

# ECO PERSPECTIVES

Eco  
PERSPECTIVES

1<sup>er</sup> trimestre 2023

## EDITORIAL

2

### Trois « certitudes » et beaucoup d'incertitudes

D'un point de vue économique, 2022 restera dans l'histoire comme l'année du retour en force de l'inflation, qui a obligé les principales banques centrales à entamer un cycle de resserrement agressif. Il est fort probable que dans douze mois, nous regarderons 2023 comme une année de récession et de désinflation, une année où les taux d'intérêt officiels auront atteint leur taux final.



ÉTATS-UNIS

4

La récession attendra



CHINE

6

Yuan sous pression



JAPON

7

A la recherche de la croissance



ZONE EURO

8

Y aura-t-il une coupure de la croissance cet hiver ?



ALLEMAGNE

10

Quelle sera l'intensité de la récession ?



FRANCE

12

Année zéro



ITALIE

14

Un scénario plus incertain



ESPAGNE

15

De nouveaux risques à gérer



BELGIQUE

17

Ciel couvert



AUTRICHE

18

Bientôt à l'arrêt ?



GRÈCE

19

Une dynamique toujours positive



ROYAUME-UNI

20

RéCESSION



DANEMARK

21

La fin d'une belle épopée ?



PRÉVISIONS

22

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## TROIS « CERTITUDES » ET BEAUCOUP D'INCERTITUDES

D'un point de vue économique, 2022 restera dans l'histoire comme l'année du retour en force de l'inflation, qui a obligé les principales banques centrales à entamer un cycle de resserrement agressif. Il est fort probable que dans douze mois, nous regarderons 2023 comme une année de récession et de désinflation, une année où les taux d'intérêt officiels auront atteint leur taux final. Comme toujours, la liste des « inconnues connues » est longue. Les prix de l'énergie pourraient encore augmenter après leur récent fléchissement, la désinflation pourrait être plus lente que prévu, les taux directeurs pourraient culminer à un niveau plus élevé que les prix actuels des marchés, la récession pourrait être plus longue et plus profonde. Cependant, nous devons également tenir compte des facteurs de résilience : la rétention de main-d'œuvre des entreprises qui devrait limiter la hausse du chômage, le soutien budgétaire dans de nombreux pays européens, la nécessité d'investir dans le contexte de la transition énergétique.

Les économistes emploient rarement le terme « certitude » lorsqu'ils commentent leurs prévisions. Après tout, l'activité économique est si dynamique et sujette aux imprévus que les projections sont souvent, voire systématiquement, entourées d'un fort degré d'incertitude.

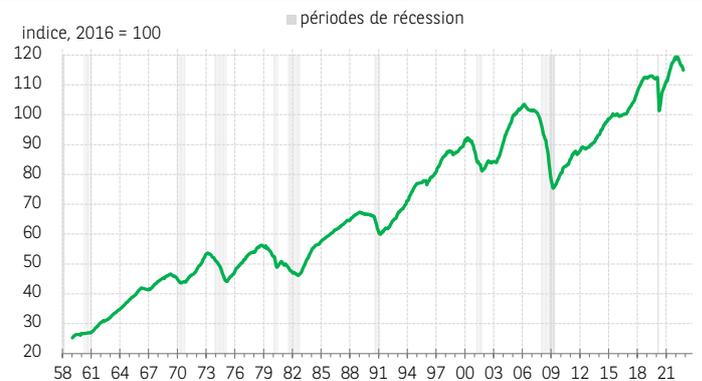
Si l'on regarde 2023, la liste des « inconnues connues » est longue. Néanmoins, concernant les États-Unis et la zone euro, il existe aussi des « certitudes », c'est-à-dire des développements très susceptibles de se produire. La première de ces certitudes est la désinflation, qui désigne une baisse soutenue de l'inflation globale. L'effet de base favorable constitue un élément-clé. Après l'évolution récente et attendue des prix de l'énergie, leur contribution à l'inflation devrait diminuer significativement. Dans ses dernières projections, la BCE prévoit que la contribution de l'énergie à l'inflation annuelle passera de 3,8 points de pourcentage en 2022 à 1,6 points en 2023. En outre, l'allègement des pressions exercées sur les chaînes d'approvisionnement – raccourcissement des délais de livraison, baisse de l'inflation des prix des intrants – et la réduction de la demande, qui pèsera sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises, devraient également contribuer à faire baisser l'inflation.

La deuxième « certitude » est que le pic des taux directeurs des banques centrales va être atteint. En 2022, le rythme et l'ampleur des resserrements monétaires ont été plus rapides que lors des cycles précédents. Cela implique aussi que le taux terminal sera atteint plus rapidement. Cette démarche a été motivée par l'explosion de l'inflation – l'écart entre l'inflation observée et la cible – et par la nécessité de maîtriser rapidement les anticipations d'inflation, qui avaient évolué à la hausse.

Enfin, une récession dans la zone euro semble inévitable. Nous tablons sur trois trimestres de croissance trimestrielle négative à partir du quatrième trimestre 2022. Les données d'enquête atteignent déjà un niveau correspondant à une croissance trimestrielle du PIB négative (graphique 1). Aux États-Unis, nous nous attendons à une récession d'une même durée mais à partir du deuxième trimestre 2023 seulement. On le voit dans la baisse des indicateurs avancés américains (graphique 2). Les dernières projections de la BCE entendent aussi une récession – de courte durée et peu profonde – mais aux États-Unis, le président de la Réserve fédérale a préféré ne pas se prononcer sur la question lors de sa récente conférence de presse.

Ces « certitudes » s'accompagnent d'une multitude d'incertitudes, en premier lieu desquelles l'évolution de la guerre en Ukraine et ses possibles répercussions sur l'économie mondiale. Une autre interrogation concerne l'inflation car les risques continuent d'être orientés à la hausse, ce qui signifie que le rythme de la désinflation serait plus lent que prévu. Même si les prix de l'énergie devaient rester stables, les hausses passées pourraient encore alimenter l'inflation.

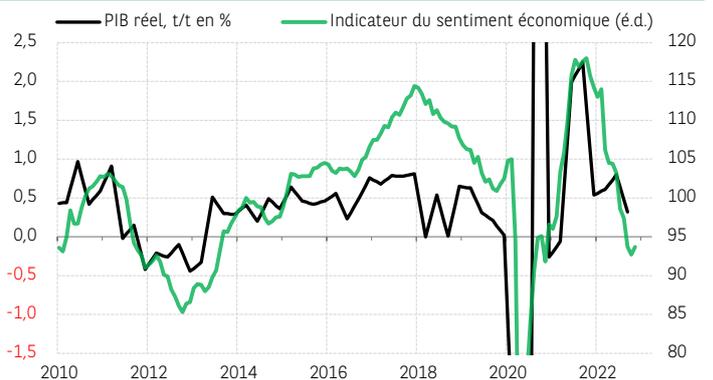
### ÉTATS-UNIS : INDICE DES INDICATEURS AVANCÉS DU CONFERENCE BOARD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CONFERENCE BOARD, NBER, BNP PARIBAS

### ZONE EURO : CROISSANCE DU PIB RÉEL ET SENTIMENT ÉCONOMIQUE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Ainsi, à mesure que les anciens contrats de fourniture d'énergie à prix fixe arriveront à leur terme, les hausses des coûts que devront supporter les entreprises, au moment de leur renouvellement, pourraient déboucher sur une augmentation des prix de vente.

Cela dépendra toutefois de l'élasticité de la demande des clients par rapport aux prix, du moins dans le cas où des solutions alternatives existeraient.

Si la désinflation décevait les attentes, les investisseurs pourraient s'attendre à un taux directeur final plus élevé de la part des banques centrales. Cela pourrait peser sur les marchés financiers -hausse des rendements obligataires, baisse des cours des actions- mais aussi sur la confiance des ménages et des entreprises, et donc sur la demande. Une désinflation trop lente et des taux plus élevés prolongeraient la période de croissance modérée, voire négative, de sorte que la durée et la profondeur de la récession seraient une autre source d'incertitude. Dans la zone euro, l'évolution des prix du gaz sera un autre facteur important car la reconstitution des stocks pour l'hiver prochain pourrait conduire à une flambée des prix.

Pour appréhender les conséquences de ces incertitudes, il est aussi important de garder à l'esprit les facteurs de résilience de l'économie. Aux États-Unis et dans la zone euro, les entreprises ont toujours du mal à recruter. Il est fort probable que, plutôt que de licencier du personnel lorsque la demande faiblira, elles opteront pour une rétention de main d'œuvre afin de disposer du personnel nécessaire lorsque la demande reprendra. L'« excès d'épargne » accumulé pendant la pandémie constitue un autre facteur de soutien, bien qu'il ait été partiellement érodé par l'inflation élevée. En Europe, le soutien budgétaire, décidé dans de nombreux pays pour amortir le choc inflationniste, et la mise en œuvre des plans d'investissement, lancés en réponse à la pandémie, apportent aussi des éléments de résilience. Enfin et surtout, la transition énergétique nécessitera beaucoup d'investissements. Ils constitueront un soutien à la demande globale dans l'économie.

**William De Vijlder**

[william.devijlder@bnpparibas.com](mailto:william.devijlder@bnpparibas.com)



## ÉTATS-UNIS

4

## LA RÉCESSION ATTENDRA

La croissance américaine a nettement rebondi au T3 mais devrait ralentir au T4 selon nos prévisions. Le marché du travail reste tendu, néanmoins les premiers signes de ralentissement émergent. L'inflation semble avoir atteint son pic mais la désinflation de sa composante sous-jacente reste à confirmer. Cela devrait pousser la Réserve fédérale (Fed) à poursuivre le resserrement de sa politique monétaire, au risque de précipiter l'économie en récession en 2023. Du côté du budget, le compromis sera la clé des prochaines échéances budgétaires compte tenu de la division du Congrès depuis élections de mi-mandat (*midterms*).

La croissance du PIB américain a très nettement rebondi au T3 (+2,9% de croissance trimestrielle en rythme annualisé, après révision), après deux trimestres de croissance négative (-1,6% au T1 et -0,6% au T2). Ce rebond a été porté par la contribution très positive du commerce extérieur. Celui-ci s'appuie sur la très forte augmentation des exportations de biens et services (+15,3%) combinée à une baisse importante des importations (-7,3%). Malgré le choc d'inflation, la consommation des ménages résiste (+1,7%) et contribue favorablement à la croissance, tout comme l'investissement productif, qui rebondit au T3 (+5,1%) après un passage à vide au T2. En revanche, l'investissement résidentiel continue de chuter pour le sixième trimestre consécutif (-26,8%). Malgré des signes de résilience, l'économie américaine devrait ralentir avant d'entrer en récession en 2023. Cette récession, entraînée par l'ampleur du choc d'inflation et du resserrement monétaire engagé pour faire face à ce choc, devrait être plutôt modérée. La persistance de l'inflation devrait convaincre la Réserve fédérale de maintenir ses taux directeurs en territoire restrictif au moins jusqu'en 2024.

## RALENTISSEMENT À VENIR DE LA CONSOMMATION

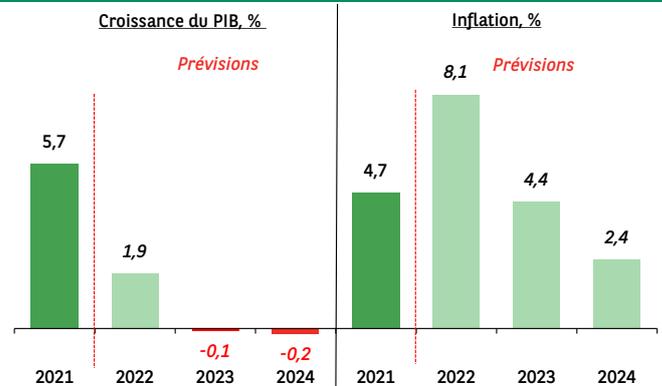
Pour le moment, la consommation des ménages reste importante au regard du choc d'inflation et de l'augmentation des coûts d'emprunt. Les ventes au détail ont fortement rebondi en octobre (+1,3% m/m). Cette dynamique s'observe dans les ventes de véhicules (+1,3%), du fait de la levée de certaines perturbations le long des chaînes d'approvisionnement, d'essence (+4,1%) et les ventes au détail hors véhicules et essence (+0,9%). Toutefois, le choc d'inflation pourrait finir par avoir raison de la consommation des ménages. Selon les indices de *Conference Board* et de l'Université de Michigan, elle est nettement repartie à la baisse en octobre et novembre, principalement en raison de la dégradation de leur situation financière. Par ailleurs, l'écart entre la confiance des ménages dans la situation actuelle et dans les six prochains mois (*Conference Board*) et dans 12 mois (Université de Michigan) se réduit, ce qui témoigne d'une moindre confiance dans l'avenir. Une telle détérioration a, par le passé, été annonciatrice de récession.

## LA FIN DE LA « GRANDE DÉMISSION » ?

La bonne tenue du marché de l'emploi continue de soutenir le pouvoir d'achat. Même si le taux de chômage reste stable en novembre (3,7%) après avoir augmenté en octobre (+0,2 point), les créations d'emplois salariés non agricoles restent importantes (+263k m/m). Néanmoins elles ralentissent par rapport aux chiffres d'octobre (284k après révision). Les pénuries de main d'œuvre, c'est-à-dire l'excès de demande de travail par rapport à l'offre disponible, demeurent particulièrement importantes.

