

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

EDITORIAL

Un rebond mécanique, et après ?

Assouplissement du confinement oblige, la confiance des entreprises s'est notablement améliorée, tandis que l'activité et la demande ont mécaniquement rebondi. À court terme, le resserrement de l'écart entre les niveaux d'activité normaux et ceux observés devrait progressivement induire une certaine normalisation des taux de croissance. La croissance devrait être soutenue par un effet de rattrapage de la consommation, les coups de pouce monétaire et budgétaire, et la possibilité pour les ménages de puiser dans l'épargne forcée accumulée pendant le confinement. L'évolution des incertitudes sera déterminante. La situation sanitaire n'est pas maîtrisée dans certains pays et l'on craint potentiellement un emballement. Les sombres perspectives du marché de l'emploi sont sources d'incertitudes pour les revenus des ménages. Dans ce contexte, les entreprises pourraient revoir à la baisse leurs projets d'investissement.

L'assouplissement du confinement induit un rebond mécanique

Les récessions cèdent généralement le pas à des reprises progressives. Initialement, les inquiétudes suscitées par le niveau élevé du chômage pèsent sur la consommation des ménages, tandis que les entreprises attendent une meilleure visibilité avant d'augmenter sensiblement leurs investissements. La reprise actuelle est différente, en tout cas dans sa phase initiale, faisant suite à une récession particulièrement atypique. Le confinement imposé pour endiguer la pandémie a physiquement contraint l'activité et la demande, les abaissant considérablement par rapport à leurs niveaux de départ. Son assouplissement a levé cette contrainte, induisant une progression spectaculaire de la croissance en rythme mensuel. Ce n'est pas tant que les ménages ont soudainement été plus enclins à dépenser, mais plutôt qu'ils étaient à nouveau en mesure de le faire. Le rebond est par nature mécanique. Dans

la foulée, la confiance des entreprises s'est significativement améliorée, comme le montrent les enquêtes auprès des directeurs d'achats, proches dans de nombreux pays de la barre des 50 qui marque la frontière entre contraction et expansion. En Chine, en France et aux États-Unis, les indices ont franchi le niveau pivot. Attention toutefois, le sentiment d'amélioration par rapport au mois précédent n'indique rien de la profondeur de l'embellie. D'ailleurs, de ce point de vue, les chiffres demeurent inférieurs à la normale.

La reprise devrait être plus progressive

Inévitablement, l'accélération de la croissance de la demande et de l'activité observée ces dernières semaines ne pourra se maintenir au même rythme. Dans de nombreux pays, le rebond mécanique est déjà en grande partie consommé. En France, par exemple, l'INSEE vient de publier un chiffre de la consommation voisin de celui enregistré avant la pandémie. Selon la Banque de France, l'écart entre le niveau d'activité actuel et la normale s'est réduit à 9 % contre 27 % en avril. La croissance devrait donc se normaliser tout en restant considérable en rythme mensuel. Nous connaissons une reprise en racine carrée ou, pour reprendre l'image de la Banque de France, en aile d'oiseau. Elle est soutenue par divers facteurs : rattrapage de la consommation, dispositifs gouvernementaux comme la baisse

temporaire de la TVA en Allemagne, incitations à l'acquisition de véhicules neufs plus propres et mesures de soutien des revenus, et capacité des ménages à puiser dans leur épargne forcée accumulée pendant le confinement. A cet égard, l'accord auquel est parvenu le Conseil européen le 21 juillet au matin sur un plan de relance spécifique de 750 milliards d'euros, baptisé « Next Generation EU », est particulièrement important. Grâce à une combinaison de subventions et de prêts, il permettra de stimuler la reprise dans les pays particulièrement touchés par la pandémie.

