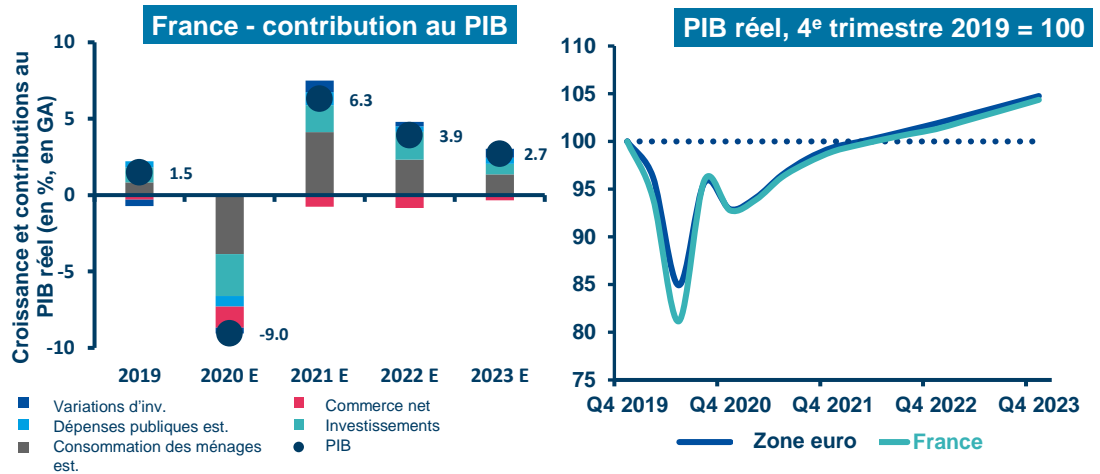




**Annalisa USARDI**  
Economiste sénior

- **Points clés** : le PIB a beaucoup surpris au troisième trimestre avec une progression de 18,2% en glissement trimestriel (GT), supérieure aux estimations de consensus et à nos anticipations, et une économie française à un peu plus de 4% en dessous des niveaux d'avant la pandémie de Covid-19. Toutefois, avec la deuxième vague et le reconfinement qui pèsent aujourd'hui sur l'activité, nous prévoyons désormais une nouvelle contraction de -3,3% en GT au quatrième trimestre, suivie d'une reprise lente et inégale, qui n'atteindra son plein effet qu'à partir du deuxième trimestre 2021, lorsque les restrictions seront *a priori* totalement levées.
- **À mesure que le virus sera contenu et qu'un vaccin sera mis à disposition à grande échelle à partir du milieu de l'année 2021**, ce qui est notre hypothèse de travail, les performances économiques devraient s'améliorer et continuer à dépasser leur potentiel, portées par la reprise coordonnée dans le reste de la zone euro, et soutenue par les politiques et le plan de « relance » favorable aux investissements. Nous prévoyons donc une contraction de l'économie française d'environ 9% en moyenne en glissement annuel pour 2020 et une croissance de 6,3% en glissement annuel pour 2021. La trajectoire de reprise à laquelle nous pensons devrait ramener le PIB à son niveau d'avant la crise avant la fin du deuxième trimestre 2022. Les risques restent orientés à la baisse si les mesures de confinement mises en œuvre deviennent plus strictes au niveau national et européen. Nous prévoyons donc de réévaluer nos perspectives dans quelques semaines, car l'évolution du virus façonne les décisions des gouvernements.

**France : une reprise inégale**



«*Nous prévoyons une contraction de l'économie française d'environ 9,0% en moyenne en glissement annuel pour 2020 et une croissance de 6,3% en glissement annuel.*»

Source : Amundi Global Research, Bloomberg. Données au 2 novembre 2020.

**Analyse**

**Un rebond record au 3<sup>e</sup> trimestre** : le PIB a enregistré une progression record de 18,2% en GT au troisième trimestre, grâce à un soutien politique solide, au déblocage de la demande latente et au rebond de la demande extérieure, les principaux partenaires économiques ayant repris leurs activités après le confinement et ayant également affiché un rebond marqué. Les dépenses des ménages ont été particulièrement importantes, ce qui a favorisé la reprise, terminant le troisième trimestre à un niveau inférieur de seulement 2,2% par rapport au quatrième trimestre 2019, comme en témoigne