L'une des méthodes pour mesurer ces pénuries consiste à rapporter le nombre de personnes à la recherche d'un emploi (U) au nombre de postes vacants (V). Et, en octobre, il existait près de deux postes

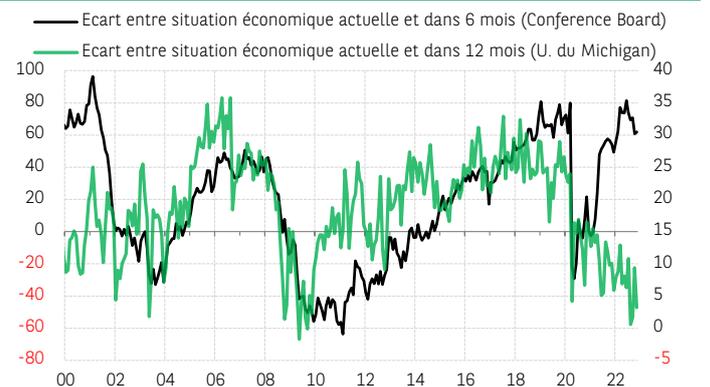
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## CONFIANCE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CONFERENCE BOARD, UNIVERSITÉ DU MICHIGAN, BNP PARIBAS

vacants pour une personne à la recherche d'un emploi, un ratio encore très élevé qui illustre l'ampleur des pénuries de main d'œuvre.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce degré de tension sur le marché du travail américain. Une partie des pénuries de main d'œuvre s'explique par un appariement moins efficace, principalement dû à un manque de qualification et de formation de la main d'œuvre, mais également par une baisse du taux d'activité sur le marché du travail, notamment à cause de nombreux départs à la retraite. Une autre ex-



plication est obtenue en décomposant les postes vacants en deux catégories : ceux pour les personnes sans emploi (*unemployed workers*) et ceux pour les personnes déjà en emploi (*poach workers*). Un article récent de la Réserve fédérale de Dallas<sup>1</sup> montre que le nombre de postes vacants pour les personnes déjà en emploi est largement supérieur aux postes pour les personnes sans emploi, ce qui explique notamment l'importance des démissions pour un autre poste (« Grande démission »). Selon cette analyse, la baisse du nombre de postes vacants, à la suite du ralentissement à venir de l'activité économique, pourrait se traduire par une hausse limitée du taux de chômage, puisque cette baisse toucherait plus fortement les postes vacants destinés aux personnes déjà en emploi.

Ces tensions sur le marché du travail contribuent au dynamisme des salaires, et soutient, dans une certaine mesure, le pouvoir d'achat face à l'augmentation du coût de la vie. La croissance annuelle du salaire horaire moyen (AHE) a atteint 4,9% (a/a) en octobre mais est restée largement négative en termes réels (-2,8% a/a). Si les salaires restent dynamiques, les premiers signes de ralentissement apparaissent toutefois. Selon le *Wage Growth Tracker* de la Réserve fédérale d'Atlanta, la progression médiane des salaires a atteint un pic entre juillet et août (+6,7% a/a) avant de ralentir pour atteindre +6,4% (a/a) en octobre et en novembre<sup>2</sup>. Ce ralentissement de l'inflation salariale a été particulièrement prononcé pour les personnes qui ont changé d'emploi (*job switchers*) entre juillet (+8,5%) et octobre (7,6%), avant de rebondir en novembre (+8,1%). La dynamique reste également à confirmer pour les personnes toujours en poste (*job stayers*, +5,5% en novembre, contre +6,1% en juin). Si cette tendance au ralentissement des salaires se confirme, ce qui est très probable, les employés pourraient être moins enclins à changer de poste pour des raisons salariales, ce qui pourraient réduire les tensions sur le marché du travail.

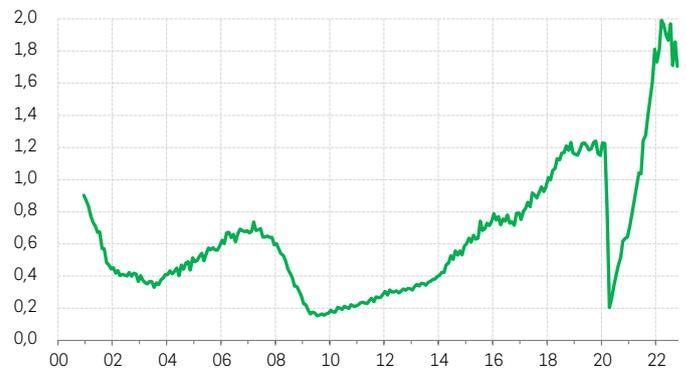
L'atténuation des tensions sur le marché du travail devrait par ailleurs favoriser la désinflation en cours. Depuis l'atteinte de son pic en juin (9% a/a), l'indice des prix à la consommation (CPI) a continué de ralentir pour atteindre 7,8% (a/a) en octobre. Cette tendance reste à confirmer pour la composante sous-jacente (6,3% a/a), notamment au regard de l'augmentation continue de l'inflation des services hors énergie depuis juillet 2021 qui atteint 6,8% (a/a) en octobre.

Face à une inflation persistante et un marché du travail toujours sous tension, la Réserve fédérale (Fed) devrait poursuivre la remontée de ses taux directeurs et la réduction de son bilan. Toutefois, l'ampleur des hausses des taux directeurs pourrait diminuer dès la réunion de décembre, selon le président de la Fed Jerome Powell. D'un côté, le Comité fédéral d'open market (FOMC) ne veut pas d'un resserrement trop important (« *overtightening* ») de nature à précipiter l'économie en récession. Mais d'un autre côté, il ne souhaite pas non plus ralentir prématurément le resserrement de sa politique monétaire, au risque de voir l'inflation lui échapper de nouveau. En effet, la désinflation reste, pour le moment, plutôt limitée aux prix des biens et de l'immobilier, alors que l'inflation continue de se diffuser dans les services, portée par un marché du travail encore très tendu.

## LE CONGRÈS DIVISÉ

À l'issue des élections de mi-mandat (*midterms*), les résultats sont contrastés pour les deux principaux partis politiques puisque les républicains obtiennent la majorité à la Chambre des représentants et les démocrates conservent le contrôle du Sénat.

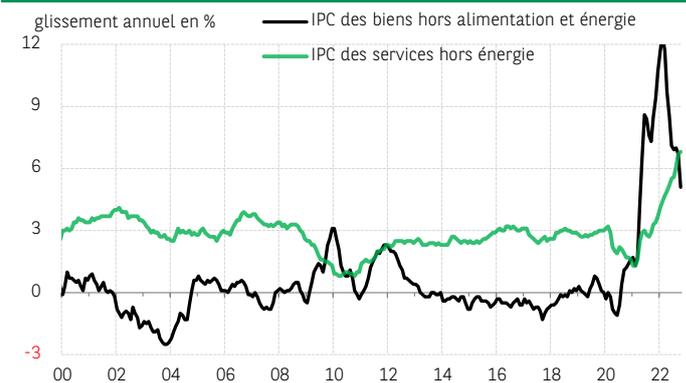
### EMPLOIS VACANTS PAR PERSONNE À LA RECHERCHE D'UN EMPLOI



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

### INFLATION DES BIENS ET SERVICES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

Cette division du Congrès force l'exécutif à rechercher un compromis budgétaire. À court terme, l'exécutif devra faire face à l'échéance du budget provisoire (*continuing resolution*) le 16 décembre prochain.

Ainsi, l'absence d'un budget annuel pour l'exercice 2023 entraînerait l'interruption des activités administratives jugées non essentielles (*shutdown*). À moyen terme, le plafond de la dette au cours de l'année 2023, malgré le dynamisme des recettes budgétaires, devra être relevé. Si un accord, éventuellement de dernière minute, entre les démocrates et les républicains est le scénario le plus probable, les discussions devraient être tendues.

Félix Berte

[felix.berte@bnpparibas.com](mailto:felix.berte@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Anton Cheremukhin, *Does Employers' Worker Poaching Explain the Beveridge Curve's Odd Behavior?*, Dallas Fed Economics, novembre 2022.

<sup>2</sup> Félix Berte, *La fin du pouvoir de négociation*, Graphique de la semaine, BNP Paribas, novembre 2022

## CHINE

6

## YUAN SOUS PRESSION

La dépréciation du yuan depuis le début de l'année et les sorties d'investissements de portefeuille ont largement résulté des évolutions divergentes des taux d'intérêt chinois et américains. Elles sont aussi le reflet d'une perte de confiance des investisseurs et de la dégradation des perspectives de croissance économique en Chine. La position financière extérieure de la Chine est en revanche toujours très solide.

Le yuan a perdu 11% de sa valeur contre le dollar depuis le début de l'année, soit une dépréciation d'une ampleur quasiment similaire à celle de 2015-2016. Cet affaiblissement est d'abord lié au renforcement général du dollar, qui accompagne le resserrement monétaire américain depuis le mois de mars. La dépréciation du yuan en termes effectifs nominaux a, de fait, été beaucoup plus modérée : l'indice CFETS (calculé par la *China Foreign Exchange Trade System* sur la base d'un panier de 24 monnaies) n'a baissé que de 5% sur les onze premiers mois de 2022. Toutefois, l'affaiblissement du yuan a également résulté de facteurs internes et de l'évolution de la balance des paiements chinoise.

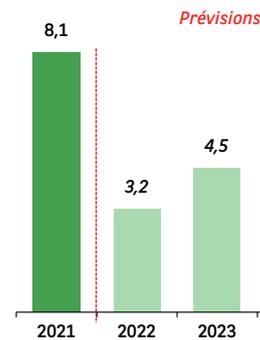
Alors que les taux d'intérêt américains ont augmenté rapidement en 2022, les autorités chinoises ont au contraire assoupli (modérément) leur politique monétaire afin de stimuler une demande intérieure en berne, en l'absence de pressions inflationnistes fortes. Le différentiel entre les taux d'intérêt américains et chinois s'est alors inversé puis accru, ce qui a considérablement modifié les conditions de financement internationales et les déterminants des flux de capitaux. Dans ce contexte, la Chine a enregistré d'importantes sorties de capitaux, notamment du fait d'opérations d'arbitrage de taux. Dans la balance des paiements, les sorties nettes d'investissements de portefeuille (IP) ont atteint le niveau record de USD 159 mds au S1 (-1,8% du PIB). Elles ont résulté d'une hausse des sorties nettes de la part des résidents (dont les flux d'IP sont structurellement négatifs) et de ventes de titres chinois (principalement obligataires) par les non-résidents (dont les flux d'IP ont représenté -0,9% du PIB au S1 2022, devenant négatifs pour la première fois depuis le S2 2015). On estime que les sorties nettes totales d'IP se sont poursuivies (en s'atténuant) sur le reste de l'année.

Les entreprises les plus dépendantes aux crédits extérieurs (notamment les promoteurs immobiliers) ont rencontré des difficultés dans ces conditions, mais les conséquences sur la capacité globale de la Chine à couvrir ses besoins de financement extérieur sont faibles. D'abord parce que les autres composantes de la balance des paiements sont mieux orientées. Du côté du compte financier, les flux nets d'investissements directs (ID) ont diminué mais sont restés positifs sur les trois premiers trimestres de 2022 ; et les sorties nettes liées aux flux de dette et aux autres investissements se sont réduites (en partie grâce à la baisse de l'encours des crédits chinois à l'étranger). Le risque d'une fuite massive de capitaux est, de fait, contenu par l'existence de contrôles, renforcés depuis 2015, visant à limiter les sorties de capitaux des résidents notamment. Du côté du compte courant, l'excédent a continué d'augmenter, atteignant le niveau record de USD 310 mds sur les trois premiers trimestres (+2,4% du PIB).

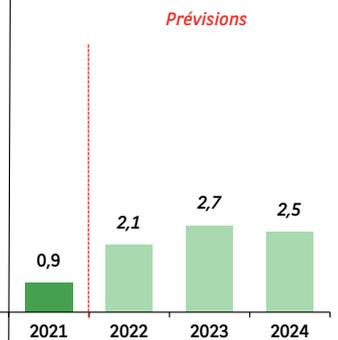
Ensuite, la Chine reste peu dépendante aux financements extérieurs en dépit de son ouverture graduelle aux investisseurs étrangers. Sa balance de base (solde courant+ID) est positive, sa dette extérieure est faible (15% du PIB) et la participation des investisseurs étrangers sur ses marchés financiers reste modeste (ils représentaient 3% du stock total d'obligations locales à fin 2021, mais 11% du stock d'obligations du gouvernement, et moins de 5% de la capitalisation boursière). Enfin, la Chine est dotée d'une position de liquidité extérieure très solide. Ses réserves de change (USD 3052 mds à fin octobre) suffisent largement à couvrir la dette extérieure et à se protéger des épisodes de sorties de capitaux. Les réserves n'ont que légèrement diminué ces derniers mois, d'autant plus que la banque centrale est peu intervenue sur le marché des changes

## CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



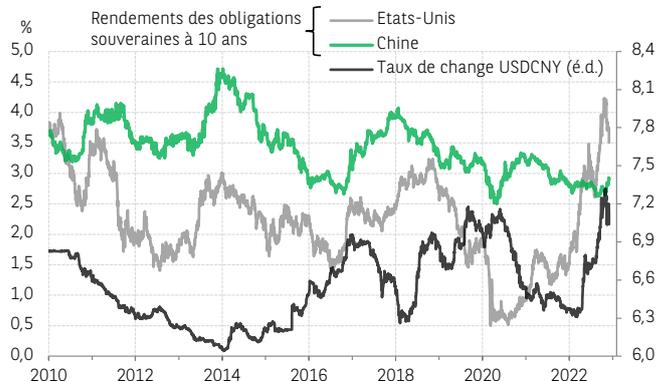
Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## CHINE : DIVERGENCE DE TAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

pour contenir la dépréciation du yuan. Elle a préféré user de mesures prudentielles (telles que la baisse du coefficient de réserves obligatoires sur les dépôts en devises). En outre, les autorités pourraient se satisfaire d'un yuan plus faible pour aider le secteur exportateur. À court terme, cependant, l'affaiblissement de la demande mondiale continuera de freiner les exportations. L'excédent courant devrait se réduire, générant de nouvelles pressions sur le yuan. L'évolution des flux de capitaux, et donc du taux de change, est plus incertaine. L'écart de taux entre États-Unis et Chine devrait diminuer quand la Réserve fédérale interrompra son cycle de resserrement monétaire (ce qui est attendu au T1 2023) et en supposant que les perspectives de croissance en Chine s'améliorent. Toutefois, les investisseurs devraient rester prudents, leur confiance ayant été affaiblie ces deux dernières années par la politique zero Covid de la Chine, la crise du secteur immobilier, la montée du risque réglementaire et les tensions géopolitiques.

