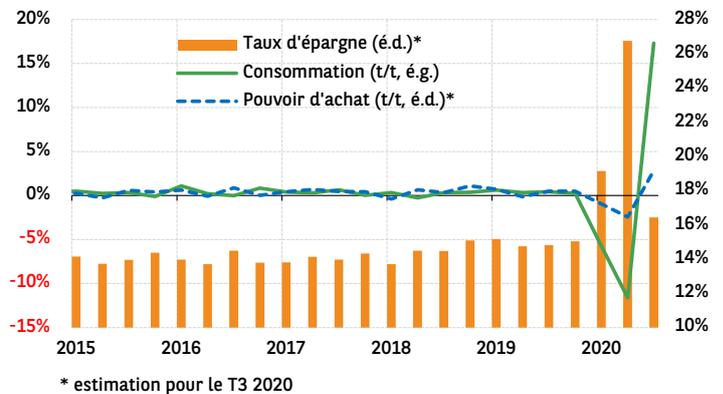
UN REBOND SANS SUITE

La bonne nouvelle du rebond marqué au T3 2020 dans la zone euro a été vite occultée par la mise en place de nouvelles restrictions sanitaires dans la plupart des pays membres pour faire face à la deuxième vague épidémique. Ces mesures vont freiner la reprise et donc le rattrapage économique. La plupart des prévisionnistes ont revu sensiblement à la baisse la croissance du PIB au T4 2020 pour les pays de la zone euro, qui passerait assez largement en territoire négatif.

L'ampleur de la rechute de l'activité et les effets à moyen terme des nouvelles restrictions sont difficiles à appréhender. Les mesures de reconfinement des populations mises en place apparaissent moins strictes qu'aux mois de mars et avril. Le choc d'offre pourrait ainsi être de moindre ampleur (par exemple, le maintien des écoles ouvertes permet aux parents de poursuivre leurs activités professionnelles). Toutefois, certaines entreprises déjà fragilisées par la première vague, et faisant face à une hausse de leur endettement, se trouvent aujourd'hui dans une situation financière plus délicate, ce qui constituerait un nouveau frein à l'investissement. Du côté de la demande des ménages, malgré le maintien du soutien budgétaire, le niveau d'incertitude reste élevé face à l'évolution de l'épidémie – et aux difficultés quant à sa maîtrise – et à celle relative aux conditions sur le marché du travail (jusqu'à présent, le chômage en zone euro a augmenté de manière relativement limitée compte tenu de l'ampleur du choc, à 8,3% de la population active).

Des aléas positifs autour du scénario macroéconomique demeurent. Le secteur manufacturier, moins exposé aux mesures de restriction sanitaire, poursuit son rattrapage à un rythme soutenu. L'indice des directeurs d'achats⁴ (*Purchasing Managers Index*, PMI) de ce secteur pour la zone euro a continué de se redresser en octobre, ce qui est de bon augure pour la fin de l'année. Point important, l'économie chinoise est en meilleure santé économique que lors de la première phase de confinement en Europe, ce qui devrait profiter au secteur manufacturier exportateur de la zone euro. Enfin, la politique économique va rester largement expansionniste.

FRANCE : CONSOMMATION, POUVOIR D'ACHAT ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 5

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

La Banque centrale européenne devrait mettre en place avant la fin de l'année 2020 un stimulus monétaire additionnel afin, notamment, de garantir aux États des conditions de financement particulièrement favorables et limiter les risques de fragmentation financière (c'est-à-dire un écartement des taux d'intérêt souverains entre les États membres, *spreads*). Les États devraient, de leur côté, maintenir le soutien budgétaire et compenser partiellement le déficit de demande privée.

Hélène Baudchon, Louis Boisset

³ Cf. Rapport économique, social et financier (2021), octobre 2020 (p. 142-158).

⁴ Cette enquête est réalisée auprès de chefs d'entreprises et offre une image de la santé économique des différents secteurs d'activité (manufacturier, services marchands et construction).

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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