L'évolution des incertitudes sera déterminante

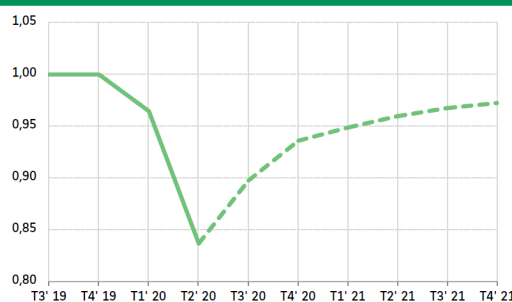
Toutefois, les risques demeurent élevés. Dans certains pays et dans plusieurs états américains, la pandémie n'est pas encore maîtrisée. Ailleurs, les nouveaux foyers se multiplient, alimentant les craintes d'une seconde vague. Les ménages sont confrontés à des interrogations sur leurs revenus, au vu des sombres perspectives du marché de l'emploi, les entreprises cherchant à abaisser leurs coûts et renâclant à embaucher en l'absence de visibilité. Les banques centrales allemande, française, italienne et espagnole tablent sur un taux de chômage en hausse à la fin de l'année prochaine par rapport à cette année. Une enquête récente de la Réserve fédérale d'Atlanta auprès de 300 directeurs financiers montre qu'en moyenne, les embauches seront insuffisantes pour retrouver fin 2021 le taux d'emploi observé avant la pandémie. Les ménages pourraient par conséquent être incités à économiser plutôt qu'à dépenser. S'ajoutant à l'augmentation significative de l'endettement des entreprises durant le confinement, la constitution d'une épargne de précaution pourrait peser sur la propension des entreprises à investir.

William DE VIJLDER

Directeur de la Recherche économique Groupe

william.devijlder@bnpparibas.com

PIB RÉEL DE LA ZONE EURO (T4 2019=1)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, PRÉVISION BNP PARIBAS (JUILLET 2020)



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Fonds européen de relance et de résilience : les points clés

Après d'intenses discussions pendant cinq jours, les dirigeants de l'Union européenne sont parvenus à un accord sur le fonds de relance le 21 juin. Les points clés sont :

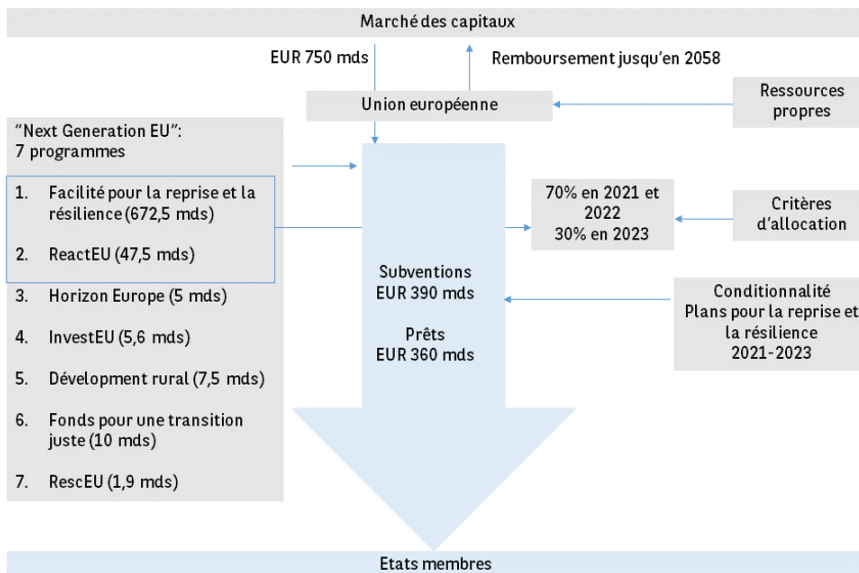
éloigné d'un droit de veto, et les risques de retard sont limités. Ces éléments sont positifs, tant en ce qui concerne le bon fonctionnement du fonds que ses implications politiques.

de rembourser la partie des emprunts utilisés pour les subventions. Ils ont cependant sauvé le recours à une dette commune afin de faire œuvre de solidarité vis-à-vis des pays les plus fragiles.

Taille et subventions / répartition des prêts

La taille globale du fonds sera de 750 milliards d'euros, avec des subventions d'un montant de 390 milliards d'euros et des prêts de 360 milliards d'euros.

La proposition initiale de la Commission européenne prévoyait un montant global de 500 milliards d'euros de subventions, ainsi qu'environ 70 milliards d'euros de garanties et un certain nombre de « poches » d'argent auxiliaires, par exemple pour l'aide humanitaire. Afin de parvenir à un compromis, certains éléments ont été touchés par les réductions cependant que le cœur du fonds, la facilité pour la relance et la résilience, est restée intacte.



(source : Commission européenne, Etudes économiques Groupe BNP Paribas)

Conditionnalité et gouvernance

Les termes de l'accord sont assez compliqués. Les États membres présenteront des plans nationaux, décrivant leurs stratégies de redressement post-pandémie, que les ministres des finances de l'UE doivent approuver par un vote à la majorité qualifiée (VMQ). La Commission européenne déciderait alors du moment et du montant que chaque pays recevrait du fonds sur la base de critères prédéfinis.