Christine Peltier

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## À LA RECHERCHE DE LA CROISSANCE

**Avec le Royaume-Uni, le Japon est le pays du G7 où la reprise de l'activité est la moins marquée depuis deux ans. Le PIB réel a même rechuté de 0,3% t/t au T3 2022, freiné par une baisse des investissements résidentiels et des exportations nettes. La consommation privée, si elle a progressé au troisième trimestre (+0,2% t/t), reste bien inférieure à son niveau de 2019. La fin des restrictions liées à la Covid-19 – effective depuis octobre – apportera un supplément de croissance au dernier trimestre de l'année mais la hausse du PIB pour 2022 sera globalement peu vigoureuse (+0,9%). Nous prévoyons que l'activité ralentisse encore en 2023 (+0,3%), et un retour aux niveaux d'avant pandémie au plus tôt en 2024.**

Le scénario économique actuel, déjà peu flatteur, reste vulnérable à différents facteurs exogènes, en premier lieu l'évolution de la situation sanitaire en Chine. Bien que les autorités chinoises aient commencé à desserrer certaines restrictions, celles-ci restent contraignantes. Les contaminations à la Covid-19 sont reparties en flèche dans certaines régions. Cela perturbe une nouvelle fois le fonctionnement des chaînes de production industrielle du pays, dont dépendent fortement les entreprises japonaises, notamment celles du secteur de l'automobile. La guerre en Ukraine et ses conséquences, encore incertaines, sur le marché énergétique mondial pourrait à nouveau contraindre l'activité, le Japon important une grande partie de ses ressources énergétiques.

Le marché du travail a toutefois poursuivi son rétablissement. Le niveau de la population active ainsi que l'emploi sont revenus à un niveau très proche de 2019. Cependant, l'inflation a accéléré cet automne (3,5% a/a en octobre pour la mesure nationale et 3,6% a/a pour la mesure avancée de Tokyo en novembre) et réduit davantage le pouvoir d'achat des ménages, qui a baissé de 2,2% t/t au T3 2022 (enquête *Family income & expenditure*). Cela contraint mécaniquement certains ménages à réduire la consommation de biens non essentiels. Selon l'enquête menée par le *Cabinet Office*, les intentions d'achats de biens durables des ménages japonais étaient les plus faibles jamais enregistrées en novembre, le sondage ayant tout de même débuté en 1982.

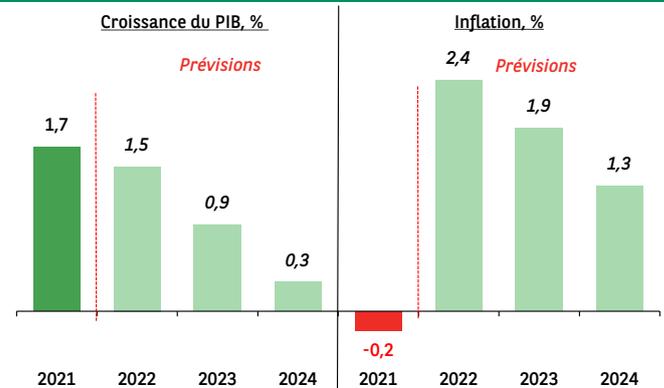
La croissance des salaires au Japon se maintient à un niveau historiquement faible, mais la hausse de l'inflation et l'aggravation des problèmes de recrutement, toujours très importants, forment une combinaison sans précédent qui pourrait alimenter une hausse plus importante des rémunérations. Les négociations salariales du printemps prochain constitueront, à ce titre, un événement majeur : Rengo, la première Confédération syndicale du pays, demande une augmentation des salaires d'environ 5%, ce qui serait la plus forte hausse depuis 28 ans.

Pour amortir le choc énergétique, un second budget rectificatif pour l'année fiscale 2022 (qui court du 1<sup>er</sup> avril au 31 mars) a été introduit début novembre et consacre Y 29,1 trillions supplémentaires de dépenses publiques. Cette hausse renforce très significativement le premier budget rectificatif présenté en mai dernier, qui s'élevait à Y 2,7 trillions. Elle sera majoritairement financée (à hauteur de 80%) par de la dette, laquelle sera en grande partie absorbée par la Banque du Japon (BoJ). Depuis le début du programme de Facilité monétaire quantitative et qualitative (QQE) en avril 2013, qui coïncide avec le lancement du programme Abenomics, la BoJ a ainsi acheté plus de Y 400 trillion (USD 2 940 mds) de titres souverains japonais. Sa part de détention dans le total de la dette publique a quadruplé, passant de 10% au début de l'année 2013 à 43% en septembre 2022.

### LA CHUTE DU YEN GONFLE LES PROFITS

Selon les chiffres du ministère des Finances japonais, les profits des entreprises japonaises ont nettement chuté au T3 (-5,3% t/t). Néanmoins, cette baisse doit être analysée avec du recul. Les profits avaient at-

#### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

teint un record au trimestre précédent et restaient encore cet automne à un niveau historiquement élevé, à Y23,3 trillions, soit 17% du PIB. Par ailleurs, la baisse au T3 a été concentrée sur le secteur des services (-13,1% t/t), qui pâtit plus fortement du faible rebond de la consommation domestique que les entreprises industrielles exportatrices. Ces dernières sont en effet parvenues à dégager des profits records au T3, en hausse de 6,9% t/t, grâce à la baisse du yen, qui permet de gonfler les profits rapatriés depuis les filiales basées à l'étranger. Ces filiales représentent, en effet, une part de plus en plus importante des entreprises industrielles japonaises.

L'effet du taux de change devrait néanmoins fortement se dissiper en 2023. Le ralentissement actuel de l'inflation aux États-Unis et les anticipations, selon lesquelles la Réserve fédérale américaine remontera moins significativement ses taux directeurs que prévu, ont déjà permis au yen de regagner du terrain face au dollar. Même si les taux d'intérêt des obligations japonaises restent ancrés à la limite fixée par la BoJ (0,25% sur les obligations à 10 ans), la pression sur la banque centrale japonaise pour la pousser à modifier sa politique de contrôle des taux d'intérêt – en place depuis septembre 2016 – est quelque peu retombée. Néanmoins, l'arrivée attendue, en avril 2023, d'un nouveau gouverneur à la tête de la BoJ, en lieu et place de Haruhiko Kuroda, constituera un moment charnière. La politique monétaire devrait rester très accommodante. En effet, il est peu probable que ce remplacement donne lieu à un véritable changement de direction.

Guillaume Derrien

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)



## ZONE EURO

8

## Y AURA-T-IL UNE COUPURE DE LA CROISSANCE CET HIVER ?

En 2023, l'inflation dans la zone euro devrait très certainement refluer, le PIB se contracter et les taux directeurs de la BCE atteindre leur pic. L'incertitude réside dans l'ampleur de la désinflation et de la récession. Le moment où les taux atteindront leur pic et le niveau de ce pic sont également incertains. Selon nos prévisions, la baisse de l'inflation serait rapide en apparence (l'inflation totale passant d'environ 10% a/a au T4 2022 à 3% au T4 2023) mais elle masquerait une baisse plus lente de l'inflation sous-jacente (qui resterait supérieure à 2% à l'horizon d'1 an, contre 5% aujourd'hui). Face à cette inflation persistante, la BCE porterait son taux de dépôt à 3% d'ici la fin du T1 2023 (+100 ppb) et le maintiendrait à ce niveau restrictif tout au long de l'année prochaine, malgré la récession. Celle-ci, que l'on anticipe d'ampleur et de durée limitées - grâce notamment au soutien budgétaire et à la résistance du marché du travail -, autorise et justifie l'approche restrictive de la BCE.

## LA RÉCESSION SEMBLE INÉVITABLE...

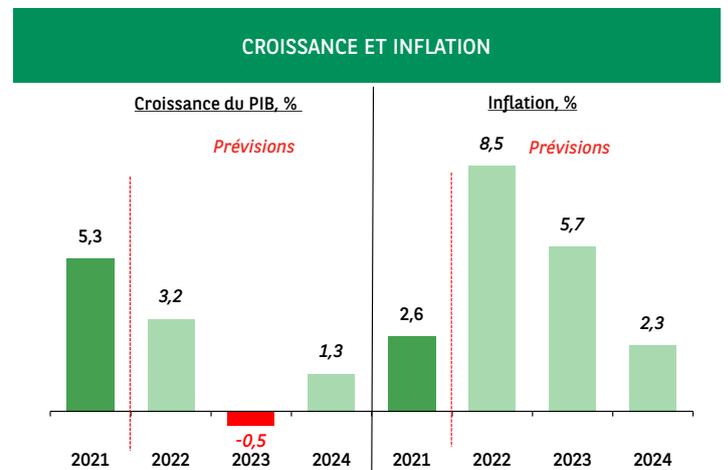
Si la croissance de la zone euro a, de nouveau, favorablement surpris au T3 (+0,3% t/t, relevant l'acquis de croissance à 3,4%), évitant ainsi la contraction attendue de son PIB, la répétition d'une telle performance pour le trimestre en cours, et les deux suivants, paraît difficile. La récession n'est pas certaine mais elle nous semble inévitable. En effet, la confiance des ménages, si elle donne des légers signes de redressement sur les deux derniers mois (octobre et novembre), demeure très déprimée. La détérioration des enquêtes sur le climat des affaires reste relativement contenue mais elles se situent tout de même en zone de contraction de l'activité (graphique 2). Et nous nous attendons à une poursuite de leur baisse, les pleins effets du choc inflationniste, de la crise énergétique et du resserrement monétaire ne s'étant pas encore fait sentir.

## ... MAIS ELLE POURRAIT RESTER D'AMPLEUR ET DE DURÉE LIMITÉES

Le risque d'une récession sévère et prolongée ne peut être écarté compte tenu du cumul et de l'ampleur des chocs susmentionnés. Pour l'heure cependant, le scénario le plus probable est, d'après nous, celui d'une récession qui resterait d'ampleur et de durée limitées. Nous anticipons ainsi une contraction du PIB de 0,4% t/t au T4 2022, puis de -0,5% au T1 2023 et de -0,2% au T2 2023 avant une reprise modérée au second semestre. En moyenne annuelle en 2022, le PIB progresserait de 3,2% avant de reculer de -0,5% en 2023 puis de rebondir de 1,3% en 2024.

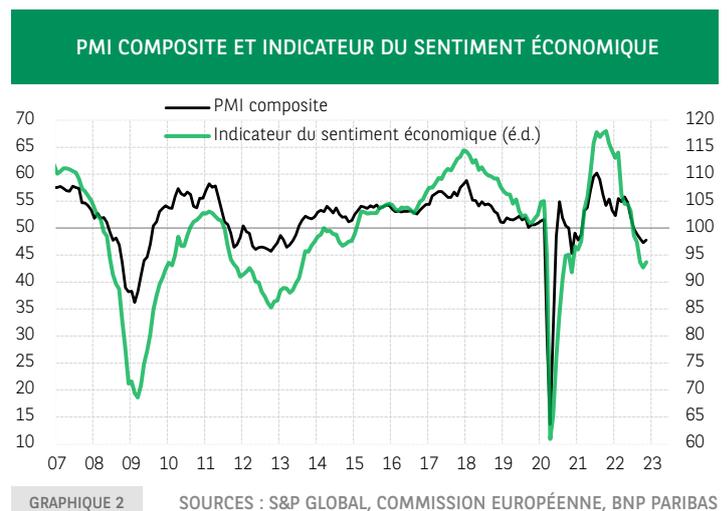
Le premier des éléments amortisseurs de la récession attendue sont les importantes mesures de soutien budgétaire engagées aux niveaux nationaux et européen (graphique 3). A court terme, l'activité devrait également continuer d'être, un peu, soutenue par l'effet de « rattrapage post-Covid » dans les secteurs pouvant encore en bénéficier. L'atténuation des difficultés d'approvisionnement, permettant d'honorer les « arriérés » de commandes, est un autre facteur de maintien de l'activité. Plus globalement, le surcroît d'épargne accumulé par les ménages pendant les confinements et la relativement bonne situation financière des entreprises au début de l'année 2022, constituent des éléments amortisseurs non négligeables. Les ménages et les entreprises ont pu disposer d'une certaine capacité d'absorption des chocs actuels et devraient continuer d'en bénéficier, même si cette capacité a commencé à être entamée par les chocs.

L'importance et l'urgence des besoins d'investissement, dans le numérique et la transition énergétique notamment, représentent un autre facteur de croissance important, même s'il pourrait être tempéré par des contraintes de main d'œuvre et des conditions de financement



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : S&amp;P GLOBAL, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

moins favorables. Cette vague d'investissements verts pourrait aider à un atterrissage en douceur de l'économie à l'instar des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) qui avaient contribué au *soft landing* américain dans la deuxième moitié des années 90.



La bonne tenue du marché du travail jusqu'ici est encourageante. Nous voyons aussi la persistance des difficultés de recrutement (pour partie le reflet du dynamisme de l'emploi) comme un élément de résistance propre à ce cycle. Ce facteur est important face au ralentissement de l'activité car il est propice à un comportement de rétention de main d'œuvre de la part des entreprises (*graphique 3*). Nous comptons sur ce comportement pour limiter la hausse prévisible du taux de chômage et les effets d'entraînement de la détérioration du marché du travail sur l'activité. Dans notre scénario, la limitation de la baisse de l'activité et de l'emploi s'auto-entretiendrait.

La désinflation attendue en 2023 représente un autre facteur de soutien, en relâchant la pression baissière sur la confiance des agents, le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. La désinflation marquera également l'arrêt de la hausse des taux courts, ce qui doit aussi jouer favorablement sur les anticipations et les comportements.

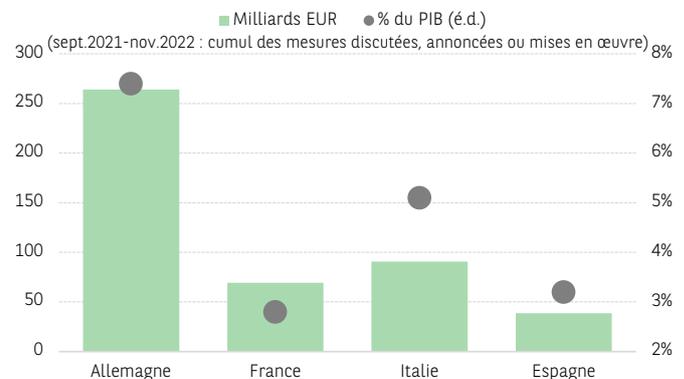
## DES FACTEURS DE SOUTIEN MAIS DES RISQUES BAISSIERS AUSSI

Notre prévision pour 2022 est similaire à celle de la moyenne du Consensus de décembre mais nettement plus négative pour 2023 (à hauteur de 0,4 point, sachant que la fourchette du Consensus est large, entre la prévision la plus haute, à +1,3%, et la plus basse, à -1,4%). Bien que notre scénario soit déjà relativement négatif, les risques baissiers nous semblent tout de même prédominer. La réaction des entreprises (marges sous pression), du marché du travail, des marchés immobiliers et de la sphère financière aux chocs en cours pourrait être plus négative qu'anticipé, avec un effet de contagion supplémentaire possible venant des États-Unis (la récession attendue outre-Atlantique intervenant plus tard que dans la zone euro, entre le T2 et le T4 2023). L'ampleur de la désinflation reste incertaine. L'épidémie de Covid-19 demeure un facteur de risque important.