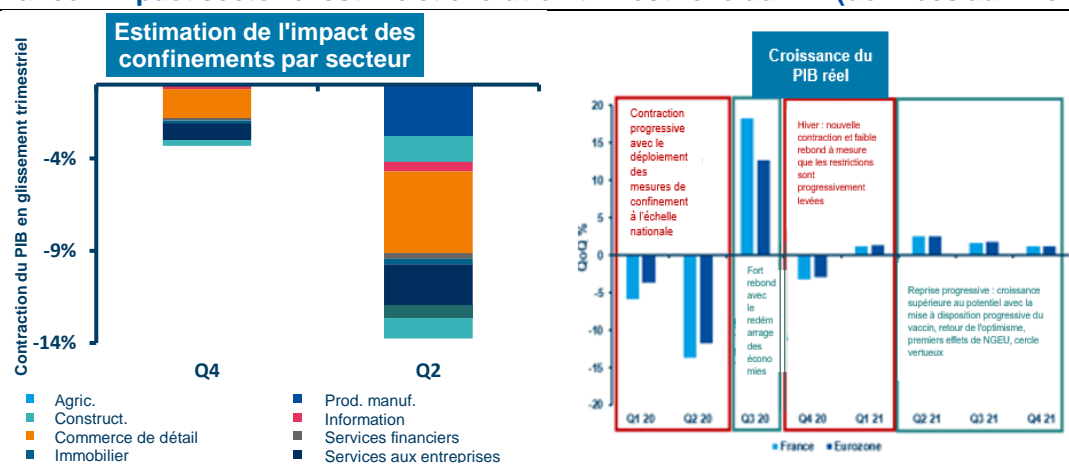
également la forte reprise des ventes au détail. En effet, l'économie française a bénéficié d'une reprise « coordonnée » au niveau européen, car même les économies les plus touchées ont fortement rebondi : dans l'ensemble de la zone euro, l'activité du troisième trimestre n'est que 5% inférieure aux niveaux d'avant la crise de la Covid.

**Toutefois, l'heure du reconfinement est venue :** avec l'arrivée d'une deuxième vague de contamination, la France, comme d'autres pays européens, a dû mettre en place un nouveau confinement et stopper ainsi toute activité dans les secteurs des loisirs, de l'hôtellerie et du commerce de détail non essentiel. Dans notre scénario actuel, nous tablons sur des répercussions économiques moins importantes qu'au printemps, bien qu'il soit difficile d'estimer l'impact final de cette crise. Très probablement, les perspectives devront être réévaluées dans quelques semaines. De plus en plus de pays européens mettent en place une forme de confinement et l'impact sur la demande extérieure pourrait freiner davantage la croissance, en plus de la diminution de la demande intérieure française, ajoutant ainsi des risques baissiers à notre scénario de base.

**Actuellement, nous anticipons une contraction de l'économie française de l'ordre de 3,3% au 4<sup>e</sup> trimestre** (environ un quart de la contraction observée lors du confinement du printemps), en combinant plusieurs sources d'information et une analyse au niveau sectoriel :

- **Octobre :** nos indicateurs haute fréquence montrent que la courbe de la reprise française s'aplatissait déjà vers mi-septembre et cette tendance au ralentissement s'est poursuivie en octobre, ce qui est compatible avec une production mensuelle moyenne inférieure d'environ 4 à 5% à celle d'avant la crise.
- **Novembre :** nous supposons que le confinement est imposé avec la plus grande rigueur ; pour ce mois, nous partons de l'hypothèse que chaque secteur sera affecté de la même manière que lors du confinement du printemps et nous rebasons cet impact au niveau mensuel. En procédant à cet exercice, nous prenons également en considération certains facteurs atténuants : a) l'économie tournait déjà en dessous de son potentiel en octobre, de sorte que le choc à venir pourrait être moindre qu'au deuxième trimestre ; b) les usines, les chantiers de construction et le secteur public resteront en activité, de sorte qu'à moins de nouvelles restrictions, ceux-ci pourraient être moins durement touchés ; c) les ménages et les entreprises se sont vraisemblablement adaptés à cette « nouvelle normalité » et ce changement de comportement pourrait contribuer à limiter les effets négatifs de cette crise (par exemple, les achats en ligne pour les ménages, et de nouvelles formes de services pour les entreprises, comme la restauration à emporter ou en livraison à domicile) ; d) sur le plan politique, un quatrième budget supplémentaire devrait être présenté prochainement, avec de nouvelles mesures visant à soutenir les travailleurs et les entreprises mis à mal par le reconfinement, ce qui pourrait également contribuer à limiter les dommages sur l'économie.
- **Décembre :** après un confinement strict, nous anticipons quatre semaines d'un confinement moins rigoureux en décembre, avec une performance économique mensuelle conforme voire légèrement supérieure à celle d'octobre. En effet, sur ce point, nous envisageons des risques baissiers, car la possibilité d'un processus intermittent de fermeture et de réouverture est élevée et pourrait bien s'étendre sur l'ensemble de la saison hivernale.