Cependant, le décaissement peut être retardé si un État membre estime qu'il existe des « écarts graves » par rapport aux engagements d'un pays. Dans ce cas, la question peut être transmise aux dirigeants de l'UE pour qu'ils en discutent « de manière exhaustive » avant tout décaissement. Le retard maximal est fixé à trois mois.

Bien que cet arrangement crée un potentiel de tensions et d'incertitude chaque fois qu'il y a un décaissement à l'avenir, il est cependant assez

Distribution

La clé de répartition du fonds pour les années 2021 et 2022 sera établie conformément à la proposition de la Commission. Pour 2023, le critère de chômage 2015-19 est remplacé par la perte cumulée de PIB réel observée sur la période 2020-21 pour prendre en compte les conséquences de la Covid-19. Parmi les subventions, 70% seront engagées en 2021-2022 et les 30% restants d'ici la fin de 2023.

En ce qui concerne les subventions, l'Italie devrait recevoir 70 milliards d'euros, l'Espagne 60 milliards d'euros et la France 40 milliards d'euros.

Prochaines étapes

Le Parlement européen a commencé d'examiner le plan le 23 juillet. A l'occasion d'un vote sur une résolution, préparée par cinq groupes politiques¹ et adoptée par 465 voix pour (150 contre et 67 abstentions), les eurodéputés ont fait part de leurs critiques, en particulier sur la réduction des moyens financiers prévus dans le cadre financier pluriannuel (CFP), ainsi que sur le financement du nouveau plan, notamment la nécessité de trouver des ressources propres afin

Les discussions se poursuivront à l'automne entre le Conseil et le Parlement pour négocier une vingtaine de textes techniques. Les premiers fonds devraient être débloqués le 1er janvier 2021.

Conclusion

En première analyse, le résultat est positif. L'élément subventions représente environ 3% du PIB de l'UE-27, étalé sur trois ans, tandis que la gouvernance et les conditions mises à l'octroi des prêts ne semblent pas trop contraignantes.

Dans l'ensemble, le fonds fournit pour la première fois un effort budgétaire conjoint d'une ampleur significative, complétant ainsi la politique monétaire de la BCE afin d'apporter une réponse politique plus équilibrée. De plus, il permet un certain partage de la charge entre les pays confrontés à l'extraordinaire choc de la Covid-19.

Enfin, il renforce la crédibilité du cadre politique de la zone euro.

De manière incidente, ces mesures devraient soutenir, au fil du temps, une tendance à l'appréciation de l'euro par rapport au dollar US et un resserrement des écarts de crédit.

Philippe-Olivier ROUSSEAU

Affaires publiques France

philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com

Avec les équipes Markets Economics - BNP Paribas London Branch

1- PPE (conservateurs), S&D (sociaux-démocrates), Renew (centristes et libéraux), les Verts et l'extrême gauche de la GUE/NGL.



Le récent Fonds de relance et de résilience de l'UE favorisera-t-il l'investissement vert?

Le communiqué du Conseil de l'Europe, publié au matin de l'accord sur le Fonds de relance et de résilience, dispose que les plans de l'UE pour la prochaine génération¹ (NGEU) et le cadre financier pluriannuel (en français, CFP ; en anglais MFF) « contribueront tous deux à transformer l'UE grâce à ses axes politiques majeurs, en particulier le Green Deal européen, la révolution numérique et la résilience². »

Il est exact que l'accord historique de l'UE de la prochaine génération (NGEU) ainsi que du cadre financier pluriannuel (CFP) est le plus grand engagement des fonds publics pour l'investissement vert à ce jour, avec au moins 30% du financement combiné formellement alloué à l'investissement vert.

L'UE estime qu'environ 2.400 milliards (2,4 trillions) d'euros devraient être dépensés au cours de la prochaine décennie pour atteindre les objectifs de 2030 consistant à réduire les émissions de 50 à 55% par rapport aux niveaux de 1990 et à consommer 32% d'énergie provenant d'énergies renouvelables.

Environ 550 milliards d'euros, provenant du NEGU et du CFP, pourraient être consacrés à aider les pays européens à réduire leurs émissions et à stimuler le développement de

projets d'énergie verte.