Un choc financier, venant s'ajouter aux autres, ne peut être écarté. Les bilans bancaires sont certes plus solides, les ménages et les entreprises de la zone euro ne sont pas plus endettés qu'en 2007<sup>1</sup>, avant la crise des subprime, mais les administrations publiques le sont beaucoup plus. En outre, il existe des vulnérabilités importantes du côté des acteurs financiers non régulés, des segments de marché les plus risqués et de ceux où la liquidité pourrait soudainement faire défaut.

En Europe, l'approvisionnement en énergie, et en gaz en particulier, reste une importante épée de Damoclès. Ce risque, qui est propre à la zone, s'ajoute à un effet « prix de l'énergie » déjà sensiblement plus important qu'aux États-Unis par exemple et aussi important qu'au moment des chocs pétroliers des années 1970<sup>2</sup>. La détérioration des termes de l'échange et la perte de revenu réel associée serait même supérieure selon des estimations de l'ESM (*European Stability Mechanism*). Au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, cette perte a été évaluée à 1,7% du PIB, un chiffre déjà supérieur à celui calculé pour 1974 (-1,3%), et qui n'a pu que grossir depuis étant donné la hausse des prix de l'énergie.

### RÉPONSE BUDGÉTAIRE AU CHOC INFLATIONNISTE ET À LA CRISE ÉNERGÉTIQUE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : GOUVERNEMENTS, DONNÉES BRUEGEL (DERNIÈRE MISE À JOUR : 29/11/2022), BNP PARIBAS

Enfin, les banques centrales doivent gérer un défi de taille : celui de bien calibrer le resserrement monétaire (ni trop, – pour ne pas trop nuire à la croissance – ni trop peu, – pour juguler l'inflation au plus vite). Si dans notre scénario, nous supposons qu'elles relèvent ce défi, le risque d'erreur est non négligeable. Dans son *World Economic Outlook* d'octobre 2022, le FMI estime à 25% la probabilité que la croissance mondiale en 2023 soit inférieure à 2% (ce qui n'est arrivé que cinq fois depuis 1970 : en 1973, 1981, 1982, 2009 et 2020). Le niveau élevé de cette probabilité illustre l'ampleur des risques baissiers<sup>3</sup>.

## RÉSOLUTION DE LA BCE

En procédant à une hausse de 50 pb lors de sa réunion du 15 décembre (après deux relèvements de +75 pb en septembre et en octobre), la BCE a marqué une première inflexion dans son cycle de resserrement monétaire engagé en juillet. Cette inflexion est fondée sur de premiers signaux encourageants sur le front de la désinflation mais aussi sur des signaux plus défavorables sur le front de la croissance. S'il approche de son terme, le cycle ne serait toutefois pas encore terminé : nous nous attendons à ce que la BCE procède à deux autres hausses de ses taux directeurs en février et mars 2023 (de 50 pb chacune), portant le taux de dépôt à 3% et le taux de refinancement à 3,50%. La BCE les maintiendrait à ce niveau restrictif tout au long de 2023, malgré la récession, faute d'une baisse suffisamment importante de l'inflation sous-jacente, vers l'objectif de 2%, à l'horizon de la fin de l'année prochaine. Pour renforcer son action, la BCE engagera en 2023 un autre tournant monétaire important, celui du resserrement quantitatif (QT) pour commencer à dégonfler son bilan. Cette normalisation, contrairement à celle à marche forcée de ses taux, devrait être faite à pas comptés. La BCE devra aussi manœuvrer entre flexibilité et prévisibilité.

Hélène Baudchon

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Selon les données compilées par la Banque de France (% du PIB).

<sup>2</sup> Selon des données compilées par BlackRock Investment Institute, à partir de la base de données sur l'énergie de BP, et qui rapportent le poids de la consommation de pétrole, de gaz et de charbon au PIB (en USD). En 2022, ce poids serait de 11,7% pour l'UE et de 5,3% pour les États-Unis contre, respectivement, près de 12% et de 10% en 1980.

<sup>3</sup> Ce scénario baissier du FMI adviendrait sous l'effet conjoint plausible d'une baisse inattendue de l'offre mondiale de pétrole, d'un affaiblissement supplémentaire du marché immobilier chinois, de tensions persistantes sur le marché du travail et de conditions financières plus dures (voir encadré 1.3, pp 33-36, WEO octobre 2022).



## ALLEMAGNE

10

## QUELLE SERA L'INTENSITÉ DE LA RÉCESSION ?

La croissance pour le moins inattendue du PIB allemand, +0,4% t/t au T3, ne doit pas être l'arbre qui cache la forêt. Si la puissance des derniers effets de rattrapage a surpris le consensus, qui ne s'attendait pas à un tel dynamisme de l'activité au T3, nul doute que les moteurs de la croissance allemande sont en train de caler un à un. La conjoncture est en effet extrêmement défavorable : inflation record, crise énergétique, chute de la demande mondiale, etc. Après un baroud d'honneur au T3, il semble donc peu probable que l'Allemagne puisse continuer d'afficher une croissance positive sur les trois derniers mois de l'année. Si l'entrée en récession est quasiment entérinée, la question de son intensité est beaucoup plus ouverte.

Au 3<sup>e</sup> trimestre, le PIB allemand a pleinement profité de la fin des effets de rattrapage pour afficher une croissance inespérée de +0,4% (t/t) après +0,1% au 2<sup>e</sup> trimestre. Cette hausse de l'activité a été permise par le redressement des postes de la demande qui opéraient encore nettement en dessous de leur niveau d'avant-Covid. C'est le cas de la consommation privée, soutenue en particulier par les dépenses dans l'hébergement-restauration, qui a progressé de +1% au 3<sup>e</sup> trimestre (t/t). Mais cela concerne aussi les investissements en machines et équipements, qui partaient d'un niveau très dégradé et qui ont progressé de 2,7% (t/t) sans toutefois retrouver leur niveau de la fin 2019 (-2,5%).

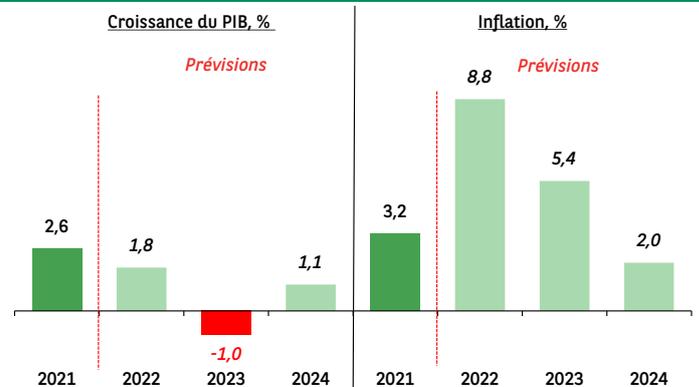
## UN CLIMAT CONJONCTUREL TRÈS DÉGRADÉ QUI PÈSE SUR LES MOTEURS DE LA CROISSANCE

Ces effets de rebond, presque mécaniques, ne doivent pas faire oublier le contexte extrêmement défavorable dans lequel se trouve l'Allemagne. Les entreprises et les ménages témoignent de leur forte inquiétude dans les enquêtes de conjoncture. D'après l'enquête menée par l'institut IFO, le sentiment sur la situation actuelle des chefs d'entreprises a atteint un plus bas niveau en novembre depuis le début de l'année. Dans chaque secteur de l'économie, le climat se situe bien en deçà de sa moyenne de long terme : services (-23 points), commerce de détail (-20 points), commerce de gros (-20 points), industrie (-16 points), construction (-6 points). Et la confiance des consommateurs est ressortie très dégradée pour le mois de décembre (-44 points sous sa moyenne de long terme).

Si le message radical envoyé par les enquêtes ne se retrouve pas pleinement dans les données dures, la baisse de nombreux indicateurs est déjà visible depuis le début de l'année. La production industrielle est en recul de 2,3% et ne donne aucun signe d'amélioration, car la demande adressée à l'industrie dévisse avec des nouvelles commandes qui ont diminué de 12% depuis le début de l'année. Le corollaire de cet affaiblissement de la production industrielle est la perte de dynamisme des exportations allemandes. Hormis une exception au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, les échanges extérieurs contribuent négativement à la croissance depuis la mi-2021. La détérioration de la balance commerciale est massive puisque début 2022, l'Allemagne dégagait encore plus de EUR 10 mds d'excédent par mois alors qu'en septembre ce surplus ne représentait plus que EUR 4 mds.

Du côté des moteurs de la demande intérieure, la consommation des ménages est freinée par une inflation à deux chiffres qui érode le pouvoir d'achat. Cela est notamment visible dans la consommation de biens avec des ventes au détail en baisse de 5% depuis le début de l'année. Pour ce qui est de l'investissement, les entreprises se montrent frileuses dans la réalisation de leurs projets d'investissement tant l'incertitude sur l'activité à venir est grande. Cette prudence conduit l'investissement à évoluer toujours sous son niveau d'avant-Covid.

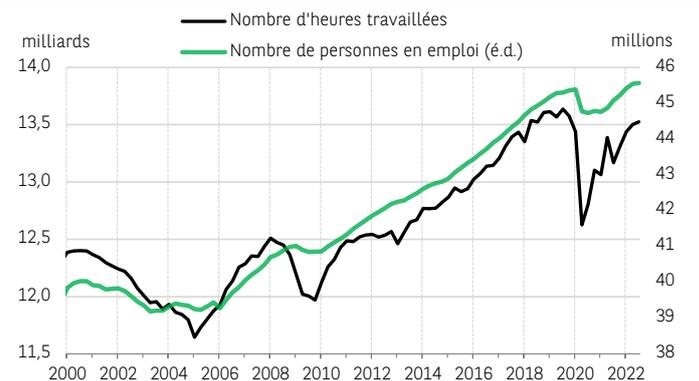
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## EMPLOI ET HEURES TRAVAILLÉES EN ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DESTATIS, BNP PARIBAS

## LE PIVOT DE L'INFLATION

L'inflation outre-Rhin reste à des niveaux historiquement hauts (+10% sur un an au mois de novembre). Il faut remonter au lendemain de la 2<sup>nd</sup> Guerre mondiale pour retrouver de tels chiffres, où l'inflation avait atteint +11,4% en octobre 1951 à la suite d'une violente déflation sur l'ensemble de l'année 1950. Toutefois, cette inflation n'a pas vocation



à durer dans le temps et les premiers signaux d'inflexion apparaissent. Tout d'abord, l'inflation s'est légèrement repliée entre octobre et novembre (de +10,4% a/a à +10% a/a), signe peut-être d'un pivot sur le 10<sup>e</sup> mois de l'année 2022. Ensuite, les prix à la production dans l'industrie, qui sont en amont des prix à la consommation, ont enregistré une forte baisse, passant de +45,9% de hausse sur un an en septembre à +34,6% en octobre.

Comme cette inflation ne s'accompagne pas d'une revalorisation aussi importante des salaires, le pouvoir d'achat des ménages en pâtit. En effet, le salaire horaire par travailleur (incluant les primes) a nettement ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre à +2,2% sur un an (après +5,4% au 2<sup>e</sup> trimestre). L'OCDE, dans ses dernières perspectives économiques, calcule ainsi que les salaires réels par tête ont diminué de plus de 4% (a/a) au 3<sup>e</sup> trimestre en Allemagne. À titre de comparaison, ils reculent de moins de 1% en France sur la même période.

Par ailleurs, les dernières renégociations salariales obtenues par le puissant syndicat IG Metall ne permettront pas un rattrapage des prix par les salaires. Les accords conclus pour les travailleurs de l'électrometallurgie prévoient une hausse des salaires de 5,2% en juin 2023, suivie d'une augmentation de 3,3% au 1<sup>er</sup> mai 2024. Ces revalorisations seront accompagnées d'une prime de EUR 3000 qui sera divisée en deux tranches, l'une en mars 2023 et la seconde en 2024. D'après nos estimations, ces accords devraient conduire à une augmentation globale des revenus de l'ordre de 5,6% en 2023, puis de 4,6% en 2023 pour près de 4 millions de salariés. Mais ce calcul ne tient pas compte des entreprises qui vont s'extraire des accords collectifs du fait de leur situation financière trop dégradée. Or, il est possible qu'une part plus importante qu'à l'accoutumée d'entreprises se retire des accords de branche puisque la flambée des coûts de production met à rude épreuve leurs marges et leur rentabilité.

## UN MARCHÉ DU TRAVAIL EN TROMPE-L'ŒIL

Comme dans les autres pays européens, le marché du travail allemand a bien résisté jusqu'ici aux multiples chocs qui frappent l'économie. Le taux de chômage au sens du BIT se situe à son niveau d'avant-Covid, autour de 3%, et le nombre de personnes en emploi en septembre dépasse de 0,4% son niveau de fin 2019. Cependant, cette bonne dynamique s'est arrêtée en mai dernier puisque depuis lors les créations nettes d'emplois atteignent 0%. De plus, une spécificité du marché allemand réside dans le fait que le nombre d'heures travaillées reste en deçà de son niveau pré-Covid (-0,4%, cf. graphique 2). Autrement dit, le nombre de personnes en emploi a augmenté mais une part des contrats proposés s'est précarisée avec une hausse des contrats à temps partiel contraint.

La crise a également accéléré les divergences sectorielles. Si certains secteurs ont massivement embauché de la main d'œuvre depuis la fin 2019, comme l'information-communication (+8,4%) ou le secteur public (+4,6%), d'autres en revanche ont détruit de l'emploi comme le secteur manufacturier (-3,1%) ou le commerce et l'hébergement/restauration (-1,7%).