#### France : impact sectoriel estimé et évolution trimestrielle du PIB (données au 2 nov.)

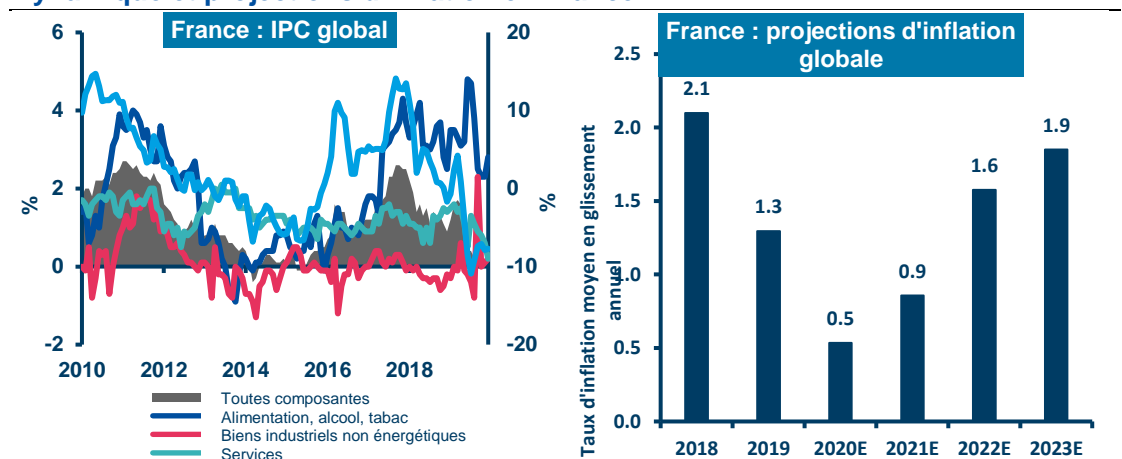


**L'année 2021 devrait démarrer doucement, puis la croissance devrait se redresser :** nous supposons que les restrictions seront progressivement levées au cours du premier trimestre, décalant le net rebond au printemps. Ce n'est qu'au deuxième trimestre 2021, lorsque les restrictions seront totalement levées, que nous assisterons au rebond le plus marqué. À mesure que le virus sera contenu et qu'un vaccin sera mis à disposition à grande échelle à partir du milieu de l'année, les performances économiques devraient s'améliorer et continuer à dépasser leur taux de croissance potentiel, portées par la reprise coordonnée dans le reste de la zone euro, et soutenues par les politiques monétaires et le plan de « relance » favorable aux investissements. La reprise devrait ramener le PIB à son niveau d'avant la crise entre le premier et le deuxième trimestre 2022.

### Inflation

En octobre, l'inflation en France a atteint 0% en glissement annuel (GA), après avoir reculé pour le troisième mois consécutif. Bien qu'une partie de cette faiblesse soit actuellement due à des facteurs temporaires, tels que le fléchissement des prix de l'énergie et leur effet de base négatif, qui devrait s'estomper d'ici mi-2021, nous sommes préoccupés par les signes de morosité de la demande, en particulier dans les services, qui ont tendance à s'affaiblir progressivement depuis quelques mois. Dans l'ensemble, nous prévoyons une inflation globale de 0,5% en GA pour 2020 et de 0,9% en GA pour 2021, suivie d'une trajectoire haussière progressive au cours des années suivantes. Cependant, la demande intérieure plus faible que prévu et l'impact de nouveaux confinements, l'affermissement de l'euro ou encore les prix de l'énergie plus faibles que prévu pourraient faire peser des risques baissiers sur nos projections.

### Dynamique et projections d'inflation en France



Source : Amundi Global Research, Bloomberg. Données au 2 novembre 2020.