Avec une part importante des subventions du Fonds de relance et de résilience allant aux pays du sud de l'Europe, cela pourrait signifier une augmentation significative du développement de l'énergie solaire.

En Espagne, le Gouvernement a annoncé des enchères pour environ 5 GW de développement d'énergies renouvelables par an au cours de la prochaine décennie. Il s'agit d'un partenariat considérable que l'UE cherche à forger avec des entreprises privées pour construire une économie verte et numérique résiliente.

Il sera bien sûr important que la Commission précise les définitions de ce qui constitue un investissement vert, ce qui devrait intervenir d'ici à la fin de l'année. Il serait souhaitable que ces définitions incluent des références à la taxonomie établie par l'UE.

Cependant, afin de parvenir à un compromis pour adopter la version finale, certaines parties du NGEU ont été considérablement réduites.

Le Fonds pour une transition juste³ a été conçu par la Commission européenne pour financer « la diversification économique des territoires

les plus touchés par la transition climatique et la requalification et l'inclusion active de leurs travailleurs et demandeurs d'emploi ». Ce financement était donc en particulier créé pour aider les industries à fortes émissions de CO2 à passer à des modèles commerciaux « peu carbonés ».

Or il a été réduit de 30 à 10 milliards d'euros – ce qui est un message quelque peu contradictoire dans un accord par ailleurs favorable à la transition énergétique.

Trevor ALLEN

trevor.allen@uk.bnpparibas.com

BNP Paribas London Branch – Global Markets

1. Next Generation EU (NGEU) combiné avec le Multiannual Financial Framework (MFF) constituent le « specific Recovery effort » décidé le 21 juillet par les dirigeants des 27 pays de l'Union européenne (cf. schéma page 2).

2. « Both NGEU and MFF will help transform the EU through its major policies, particularly the European Green Deal, the digital revolution and resilience. »

3. « The focus of the Just Transition Fund will be on the economic diversification of the territories most affected by the climate transition and the reskilling and active inclusion of their workers and jobseekers. » (Proposition de la Commission européenne en date du 14 janvier 2020).

ZONE EURO

Une perte d'activité qui sera longue à effacer

Il est encore trop tôt pour connaître l'ensemble des conséquences économiques de la crise sanitaire actuelle. À court terme, la chute de l'activité est massive mais les dernières informations conjoncturelles dont nous disposons semblent indiquer que le pire est derrière nous. Les prochains mois seront à haut risque sur le front des licenciements et des potentielles faillites d'entreprises. De plus, si une seconde vague épidémique devait apparaître, l'impact du Covid-19 sur la zone euro pourrait être durable.

Une perte d'activité durable ?

Au T1 2020, la zone euro a connu une baisse marquée de son PIB, de 3,6% (en t/t). Ce repli est supérieur à celui observé au T1 2009, au moment de la grande crise économique et financière. Le T2 2020 devrait enregistrer une chute encore plus prononcée, les populations européennes ayant

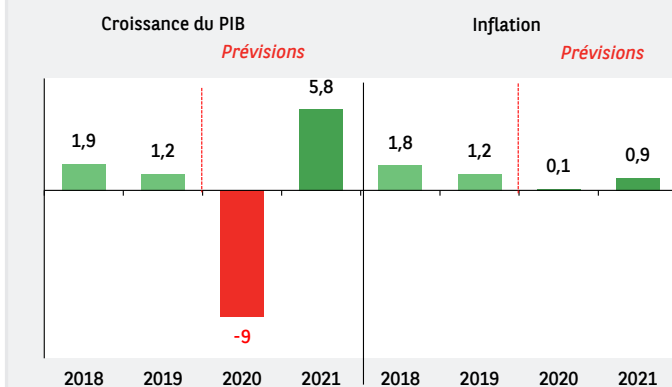
été confinées plus longtemps au cours de ce trimestre. Le PIB de la zone euro devrait chuter de l'ordre de 13,5% au T2 2020. Déjà en net repli au T1, la demande interne, en particulier la consommation des ménages, devrait être tout particulièrement dégradée. Le rebond mécanique anticipé au 2nd semestre 2020 n'effacera pas la

perte d'activité enregistrée du 1er semestre.