En parallèle, les difficultés de recrutement se sont considérablement accentuées. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, les entreprises industrielles sont 41% (contre 16% au T4 2019) à mentionner le manque de main d'œuvre comme facteur limitant leur production dans l'enquête de la Commission européenne. Ce taux atteint 38% dans le secteur de la construction et 41% dans le secteur des services (contre respectivement 13% et 27% au T4 2019). Et ce, dans un contexte où le taux d'emplois vacants est à un niveau record (4,8% au T3 2022 contre 3,4% au T4 2019).

Cela témoigne d'une dégradation de la qualité d'appariement sur le marché du travail.

## UN SOUTIEN GOUVERNEMENTAL HISTORIQUE

Malgré une réponse publique plus tardive que dans les autres pays européens, le gouvernement allemand a décidé d'intervenir massivement pour soutenir son économie. Cela devrait permettre au pays de ne connaître qu'une contraction modérée et limitée dans le temps de l'activité.

Le 4 septembre dernier, Olaf Scholz annonçait un nouveau paquet de mesures<sup>1</sup> pour un montant de EUR 65 mds, suivi le 29 septembre d'un « bouclier de défense » de EUR 200 mds<sup>2</sup>. Cette enveloppe financera, d'une part, le maintien d'un taux de TVA réduit sur l'énergie à 7% jusqu'au printemps 2024 et le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité pour les ménages et les entreprises. Le gouvernement subventionnera 70 % de la consommation normale de gaz et d'électricité des entreprises (basée sur la consommation de l'an passé) et subventionnera 80% de celle des ménages. Concernant la tarification, le plafonnement des prix du gaz pour les entreprises sera fixé à 7 centimes par kilowattheure (kWh) contre 12 centimes par kWh pour les ménages (sauf pour le chauffage : 9,5 centimes par kWh). Concernant l'électricité, le mécanisme prévoit un plafonnement à 40 centimes par kWh pour les ménages et à 13 centimes par kWh pour les entreprises de grande taille. Toutes ces mesures doivent entrer en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2023 hormis le plafonnement des prix du gaz pour les ménages, qui devait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> mars 2023, mais qui pourrait finalement être avancé au 1<sup>er</sup> janvier d'après les dernières informations du gouvernement.

Pour rappel, la facture moyenne de gaz annuelle pour un foyer allemand a augmenté d'environ 250% en octobre sur un an, d'après les données du comparateur des prix énergétiques Check24. À titre d'exemple et sur la base des prix du mois d'octobre, où le prix du kWh est ressorti à EUR 0,186, la mise en place du plafonnement des prix permettra d'économiser un peu plus de EUR 1 000 pour un ménage moyen ayant une consommation de 20 000 kWh par an. Le ministère de l'Économie estime, à ce stade, que le dispositif devrait coûter EUR 54 mds à l'État fédéral d'ici fin avril 2024, dont EUR 21 mds seront à destination des entreprises.

Ce soutien public massif va permettre de soulager significativement les coûts de production des entreprises. La grande crainte du gouvernement allemand n'est autre que la perspective de voir son tissu industriel se déliter ou être délocalisé aux États-Unis. De plus, les transferts aux particuliers vont aider à soutenir le pouvoir d'achat des ménages en 2023 afin de préserver au mieux la consommation.

L'Allemagne ne devrait donc pas pouvoir échapper à une récession économique, mais elle devrait être relativement courte et peu profonde. C'est le scénario le plus plausible.

**Anthony Morlet-Lavidalie**

[anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com](mailto:anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> EcoWeek du 19 septembre pour le détail des mesures  
<sup>2</sup> EcoWeek du 17 octobre



## FRANCE

12

## ANNÉE ZÉRO

Le chiffre zéro devrait marquer la croissance française en 2023. L'acquis de croissance serait nul, une performance négative au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (imputable en partie à une nouvelle baisse de la consommation des ménages) annulant vraisemblablement la performance positive observée au 3<sup>e</sup> trimestre. La dynamique de croissance trimestrielle attendue en 2023 ne devrait pas apporter davantage. Une contraction du PIB est anticipée au 1<sup>er</sup> trimestre, principalement en raison d'une nouvelle hausse de l'inflation et d'un déstockage attendu de la part des entreprises. Le rebond, qui devrait intervenir à partir du 2<sup>e</sup> trimestre, ne ferait que compenser la baisse enregistrée au 1<sup>er</sup> trimestre. Une croissance annuelle moyenne à zéro donc, avec une période de récession atypique au tournant de l'année. Les entreprises françaises continueront de subir des contraintes d'offre prédominantes, ce qui devraient les inciter à continuer à investir.

UNE ACTIVITÉ ÉLEVÉE AU 3<sup>e</sup> TRIMESTRE 2022

Au 3<sup>e</sup> trimestre, la croissance française a bénéficié, à la fois, d'effets de rattrapage post-Covid et de l'anticipation de la production en prévision d'un hiver difficile, qui lui ont permis de continuer à s'élever au-delà de ce que les conditions laissaient prévoir (0,2% t/t au 3<sup>e</sup> trimestre, après déjà +0,5% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre).

Les effets de rattrapage soutiennent la production de services depuis le 2<sup>e</sup> trimestre, en particulier ceux associés aux dépenses de tourisme et de loisirs des ménages. Ces dépenses ont été faites au détriment d'autres dépenses en raison de contraintes de pouvoir d'achat. Ces effets de rattrapage ont également entraîné, grâce à la réduction des difficultés d'approvisionnement, une hausse de la production automobile ainsi que des machines et équipements, permettant un rebond de l'investissement des entreprises (+3,1% t/t).

Le phénomène d'anticipation de la production (dans l'industrie et le bâtiment) et des approvisionnements (en énergie) a, quant à lui, entraîné un accroissement des stocks (contribution de 0,3pp, supérieure à la croissance du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre).

## UN PREMIER BILAN DE LA CROISSANCE EN 2022

Selon nos prévisions, sur l'ensemble de l'année 2022, les stocks auront constitué la principale dynamique de la croissance, avec, en second lieu, l'investissement des entreprises (cf. graphique 2<sup>1</sup>). Le restockage estimé en 2022 compense intégralement la contribution négative des variations de stocks en 2020 et en 2021.

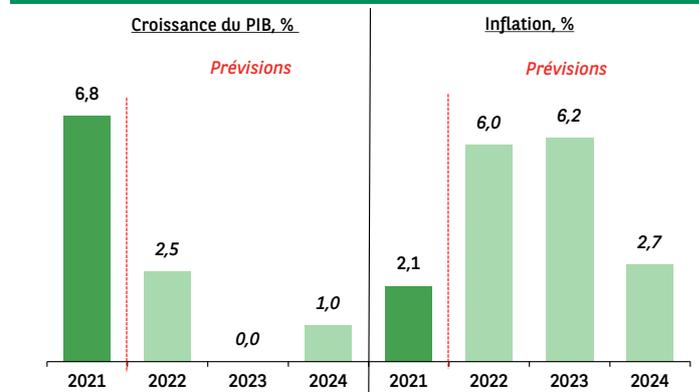
Les autres postes, singulièrement la consommation des ménages et la consommation publique, ont surtout apporté à la croissance du PIB leur acquis de croissance. En d'autres termes, si la consommation des ménages a été supérieure en 2022 à celle de 2021, c'est essentiellement en raison des restrictions sanitaires qui ont pénalisé cette dernière au printemps 2021, tandis que sa dynamique propre a été négative en 2022. Cela s'explique essentiellement par le choc sur le pouvoir d'achat subi au 1<sup>er</sup> semestre 2022 et qui n'aura pas été contrebalancé par le rebond de celui-ci au 3<sup>e</sup> trimestre (la consommation des ménages a été stable au 3<sup>e</sup> trimestre). Un autre élément expliquant la mauvaise tenue de la consommation tient dans le fait qu'une partie est restée contrainte par des problématiques d'offre, notamment la consommation automobile.

## RÉCESSION TECHNIQUE

Nous anticipons une récession, c'est-à-dire deux trimestres consécutifs de croissance négative, au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Cette anticipation est tout d'abord fondée sur la diffusion progressive d'un nouveau choc inflationniste (cf. graphique 3).

<sup>1</sup> L'acquis de croissance est calculé en considérant que les chiffres observés sur chaque poste de demande et sur les stocks au 4<sup>e</sup> trimestre 2021 se seraient maintenus tout au long de l'année 2022.

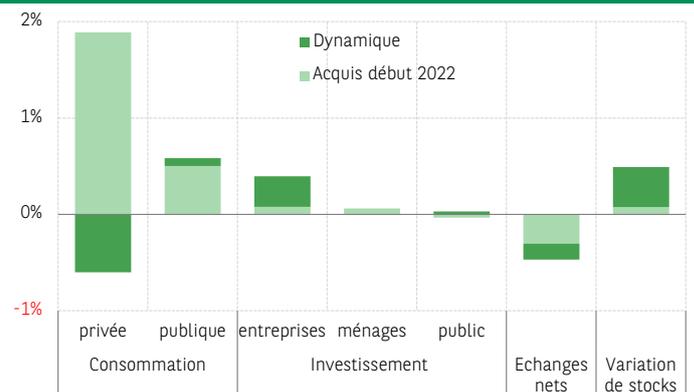
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE EN 2022 : DÉCOMPOSITION ENTRE L'ACQUIS ET LA DYNAMIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Ce dernier a deux causes : la sécheresse de l'été 2022, et ses conséquences sur l'inflation alimentaire, et une nouvelle hausse des prix de l'énergie.

La hausse des prix alimentaires est très conséquente (+12,2% en novembre a/a) et se reflète dans l'évolution de la consommation des ménages en biens au mois d'octobre, très négative (-2,8% m/m).



Mesurée par habitant, la consommation alimentaire est ainsi la plus faible depuis 1988. La baisse de la consommation d'énergie contribue également à la nette baisse de la consommation en biens en octobre et semble s'être poursuivie en novembre selon les données de RTE. Ces deux éléments devraient rapprocher l'économie française d'une contraction du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre.

La hausse annoncée des prix réglementés du gaz et du pétrole, de 15% début 2023, et le retrait de la ristourne généralisée sur le carburant devraient engendrer un nouvel accroissement de l'inflation énergétique. En parallèle, la hausse du prix de gros de l'électricité que subissent les entreprises devrait conduire les prix des biens manufacturés et des services à la hausse, en particulier ceux qui sont ajustés de façon calendaire au 1<sup>er</sup> janvier (les transports notamment) ou au terme des négociations annuelles sur les prix dans la grande distribution.

Tous ces éléments devraient se cumuler pour porter l'inflation au-delà de 7% en début d'année 2023 (6,2% a/a en novembre 2022 selon l'estimation préliminaire). En résulteront des replis du pouvoir d'achat (-0,6% t/t au 1<sup>er</sup> trimestre et -0,4% au 2<sup>e</sup> après +1% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 selon notre scénario) et de la consommation des ménages (-0,4% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre, puis -0,2% t/t au 1<sup>er</sup> trimestre 2023), dans un contexte de hausse du taux d'épargne (17,2% en moyenne en 2023, contre 16,7% en 2022).

La production que les entreprises semblent avoir anticipée au 3<sup>e</sup> trimestre pourrait engendrer un ajustement ultérieur à la baisse et donc la poursuite d'une croissance négative au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. En effet, les stocks apparaissent nettement supérieurs à leur niveau moyen dans les dernières enquêtes de conjoncture menées par l'Insee dans l'industrie. L'indicateur de cette enquête qui concerne la production récente s'est détérioré au mois de novembre, quoique dans une ampleur modérée. De fait, le timing précis du contrecoup attendu sur la production dépend largement de la vitesse avec laquelle les stocks se résorberont, ainsi que de la capacité des entreprises à poursuivre leur production dans de bonnes conditions plus longtemps que prévu (dans la mesure où l'automne a été plus doux qu'anticipé et qu'il n'a donc pas engendré de tension sur l'offre d'énergie), des conditions clémentes qui ont bénéficié à plein au secteur de la construction. En parallèle, le secteur de l'automobile a vu ses difficultés d'approvisionnement se réduire nettement. Cela a permis à la production de combler une partie de son retard sur la demande (qui se reflétait dans des carnets de commande et des délais de livraison élevés), notamment en amont du *Black Friday*. Au-delà de ces fluctuations de court terme, les indicateurs de demande (opportunité de faire des achats importants dans l'enquête ménages, carnets de commande dans le climat des affaires dans l'industrie) restent depuis plusieurs mois sur un étiaje plus bas qu'en début d'année 2022.

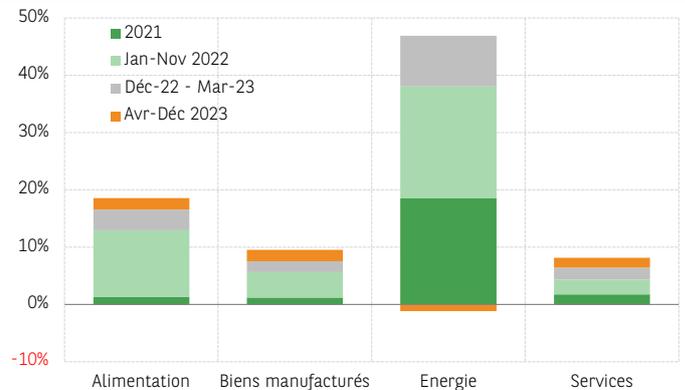
Ces éléments étayent notre hypothèse centrale d'un ajustement à la baisse de la production industrielle au cœur de l'hiver.

## UNE « DRÔLE DE RÉCESSION »

Une récession technique au tournant de 2022-2023 est donc notre scénario central. Au-delà, en 2023 l'économie française devrait être pénalisée par des freins notables à la croissance, notamment la remontée des taux d'intérêt et ses effets retardés sur l'activité, qui nous amène à anticiper une croissance nulle en moyenne sur l'année.

La récession que nous anticipons devrait être différente des précédentes. Elle se caractérisera par la nette prédominance des difficultés d'offre dans l'industrie et le niveau très bas des problématiques de demande (cf. graphique 4) ; une tendance déjà présente dans l'économie française avant le choc de la pandémie de Covid-19 mais que le choc récessif, causé par cette dernière, a renforcé.