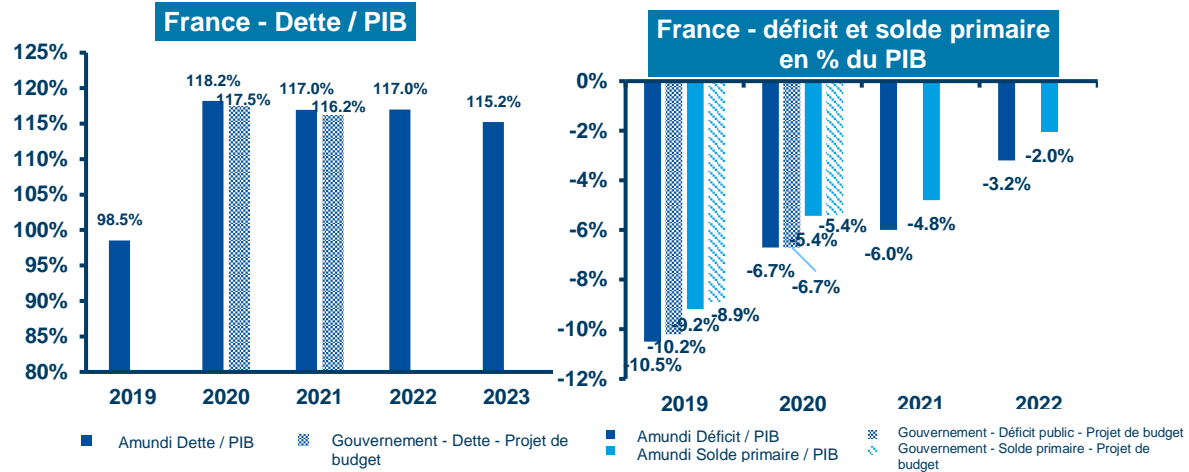
### Politique

Le contexte d'inflation faible et d'anticipations de maintien de cette faiblesse de l'inflation, associé à la fragilité de la reprise, qui s'est confirmée après un nouveau repli au quatrième trimestre, devrait inciter la BCE à réajuster ses instruments politiques en décembre en vue de produire un nouvel assouplissement. Selon nous, la BCE devrait exploiter la flexibilité du PEPP avant sa prochaine réunion de décembre, pour laquelle nous prévoyons une augmentation de 500 milliards d'euros du PEPP (ou une combinaison APP / PEPP), ainsi qu'une prolongation des conditions actuelles de TLTRO jusqu'à fin 2021. Nous pensons également qu'un nouvel assouplissement des conditions des TLTRO est possible. Sur le plan budgétaire, nous anticipons également des risques haussiers autour de la politique budgétaire de 2021, au moins au niveau national, car un quatrième budget supplémentaire devrait être présenté prochainement, ainsi que de nouvelles mesures visant à soutenir les travailleurs et les entreprises touchés par le reconfinement, afin de contribuer à limiter les dommages sur l'économie.

## Finances publiques

Dans le scénario actuel, nos projections concernant les finances publiques, basées sur les modèles de croissance et d'inflation attendus, sont donc sujettes à des risques haussiers, tant en termes de déficit que de dette/PIB, pour 2020 et 2021, sous réserve d'une éventuelle réévaluation de la trajectoire des recettes et des dépenses à partir du quatrième trimestre 2020. Actuellement, nous tablons sur un accroissement du ratio dette/PIB à 118% en 2020, ne diminuant ensuite que progressivement sur l'horizon de prévision, car le déficit et le solde primaire ne seront réduits que lentement au fil du temps, afin d'éviter un resserrement budgétaire intempestif.

## Finances publiques



Source : Amundi Global Research, Bloomberg. Données au 2 novembre 2020.

**NB : le 4 novembre, le gouvernement français a ajouté 20 milliards d'euros de dépenses publiques supplémentaires pour faire face à la crise de la Covid-19, en modifiant le projet de budget tout en révisant à nouveau son solde budgétaire 2020 et ses projections de dette publique, à -11,3% du PIB et 119,8% du PIB, respectivement.**

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIU) est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à des informations provenant de sources multiples, nous visons à devenir le partenaire de choix pour la fourniture régulière, claire, opportune, engageante et pertinente d'informations susceptibles d'aider nos clients à prendre des décisions d'investissement éclairées.



Retrouvez Amundi Investment Insights sur

[www.amundi.com](http://www.amundi.com)

### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et est à compter du 10 novembre 2020. La diversification ne garantit pas un profit ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions du marché et d'autres conditions, et rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement, une recommandation de sécurité ou comme une indication de négociation pour tout produit Amundi. Ce document ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour acheter ou vendre des titres, des parts de fonds ou des services. L'investissement comporte des risques, notamment des risques de marché, politiques, de liquidité et de change. Les performances passées ne constituent ni une garantie ni une indication des résultats futurs.

Date de première utilisation : 10 novembre 2020.

---

#### Editeurs en chef

**Pascal BLANQUÉ**

*Chief Investment Officer*

**Vincent MORTIER**

*Deputy Chief Investment Office*

---