Au total, nous anticipons une croissance de -9,2% pour l'année 2020 en zone euro, puis un rebond en 2021 avec une croissance de +5,8%. La dynamique économique des prochains mois reste très incertaine. Au-delà de l'hypothèse

de l'apparition d'une seconde vague épidémique, le rebond de l'activité serait d'autant plus robuste et durable que les agents économiques reprennent confiance. La crainte des ménages (hausse des licenciements, gel des embauches) et des entreprises (risque de liquidité et/ou de solvabilité, atonie de la demande anticipée) vis-à-vis des risques économiques et sanitaires peut conduire à la prolongation de comportements de précaution et à des reports, voire des annulations, des projets d'investissement. En tout état de cause, le PIB de la zone euro ne retrouvera pas son niveau d'avant-crise à l'horizon de notre prévision, fin 2021. Il est possible qu'il reste inférieur

1- Croissance et inflation



Sources: National accounts, BNP Paribas



BNP PARIBAS

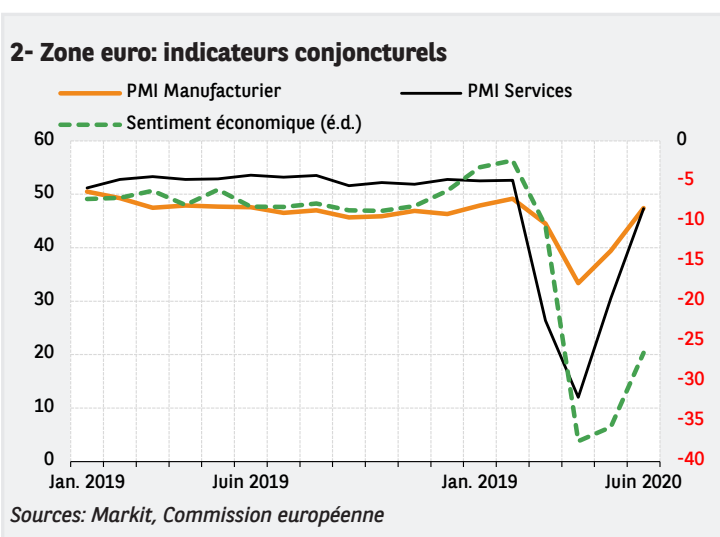
La banque d'un monde qui change

à plus long terme, selon le scénario retenu (cas d'une deuxième vague par exemple).

La question de l'impact de cette crise sur le potentiel de croissance reste également ouverte. À la suite de crises, les pays développés sont susceptibles d'enregistrer un ralentissement tendanciel de l'activité, notamment lorsque le choc sur la demande est important et durable. Cela pourrait être le cas aujourd'hui. Le potentiel de croissance de la zone euro pourrait être affaibli par une perte de capacité de production : une hausse marquée des faillites d'entreprises et du chômage de longue durée peut être envisagée. En outre, l'atonie de l'investissement peut peser durablement sur les gains de productivité. Jusqu'ici, les politiques publiques mises en place par les États membres de la zone ont permis de limiter ces conséquences négatives.

Redressement des indicateurs mais activité toujours dégradée

Pour l'heure, le pire semble être passé. Les indicateurs avancés de l'activité dont nous disposons renvoient, dans l'ensemble, un signal moins négatif. Ces indicateurs fournissent des informations statistiques plus en amont sur l'évolution de l'activité. Parmi les plus communément utilisés, on retrouve l'indice des directeurs d'achats (Purchasing Managers Index, PMI). Cette enquête, réalisée auprès de chefs d'entreprises, offre une image fidèle de la santé économique des différents secteurs d'activité. Ainsi, l'indice PMI pour le secteur des services, après avoir atteint au mois d'avril 2020 son niveau le plus bas depuis la création de la zone euro, s'est redressé sensiblement. Il est en juin légèrement inférieur au seuil de 50 (47,3 après 12 en avril), séparant les zones de contraction et d'expansion économique. Le niveau d'activité reste ainsi très dégradé. Le redressement des PMI ne signifie pas que les pertes enregistrées lors des mois de confinement précédents sont effacées. Même constat lorsque l'on observe le sentiment économique : l'indice a rebondi depuis son point bas d'avril mais reste à un niveau faible au regard du passé. Enfin, la confiance des consommateurs, qui se redresse également depuis avril, sera déterminante. Si certains ménages ont subi des pertes de salaires, celles-ci ont été limitées pour d'autres par les mesures mises en place (dispositifs d'activité partielle notamment). Dans la mesure où une partie de la consommation était contrainte pendant le confinement (biens non essentiels) et pourrait le rester dans certains secteurs (services de loisirs), une épargne dite « forcée » a été constituée et pourrait être utilisée en phase de reprise (pour