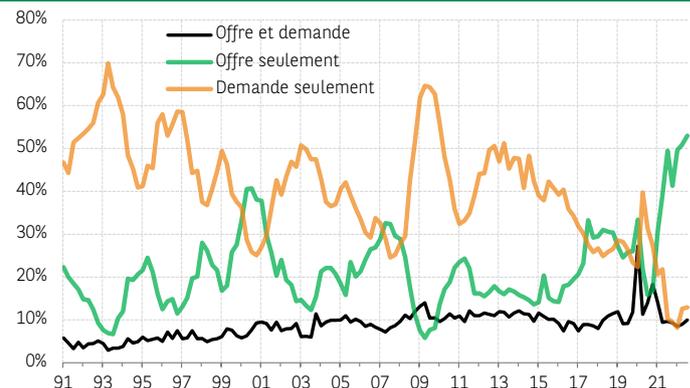
### FRANCE : ÉVOLUTION CUMULÉE DES PRIX DE 2021 À 2023



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, CALCULS ET SCENARIO BNP PARIBAS

### FRANCE : DIFFICULTÉS RENCONTRÉES PAR LES ENTREPRISES DANS L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

La récession qui vient ne devrait pas modifier fondamentalement les caractéristiques de l'économie française : les différents défis, notamment la transition écologique ou le plein emploi, ont en commun de mettre en lumière la nécessité pour l'offre de se transformer. Ainsi, l'année 2023 devrait rester, comme la précédente, celle d'un investissement des entreprises particulièrement élevé (avec un taux d'investissement de 26% selon nos prévisions, proche du niveau record de 26,3% atteint au 3<sup>e</sup> trimestre 2022).

Par ailleurs, nous nous attendons à ce que le marché du travail reste relativement tendu. L'emploi devrait s'éroder sous l'effet du ralentissement conjoncturel (impact prévisible dans la construction et sur le travail intérimaire notamment) et de l'affaiblissement progressif de la dynamique de création d'emplois post-Covid (notamment dans la restauration ou les loisirs). Toutefois, le maintien de difficultés de recrutement élevées milite pour une rétention des emplois, y compris dans l'hypothèse d'une récession. Cet élément devrait se conjuguer avec les négociations salariales en cours pour favoriser une croissance des salaires plus rapide en 2023 (5% contre 3,4% en 2022). Une progression plus dynamique des salaires devrait contribuer à retarder la désinflation,

Stéphane Colliac

[stephane.colliac@bnpparibas.com](mailto:stephane.colliac@bnpparibas.com)

## UN SCÉNARIO PLUS INCERTAIN

Durant l'été, l'économie italienne a continué d'afficher une forte résilience face à l'incertitude croissante. Au troisième trimestre 2022, le PIB réel a progressé de 0,5 % t/t grâce au redressement des services, tandis que l'industrie manufacturière et la construction ont souffert. La demande intérieure a plus que compensé la contribution négative du commerce extérieur. Un vent de croissance continue de souffler sur le marché immobilier italien. Au deuxième trimestre 2022, les ventes de logements ont enregistré une croissance de +8,6 % en glissement annuel, tandis que les prix immobiliers ont augmenté de 5,2 % en glissement annuel au cours du même trimestre. Bien que l'acquis de croissance pour 2022 atteigne 3,9 %, les perspectives pour l'économie italienne ont pris une tournure plus incertaine. L'inflation élevée pèse sur le pouvoir d'achat des ménages tandis que les entreprises font face à l'augmentation des coûts de production.

## UNE ÉVOLUTION TOUJOURS POSITIVE

Au cours de l'été, l'économie italienne a continué d'afficher une forte résilience face à l'incertitude croissante. Au troisième trimestre 2022, le PIB réel a augmenté de 0,5% t/t, avec un taux de croissance en glissement annuel proche de 2,5%. La demande intérieure a contribué à hauteur de 1,6 point de pourcentage à l'augmentation globale du PIB. La consommation a augmenté de 2,5%, les ménages bénéficiant de la poursuite de l'assouplissement des restrictions sociales. Malgré des conditions de financement moins favorables, les investissements ont augmenté de 0,8%. La contribution du commerce extérieur a été négative (-1,3 point de pourcentage), les importations ayant augmenté davantage que les exportations (respectivement +4,2% et +0,1%).

La composition sectorielle de la croissance a fortement changé. La construction, qui était le principal moteur de la progression du PIB ces deux dernières années, a fortement ralenti, pénalisée en partie par la pénurie de travailleurs, avec une baisse de la valeur ajoutée de 2,0%. La hausse des coûts de production et la détérioration de l'environnement économique mondial ont pesé sur l'industrie manufacturière, qui accuse un repli de 0,2%.

Au troisième trimestre, la reprise de l'économie italienne a reflété l'évolution favorable des services. La valeur ajoutée dans ce secteur a augmenté de 0,9%, faisant plus que compenser la baisse des autres secteurs, grâce à la fois au rebond du tourisme et à l'évolution de la consommation des ménages.

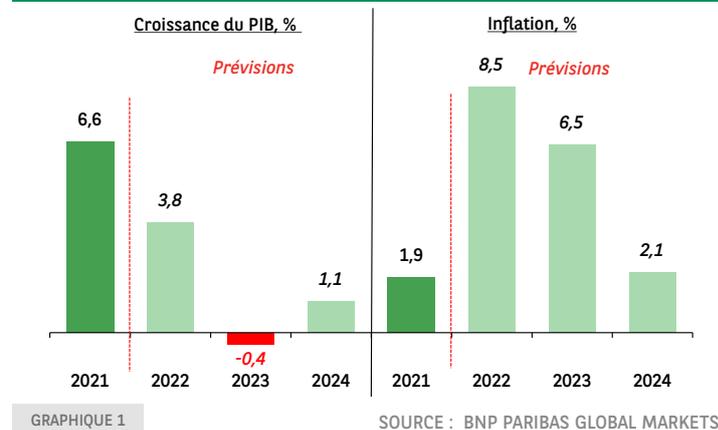
Malgré un acquis de croissance pour 2022 qui s'élève à 3,9%, les perspectives de l'économie italienne sont extrêmement incertaines. La hausse de l'indice des prix à la consommation dépasse 12% a/a, ce qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. Le volume des ventes au détail a reculé, tandis que la valeur des dépenses a continué d'augmenter, avec une propension à épargner légèrement supérieure à 9,0%. Compte tenu de l'incertitude persistante du scénario mondial, le risque d'un report des décisions d'investissement s'est encore accru.

## LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER NE CESSE DE CROÎTRE

Au premier semestre 2022, le marché immobilier italien a continué de progresser à un rythme plus rapide qu'anticipé. Cette tendance positive s'observe tant au niveau de la hausse des prix que des transactions.

Entre avril et juin 2022, les prix de l'immobilier ont progressé de +2,3% t/t et de +5,2% a/a. Il s'agit de leur douzième trimestre consécutif de hausse. Toutefois, malgré la croissance enregistrée ces trois dernières années, en juin 2022, les prix immobiliers en Italie étaient encore 8,3% inférieurs à ceux de 2010 (la première année depuis la collecte de ces données).

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Au deuxième trimestre 2022, les prix de l'immobilier ont connu une hausse généralisée dans le pays, mais aucune des régions italiennes n'a encore retrouvé les niveaux de 2010, à l'exception notable de Milan, où les prix étaient, en juin, 17,4% plus élevés que 12 ans auparavant. Rome, en revanche, reste à la traîne. Dans la capitale, les prix des maisons de ville sont, en juin 2022, en baisse d'environ 23% par rapport à 2010.

La bonne performance du marché immobilier italien se retrouve également dans le dynamisme des transactions. Aux premier et deuxième trimestres 2022, celles-ci ont progressé respectivement de 12% et 8,6% en glissement annuel. L'augmentation a concerné la totalité des zones géographiques.

En Italie, le marché résidentiel reste dominé par les particuliers, qui représentent près de 96 % de la demande. Au premier semestre 2022, 50,2% des ventes réalisées par ces derniers ont été financées par un prêt hypothécaire. Cette part est légèrement supérieure à celle enregistrée aux trimestres précédents.

Paolo Ciocca

[paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Simona Costagli

[simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

## ESPAGNE

15

## DE NOUVEAUX RISQUES À GÉRER

L'Espagne est désormais le pays de la zone euro avec le taux d'inflation le moins élevé : 6,7% en novembre en glissement annuel. Les mesures gouvernementales visant à juguler l'augmentation des prix énergétiques portent leurs fruits, même si l'IPC sous-jacent progresse toujours significativement. Le reflux de l'inflation devrait se poursuivre en 2023, mais le gouvernement ne relâchera pas la pédale budgétaire pour autant. Le budget 2023, en débat au Parlement, prolonge la plupart des mesures de soutien jusqu'à la fin de l'année prochaine. Face à la remontée des taux immobiliers, Madrid a assoupli les conditions de remboursement des ménages en facilitant la restructuration des prêts et en autorisant un gel temporaire des mensualités. En plus de la crise énergétique, le gouvernement doit en effet gérer le risque de crédit dans un pays encore marqué par la crise bancaire et immobilière de la décennie passée. Les ménages, dans leur ensemble, sont toutefois moins endettés que par le passé.

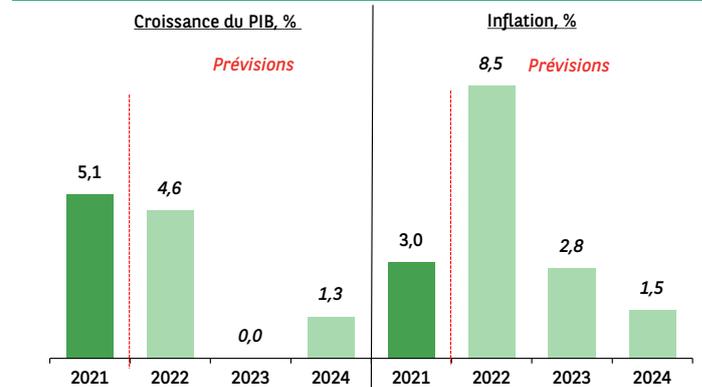
Après avoir atteint un pic à 10,7% en juillet, l'inflation des prix à la consommation a nettement reflué pour retomber à 6,7% en novembre. L'économie espagnole, qui a subi la hausse des prix énergétiques et, en conséquence, une poussée de l'inflation plus précoce que ses voisins européens – la barre des 2% avait été franchie dès le mois d'avril 2021, trois mois avant la zone euro – enregistrait en novembre le taux le plus faible de l'Union monétaire. L'« exception ibérique », en place depuis le printemps 2022, qui consiste à limiter le prix du gaz – afin que le prix de l'électricité ne dépende pas de cette énergie qui est la plus onéreuse – a porté ses fruits. Le plafonnement de la hausse des prix réglementés du gaz et le recul du cours mondial des matières premières énergétiques ont aussi offert un peu d'air.

Par ailleurs, le gouvernement a prolongé, jusqu'à la fin 2023, le plafonnement de la hausse des tarifs réglementés du gaz à 5% pour les ménages et les collectivités publiques éligibles au tarif dit de dernier recours du gaz (TUR). La majorité des consommateurs y est éligible. Les autorités ont également renforcé, jusqu'à la fin de l'année prochaine, le bonus social qui permet de réduire la facture d'électricité jusqu'à 80% pour les ménages les plus modestes. Conjugué à des effets de base importants, les prix énergétiques pourraient chuter en déflation cet hiver. Cela dit, les pressions inflationnistes sous-jacentes restent élevées et ne faiblissent pas jusqu'en octobre (6,2% a/a). Les enquêtes de confiance des entreprises, notamment les PMI pour les services, n'indiquent pas encore de retournement des dynamiques de prix de vente, qui se maintiennent à un niveau historiquement élevé (l'indice PMI des prix de vente pour les services est même remonté à 60 en novembre).

Sous l'effet du choc inflationniste et de la crise énergétique, nous prévoyons désormais une contraction de l'activité en Espagne au cours des deux prochains trimestres. Le PIB réel a légèrement progressé au troisième trimestre (+0,2% t/t) mais reste toujours 2% en dessous de son niveau de fin 2019. La consommation, principal moteur de la croissance du pays, montre peu de signes de reprise tangibles.

Malgré le déficit de croissance de l'activité, le marché du travail fait mieux que résister. Selon l'agence pour l'emploi espagnole (SEPE), après une stabilisation depuis le début de l'année, le chômage a chuté significativement en octobre et novembre (-166 500 demandeurs d'emploi sur les deux mois) pour s'inscrire à son plus bas niveau depuis 14 ans. Le nombre de personnes en emploi progressait en novembre (+79 000 postes, chiffres corrigés des variations saisonnières), pour le dix-septième mois consécutif. Si le volume d'emplois reste inchangé en décembre, les embauches clôtureront l'année 2022 en hausse de 2,4%, un chiffre très solide compte tenu du choc économique subi par les économies européennes cette année.

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Dans le même temps, le nombre de contrats à durée indéterminée (temps partiel et complet réunis) augmente de 103 000 en novembre et représente désormais plus de 70% des emplois totaux. Cette part n'était que de 62% à la fin de l'année 2021, quelques semaines avant l'entrée en vigueur, en février 2022, de la nouvelle loi Travail, dont la principale mesure visait à durcir les conditions de recours aux contrats précaires pour encourager les embauches en CDI. Il semble que cette loi porte ses fruits.

Le versement plus important de fonds du Plan de relance et de résilience national (PRR) constituera un autre soutien à l'activité en 2023. Le volume des financements pour ce programme s'est déjà accru sensiblement en 2022, avec EUR 19 mds débloqués au cours des neuf premiers mois de l'année, soit EUR 7 mds de plus qu'à la même époque l'année précédente. Ces fonds sont en totalité financés par les subventions européennes provenant du plan « Facilité pour la reprise et la résilience », dont les versements (EUR 69 mds au total) auront lieu majoritairement en 2022 et 2023. La ministre de l'Économie, Nadia Calviño, a officialisé fin novembre la requête de l'Espagne visant à obtenir une nouvelle tranche de subventions, la troisième, de EUR 6 mds, qui devrait être versée avant la fin de l'année.