un effet bénéfique à la fois sur l'activité et sur les finances publiques). Une reprise robuste de la consommation des ménages dépendra de leur confiance dans la situation économique, et dans la réponse apportée par les politiques budgétaires qui devraient aller dans ce sens afin d'éviter tout comportement de précaution. Un manque de confiance et d'opportunité de consommation devrait faire augmenter sensiblement le taux d'épargne des ménages, qui atteindrait 19% du revenu disponible brut en zone euro en 2020. Ce niveau est nettement supérieur à la moyenne de long terme, de l'ordre de 13%.

Banque centrale européenne : plus et pour plus longtemps

«Our reaction function should nonetheless be clear: the ECB will respond to any significant tightening in financing conditions for as long as the negative effects of the COVID-shock persist»¹. Dans cette crise, la Banque centrale européenne (BCE) a adopté, et conservera, une approche flexible. À ce titre, l'institution monétaire de Francfort a augmenté l'enveloppe de rachats de titres dans le cadre de son programme d'urgence PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), qui atteint désormais EUR 1350 mds. L'horizon du PEPP a également été étendu à fin juin 2021 et les remboursements, au titre du principal, des titres arrivant à échéance, seront réinvestis au moins jusqu'à fin 2022. De plus, les conditions assorties aux opérations de refinancement à long terme ciblées des banques de la zone euro (TLTRO-III) ont une nouvelle fois été assouplies. Pour les établissements de crédit qui dépasseront les seuils de performance en matière d'octroi de prêts, le taux des nouvelles TLTRO-III ne sera pas calculé à partir du taux moyen des opérations principales de refinancement mais de celui de la facilité de dépôt. Ainsi, sur la base du niveau actuel du taux de la facilité de dépôt, (-0,5%), le taux d'intérêt des nouvelles TLTRO III s'établirait, par exemple, à -1%.

L'agrégat monétaire M3 a sensiblement accéléré depuis le début de l'année 2020. Le crédit aux administrations publiques explique une large part de cette dynamique, sous l'influence notamment de l'intensification des rachats de titres souverains par l'Eurosystème. L'accélération marquée des crédits aux entreprises non financières pourrait refléter uniquement des besoins de liquidité à court terme². Malgré l'expansion monétaire, l'inflation totale baisse nettement (+0,1% en mai après 1,4% en janvier) sous l'effet de la faiblesse des prix de l'énergie, tandis que la composante sous-jacente reste atone³. Ces développements seront à suivre de près.

Réponse européenne : encore un petit effort

L'Union européenne semble aujourd'hui davantage proactive et contracyclique qu'elle ne l'était par le passé. Le 21 juillet 2020, un accord a finalement été trouvé entre les États membres concernant le fonds de relance. Ce plan, détaillé dans l'article page 2, vise à soutenir les économies les plus touchées par la crise de la Covid-19. Le futur fonds de relance (Recovery Fund) sera doté d'une enveloppe totale de EUR 750 mds. Il s'agit d'une avancée particulièrement importante. Le financement du fonds est basé sur une émission de dette sur les marchés financiers au nom de l'Union européenne. Le principal point d'achoppement entre les États membres résidait dans le partage entre transferts directs et prêts. Finalement, le plan global comprend une part conséquente, bien qu'inférieure à celle initialement proposée, de transferts (EUR 390 mds, soit environ 3% du PIB de l'UE à 27 pays). La majorité de ces transferts sera engagée au cours des premières années du prochain budget de l'UE, sur la période 2021-2022. Les EUR 360 mds restants seront distribués sous forme de prêts aux États membres.

Louis BOISSET

Recherche économique Groupe
louis.boisset@bnpparibas.com

1. *The price of uncertainty and uncertainty about prices: monetary policy in the post-Covid-19 economy*, Discours de Fabio Panetta, 1er juillet 2020

2. *Euro area bank lending survey*, Banque centrale européenne, T1 2020

3. « L'indice d'inflation sous-jacente est un indice désaisonnalisé qui permet de dégager une tendance de fond d'évolution des prix. Il exclut les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac, services de santé, etc.) et les produits à prix volatils (alimentaire frais, énergie). Cet indice est par ailleurs corrigé des mesures fiscales (comme les variations de TVA). » (source DGT)