## LE SECTEUR IMMOBILIER, NOUVELLE SOURCE DE FRAGILITÉ

Avec la hausse des taux de refinancement en zone euro, les conditions et les coûts d'emprunts immobiliers en Espagne se sont renchérissés, passant d'un taux moyen de 1,5% en fin d'année 2021 à 2,4% en septembre 2022. Cette hausse, modeste mais qui est vouée à s'amplifier à mesure que la BCE poursuit le relèvement de ses taux directeurs, a déjà conduit à un recul des nouveaux crédits bancaires (-0,4% entre août et octobre, plus forte baisse en trois mois depuis juin 2020). Conséquence d'un marché tendu par des contraintes d'offre, la progression des prix immobiliers dans le pays ne fléchit pas : ils ont bondi de 1,7% m/m et de 9,1% a/a en octobre, soit le rythme annuel le plus élevé depuis plus de 15 ans (graphique 2). Si une baisse du volume d'activité immobilière est attendue en 2023, l'évolution des prix, qui dépend de l'équilibre entre offre et demande, reste plus difficile à évaluer.

Outre la question énergétique, les ménages sont donc confrontés au renchérissement de leurs crédits. Certes, les prêts immobiliers ont connu depuis quelques années un profond changement de structure, avec un basculement important des emprunts à taux variables vers les taux fixes. Ces derniers, qui représentaient moins de 5% des nouveaux crédits immobiliers en 2011, comptent désormais pour deux tiers des originations en septembre 2022 (cette tendance a toutefois commencé à s'inverser à nouveau avec la hausse des coûts du crédit, redonnant de l'attractivité aux prêts à taux révisables). Pour les ménages qui ont profité de la période de taux bas pour obtenir et pérenniser des conditions d'emprunt plus avantageuses et stables, le durcissement des conditions de crédit aura un impact logiquement faible. Toutefois, la part des taux variables dans le total des encours de crédit reste minoritaire. Les difficultés de paiement devraient donc s'amplifier en 2023, même si l'amélioration du marché de l'emploi limite quelque peu ces risques. De plus, l'endettement des ménages espagnols reste bien en dessous de ce qu'il était au seuil de la crise financière de 2008. Rapporté au revenu disponible brut, l'endettement des ménages se situait à 89,3% au T2 2022, contre 136% au pic enregistré au T2 2008 (graphique 3).

Soucieux néanmoins de l'impact de cette hausse des taux sur la situation financière des ménages propriétaires les moins aisés, le gouvernement a intégré dans le budget 2023 des mesures de protection ciblées : facilité de restructuration des prêts immobiliers, gel des mensualités pendant 12 mois et rallongement possible de la durée du prêt (jusqu'à sept années supplémentaires). En parallèle, la mesure de plafonnement de la hausse des loyers à 2% en annuel, introduite pour la première fois en mars 2022, a été prolongée en 2023.

Côté entreprises, la hausse des coûts de refinancement devrait être plus rude en Espagne qu'en France ou en Allemagne notamment, du fait du recours à davantage de prêts à taux variables et à échéance plus courte<sup>1</sup>.

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

### ESPAGNE : CROISSANCE DES PRIX IMMOBILIERS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : TINSA, CALCULS BNP PARIBAS

### ESPAGNE : DETTE DES MÉNAGES EN % DU REVENU DISPONIBLE BRUT



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Voir M. Gueuder et S. Ray, *Hausse des taux d'intérêt : les entreprises européennes ne seront pas affectées au même rythme*, Bulletin de la Banque de France, Décembre 2022. Dans cette étude, la part des prêts à taux variables des entreprises espagnoles est évaluée à 38%, contre 20% en Allemagne et 17% en France.

## BELGIQUE

17

## CIEL COUVERT

Le PIB belge a évité la contraction au troisième trimestre, mais le 4<sup>e</sup> trimestre pourrait être plus négatif d'après nos prévisions actuelles. Une récession courte et d'ampleur limitée semble probable. L'inflation, qui bat des records, devrait diminuer progressivement tout au long de 2023. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises restent moroses, mais l'impact négatif des prix de l'énergie sur les budgets des ménages semble plus limité que redouté. L'intervention active des pouvoirs publics a joué un rôle important mais la nécessité d'un assainissement budgétaire subsiste

De façon surprenante, l'économie belge a évité le début d'une récession juste après l'été. La Banque nationale a annoncé une croissance finale de +0,2 % t/t, après avoir estimé il y a quelques semaines qu'une baisse de l'activité économique était très probable. Pour l'instant, notre scénario de base reste une récession courte et d'ampleur limitée, avec un retour à une croissance positive au second semestre 2023. Plus inquiétant, même après une révision (positive) importante des comptes nationaux, la consommation privée et la formation brute de capital étaient toujours à la traîne par rapport à leurs niveaux d'avant la pandémie au deuxième trimestre 2022. Les dépenses publiques et le commerce extérieur ont soutenu la croissance. Néanmoins, pour permettre une reprise post-Covid complète, la demande intérieure privée devra changer de braquet. Or, cela ne devrait pas se produire avant le deuxième semestre 2023.

## UNE INFLATION À DEUX CHIFFRES

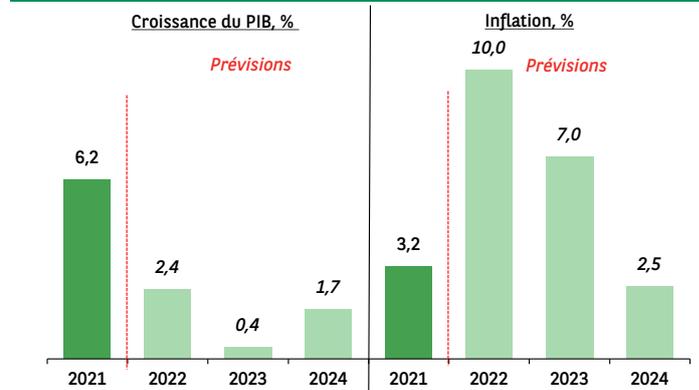
L'inflation en glissement annuel, telle que mesurée par l'IPCH, l'indicateur préféré de la BCE, a atteint 13,1 % en octobre. Elle devrait rester à deux chiffres durant le reste de l'année. La hausse des prix de l'énergie, qui semblait ralentir au cours de l'été, est remontée à 67 % a/a. Plus gênant encore, l'inflation alimentaire continue d'augmenter et devrait franchir la barre des 10 % cette année. Notre scénario de base prévoit une baisse régulière tout au long de 2023, avec une inflation toujours supérieure à 3,0 % à la fin de l'année prochaine.

## INQUIÉTUDE DES MÉNAGES

La confiance des consommateurs, qui avait atteint son plus bas niveau historique en septembre et octobre, s'est quelque peu redressée en novembre. Malgré un taux de chômage toujours faible, les ménages s'inquiètent de l'évolution du marché du travail, de leur capacité d'épargne et de la santé générale de l'économie. L'incertitude géopolitique, et surtout la flambée des prix de l'énergie, semblent peser sur le moral des ménages.

L'impact réel de la hausse des factures de gaz et d'électricité pourrait toutefois être bien moindre que redouté. Les économies d'énergie, l'évolution des échéanciers de paiement et l'intervention active des pouvoirs publics, avec notamment le doublement de la part des ménages pouvant bénéficier d'un régime de prix réduit de l'énergie (tarif social), qui est passée de 10 à 20 % de la population, ont pu atténuer le coup porté au budget des ménages, du moins en partie, pour le moment.

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

## CRÉDIT AUX ENTREPRISES

Dans presque tous les secteurs, la confiance est sur une trajectoire descendante depuis le début de l'invasion russe en Ukraine. On dénombre quelques nouvelles positives dans le secteur de la construction, où les carnets de commandes se remplissent davantage, bien que les ménages montrent une baisse de l'appétit pour les investissements importants. Les entreprises font également état de problèmes d'accès au crédit. Cet indicateur est proche d'un plus haut historique, atteint autour de la grande crise financière de 2008-2009. Les petites entreprises et celles du secteur des services souffrent particulièrement.

Arne Maes

[arne.maes@bnpparibasfortis.com](mailto:arne.maes@bnpparibasfortis.com)

## AUTRICHE

18

## BIENTÔT A L'ARRÊT ?

Après une période d'activité dynamique sur les six premiers mois de l'année, la croissance autrichienne a très fortement ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre 2022, sous l'effet d'une dégradation de la conjoncture à la fois nationale et internationale. Le PIB ne devrait pas rebondir en fin d'année, et pourrait stagner en 2023. La détérioration de l'activité économique n'empêche pas le gouvernement d'afficher une ambition de réduction du déficit public ambitieuse, qui repasserait sous les 3% dès l'année prochaine. Il en découlerait une diminution rapide du ratio de dette publique sur PIB. Ces engagements sont crédibles. En effet, le président écologiste sortant, Alexander Van der Bellen, a été aisément réélu le 9 octobre dernier, offrant une stabilité politique au pays après la débâcle de 2016.

Sur les six premiers mois de l'année, le PIB autrichien a très fortement progressé avec +1,2 % au T2, faisant suite à une croissance de +1,9% au T1. Cette bonne dynamique s'est néanmoins enrayée au 3<sup>e</sup> trimestre puisque la croissance du PIB a fortement ralenti à +0,2% (t/t). Ce recul de l'activité devrait se poursuivre sur la fin de l'année puisque la Commission européenne anticipe une croissance de +4,6% en 2022, alors que l'acquis de croissance à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre s'élève à +4,8%. L'année 2023 serait, quant à elle, marquée par un léger reflux de l'inflation, mais surtout par une stagnation de l'activité économique. La reprise serait progressive et s'amorcerait en 2024. L'exposition et la dépendance de l'Autriche à l'Allemagne vont peser sur ses échanges commerciaux en 2023 et en 2024, même si le pays devrait afficher un léger excédent de sa balance commerciale en 2022 grâce au rebond des exportations de services tirées par le tourisme (secteur qui pèse près de 15 % du PIB).

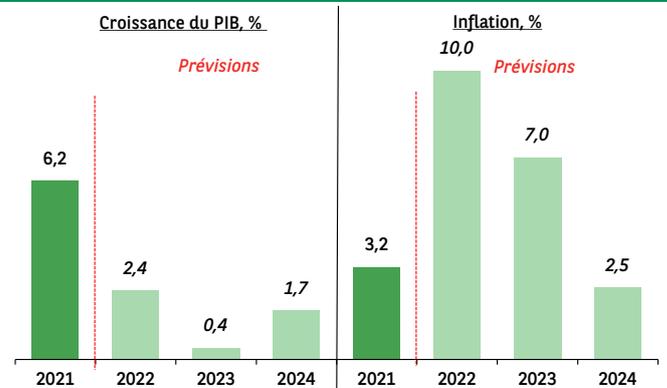
Le gouvernement affiche des objectifs élevés en matière de réduction de la dette publique. La croissance nominale du PIB, portée par une inflation à deux chiffres (+10,6% a/a en novembre, soit un plus haut niveau depuis 1952), permet une progression rapide des recettes publiques, tandis que les dépenses restent maîtrisées avec des mesures de soutien limitées. Résultat, le solde budgétaire des administrations publiques devrait converger dès l'année prochaine sous les 3% de déficit par rapport au PIB. Quant au ratio de dette publique sur PIB, il devrait diminuer de 7 points entre 2021 et 2024 (82% à 75% du PIB, graphique 2).

Malgré une conjoncture peu favorable, le taux de chômage devrait se stabiliser à son niveau actuel autour de 5% en 2023. Ce niveau, proche du NAWRU (estimé à 5,25% par la Commission européenne), est compatible avec une décruce de l'inflation projetée à +6,7% en moyenne en 2023, suivie de +3,3% en 2024. La dynamique des salaires devrait contribuer à cette désinflation car, après avoir atteint un pic au T1 (+6% a/a), une décélération se dessine et la hausse n'est plus que de +5% (a/a) au T3.

Sur le plan politique, les Autrichiens ont reconduit à la tête du pays, le 9 octobre dernier, le président écologiste sortant âgé de 78 ans, Alexander Van der Bellen. Ce dernier a réuni 56,7% des suffrages exprimés dès le premier tour. Cette très large victoire n'est pas une surprise puisque le leader du parti écologiste (*Grüne*), soutenu par les partis traditionnels (Le Parti social-démocrate et Le Parti populaire), était donné vainqueur avec une large avance dans les sondages.

Ce résultat s'explique par le fait que l'extrême droite (FPÖ), principal parti d'opposition en Autriche, connaît un déclin tendanciel depuis plusieurs années à la suite d'affaires de corruption qui ont ruiné la crédibilité du parti nationaliste.

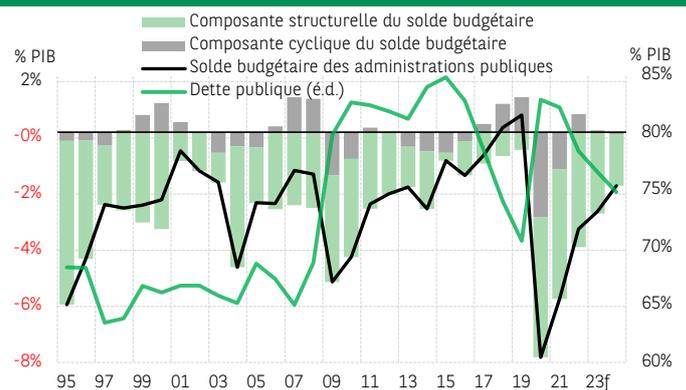
## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

## AUTRICHE : SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, COMMISSION EUROPÉENNE (AMECO), BNP PARIBAS

La réélection du président sortant offre une stabilité politique à l'Autriche après une élection tumultueuse en 2016 où des suspicions de fraudes dans le dépouillement des bulletins de vote avaient entraîné l'annulation pure et simple des résultats du second tour et l'organisation d'un nouveau scrutin.

Anthony Morlet-Lavidalie

[anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com](mailto:anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## UNE DYNAMIQUE TOUJOURS POSITIVE

Malgré la hausse conséquente des pressions inflationnistes, l'économie grecque a continué de croître à un rythme soutenu au cours du premier semestre 2022, progressant de 4,1% sur la période. Le PIB réel s'est toutefois replié au troisième trimestre (-0,5% t/t), malgré la bonne tenue de l'activité touristique et du marché du travail. En effet, le nombre de personnes sans emploi a reflué à nouveau au troisième trimestre 2022 (-29k) pour atteindre son plus bas niveau depuis décembre 2009. Près de 80% de la hausse du chômage enregistrée durant les deux crises économiques de 2008 et 2011 a été effacée. Le taux de chômage, bien que toujours très élevé, est ainsi repassé sous la barre des 12% en octobre (11,6%). L'économie grecque, dont les échanges commerciaux et l'approvisionnement en énergie dépendent essentiellement du reste de l'Europe, reste très vulnérable à une détérioration de la situation économique sur le continent.

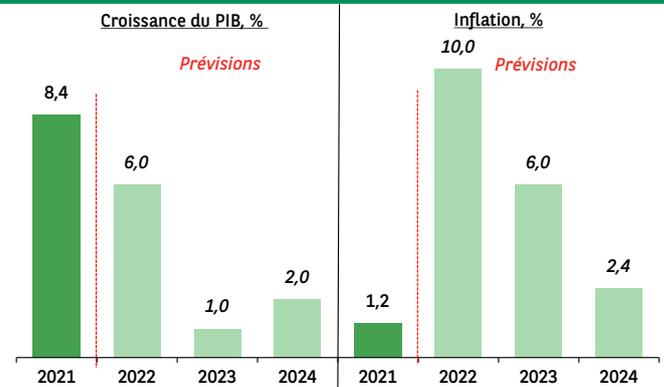
Face à la hausse de l'inflation, le gouvernement de Kyriákos Mitsotákis a procédé à une revalorisation importante du salaire minimum en mai dernier, à hauteur de 7,5% ; elle ne compense toutefois pas entièrement la hausse de l'inflation. Cette dernière a atteint un pic à 12,1% en glissement annuel en septembre, avant de refluer à 8,8% en novembre. Le taux de chômage est retombé à 11,6% en octobre. Néanmoins, la Grèce est encore assez éloignée du taux de chômage structurel, qui se situe, selon les estimations de la Commission européenne (CE) entre 8 et 9%. Cela devrait limiter les effets de second tour sur les salaires, et contraindre davantage le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, l'enquête trimestrielle de la CE, qui évalue les contraintes de production des entreprises, corrobore le fait que les tensions de recrutement sont moins importantes en Grèce que dans la zone euro dans son ensemble<sup>1</sup>, ce qui devrait également limiter l'inflation salariale.

## UNE PAGE SE TOURNE

Comme attendu, la Grèce est sortie, le 20 août dernier, du programme de surveillance de la Commission européenne auquel le pays était rattaché depuis 2018. La Grèce continue toutefois, au même titre que l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et Chypre, de faire l'objet d'une attention spécifique de la part de la Commission. En raison des aides européennes reçues durant la crise des dettes souveraines (via le Mécanisme européen de stabilité et Fonds européen de stabilité financière), et dont les remboursements de certains prêts doivent s'étaler sur de nombreuses années encore (jusqu'en 2070 pour la Grèce), la Commission continue d'évaluer de près l'évolution des finances publiques et la soutenabilité de la dette du pays<sup>2</sup>.

Cette sortie du programme de surveillance témoigne néanmoins des améliorations notables observées dans le pays depuis plusieurs années, et notamment sur le front budgétaire. Le solde primaire du gouvernement général, qui a enregistré un déficit conséquent en 2020 et 2021 en raison de la crise sanitaire (le déficit s'élevait respectivement à 6,9% du PIB et 5,0%), devrait se rétablir significativement en 2022, avant de basculer vraisemblablement en excédent en 2023. En conséquence, le ratio d'endettement public devrait se réduire cette année de façon plus importante encore qu'en 2021 : le gouvernement cible une baisse autour de 170% du PIB, une amélioration significative par rapport au record enregistré en 2020 (206,3%).

### CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE (JUIN 2022), BNP PARIBAS

Le gouvernement peut en effet s'appuyer sur un effet de ciseaux plus favorable qu'attendu (hausse des taxes perçues, baisses des transferts sociaux) pour financer une partie des aides anti-inflation destinées aux ménages et aux entreprises, sans compromettre la trajectoire budgétaire fixée dans le budget 2022. Dans son Programme de stabilité soumis à la Commission européenne le 15 octobre dernier, le gouvernement grec a notamment acté la baisse définitive de 3 points du taux de cotisations sociales (fin 2022), ainsi que l'abolition de la taxe fiscale de solidarité. Ces deux mesures de soutien, prises durant la pandémie, étaient censées expirer à la fin de l'année 2022.

La bonne tenue de l'économie, tout comme le programme de titrisation des créances douteuses Hercules (mis en place en octobre 2019 et qui a pris fin en octobre 2022) ont permis au secteur bancaire grec d'enregistrer une nouvelle baisse des encours et du ratio de prêts non performants, ce dernier ayant baissé à 10% à la fin du deuxième trimestre 2022. L'année 2023 s'annonce toutefois plus délicate, avec la conjonction de risques (inflation élevée, hausse des taux d'intérêt) à même d'aggraver les difficultés de paiements des ménages et des entreprises.

**Guillaume Derrien**

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Selon l'enquête publiée le 28 octobre, la part d'entreprises grecques citant le manque de main d'œuvre comme contrainte à la production s'élevait à 13,4% contre 26,4% en zone euro.  
<sup>2</sup> La Commission européenne continue notamment de publier un rapport de surveillance dit « post-programme » pour ces cinq pays, dont la dernière version date de 23 novembre 2022.

## ROYAUME-UNI

20

## RÉCESSION

La croissance britannique s'est nettement contractée au T3, marquant l'entrée de l'économie en récession. Au regard des enquêtes de confiance auprès des ménages et des entreprises, le repli de la consommation et celui de l'investissement devraient se poursuivre dans les prochains mois. Face à une inflation persistante qui se diffuse dans les différents secteurs, la Banque d'Angleterre poursuit le resserrement de sa politique monétaire, malgré la contraction de l'économie. Le plan de soutien aux ménages et les mesures de consolidation budgétaire, annoncés simultanément par le nouveau gouvernement de Rishi Sunak, devraient faciliter la lutte contre l'inflation tout en soutenant les ménages les plus modestes.

Contrairement aux grandes économies de la zone euro et aux États-Unis, dont la croissance résiste et a été positive au T3, le Royaume-Uni a enregistré une contraction de son PIB de -0,2% t/t, après un premier semestre positif (+0,7% au T1, +0,2% au T2 après révision). Cette baisse de l'activité s'explique par une dynamique de déstockage plus importante que prévu et une contraction de la demande privée (consommation des ménages et investissements des entreprises), alors que la demande publique a soutenu la croissance. La très forte contribution positive du commerce extérieur, a permis de limiter la contraction du PIB au T3. Selon nos prévisions, ce trimestre de baisse marquerait l'entrée en récession de l'économie britannique : le PIB devrait, en effet, continuer de se contracter sur les trois prochains trimestres, au point que la croissance en 2023 en moyenne annuelle serait aussi négative (-0,9%). Ce repli de l'activité serait de nature à ralentir l'inflation, dont le pic est attendu au T4 2022.

## ESSOUFFLEMENT DE LA DEMANDE PRIVÉE

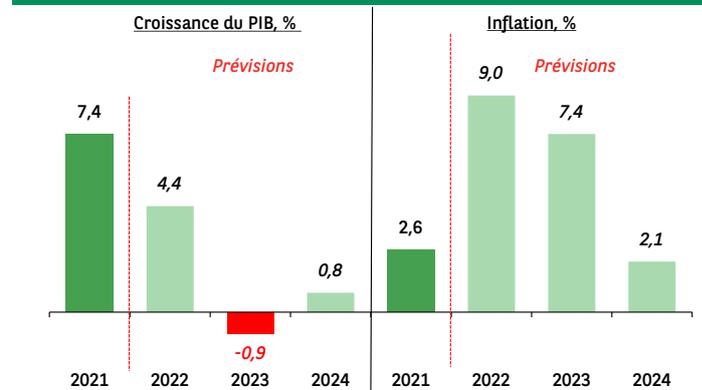
La consommation des ménages s'est contractée au T3 et cette tendance devrait se poursuivre au cours des mois à venir. Leur situation financière reste toujours contrainte par la forte inflation des produits alimentaires (+16,5% a/a), et de l'énergie (+90% a/a), malgré les mesures de soutien mises en place par le gouvernement depuis octobre. La remontée des taux d'intérêt renchérit le coût des prêts hypothécaires et des loyers, ce qui contribue à réduire le pouvoir d'achat des ménages. Malgré une légère amélioration en novembre, l'indice de confiance des ménages du GfK reste proche de son plus bas historique (-44 points).

La baisse de la consommation des ménages devrait également affecter l'investissement des entreprises. Selon les différentes enquêtes de la *Confederation of British Industry* (CBI), l'optimisme des entreprises continue de chuter dans l'industrie et les services. Lorsqu'elles sont interrogées sur les freins à l'investissement, les entreprises répondent être plus préoccupées par l'incertitude relative à la demande que par les pénuries de main d'œuvre ou les coûts de financement.

## PERSISTANCE ET FORCE DE L'INFLATION

L'inflation continue de se diffuser dans l'économie, portée par la forte volatilité des prix de l'énergie et de l'alimentation, et par un marché du travail toujours particulièrement tendu en raison de la dynamique des salaires. L'indice des prix à la consommation (CPI) a encore progressé d'1 point de pourcentage en octobre pour atteindre 11,1% en glissement annuel (+2% m/m). Le plafonnement des prix de l'électricité et du gaz par le gouvernement pour les ménages et les entreprises a tout de même permis de réduire l'inflation de 2,7 points en octobre, qui aurait dû atteindre 13,8% selon l'ONS. De son côté, l'inflation sous-jacente est restée inchangée en glissement annuel (+6,5%) mais sa variation sur le mois est élevée (+0,7%). Cela devrait justifier une nouvelle hausse importante des taux directeurs lors de la réunion de décembre du Comité de politique monétaire (MPC), qui devrait être de 50 points de base. La persistance et la force des pressions inflationnistes contraignent la Banque d'Angleterre (BoE) à poursuivre la remontée de ses taux direc-

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

teurs et à accroître la réduction de son bilan (*quantitative tightening*) malgré l'entrée de l'économie en récession. Par ailleurs, les mesures annoncées par le gouvernement devraient, cette fois, contribuer à la lutte contre l'inflation, ce qui permettrait à la BoE d'atteindre son taux directeur final (*terminal rate*) plus rapidement que prévu.

## NOUVEAU PARADIGME BUDGÉTAIRE

Si la demande publique a soutenu la croissance au T3, la situation risque de s'inverser au regard des récentes mesures annoncées par Jeremy Hunt, le Chancelier de l'Échiquier, lors de son *Autumn Statement*. Le plan pour « la stabilité, la croissance et les services publics » comprend deux volets dont les objectifs diffèrent. Premièrement, le gouvernement prévoit de poursuivre son soutien ciblé au pouvoir d'achat des ménages (à hauteur de GBP 26 mds), au travers du prolongement de l'*Energy Price Guarantee* à partir d'avril 2023 et de la hausse des prestations sociales et de retraites (+10,1%). Deuxièmement, le plan prévoit une politique de consolidation budgétaire dont l'objectif est double : lutter contre l'inflation et garantir la soutenabilité des finances publiques en dégageant GBP 55 mds d'ici 2027-2028. Dans ce cadre, le gouvernement prévoit d'augmenter les recettes fiscales de l'ordre de GBP 25 mds sur cinq ans, notamment grâce à l'augmentation de l'impôt sur les sociétés (passant de 19% à 25% en avril 2023) mais également en mettant à contribution, sous la forme d'une taxe exceptionnelle, les entreprises pétrolières et gazières. De plus, le gouvernement table sur des économies dans les dépenses publiques (GBP 30 mds), malgré les annonces de dépenses supplémentaires pour le *National Health Service* (NHS), l'éducation ainsi que la recherche et le développement.

Félix Berte

[felix.berte@bnpparibas.com](mailto:felix.berte@bnpparibas.com)

BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

## DANEMARK

21

## LA FIN D'UNE BELLE ÉPOQUÉE ?

Jusqu'ici l'économie danoise n'a cessé d'impressionner. Un puissant rebond post-Covid a propulsé le PIB bien au-delà de son niveau d'avant-crise. L'avenir semble désormais moins radieux. Si l'inflation n'avait pas encore entamé le pouvoir d'achat des ménages - grâce à de nombreuses créations d'emplois et à une sur-épargne qui a permis d'atténuer le choc -, ces amortisseurs ponctuels s'essouffent et le revenu réel des ménages devrait diminuer au cours des prochains trimestres. Le gouvernement reste relativement impassible face à ce choc brutal et la réponse budgétaire demeure très limitée, grâce à des comptes publics excédentaires et qui devraient le rester. La dette publique convergerait vers seulement 32% du PIB à horizon 2024.

L'impressionnante croissance post-Covid du PIB danois s'est poursuivie (+0,5% t/t) au 3<sup>e</sup> trimestre 2022 après +0,9% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre. Le PIB se situe désormais 6,4% au-dessus de son niveau de fin 2019.

Depuis le rebond économique post-covid, la croissance a été portée par l'investissement (+0,8% t/t), qui évolue près de 17% au-dessus de son niveau de fin 2019. En revanche, la consommation privée a calé au 3<sup>e</sup> trimestre sous le poids d'une augmentation des prix à la consommation. Celle-ci a atteint 10,1% au mois d'octobre sur un an, même si les chiffres des ventes au détail montrent une certaine solidité de la consommation en biens au début du 4<sup>e</sup> trimestre. Cette résistance pourrait surprendre puisque l'augmentation des salaires nominaux (+4,9% sur un an au T3 2022) est bien inférieure à l'inflation.

L'explication est à chercher du côté du marché du travail qui se montre particulièrement vigoureux. Au 3<sup>e</sup> trimestre l'emploi a progressé de 4,4% sur un an, et le taux de chômage danois ne s'établit qu'à 2,3% selon la définition du Bureau international du travail (*graphique 2*). Ces créations d'emplois permettent donc de préserver le pouvoir d'achat au niveau agrégé, à défaut d'une croissance positive des salaires réels. La sur-épargne accumulée au cours des deux dernières années a probablement aussi contribué à soutenir la consommation. Par ailleurs, la hausse sensible des prix de l'énergie ne semble pas affecter la production manufacturière qui continue de faire état de performances remarquables. Sur un an en septembre, la production manufacturière danoise affiche un taux de croissance vertigineux de 23%. La spécialisation de l'industrie danoise sur des secteurs stratégiques<sup>1</sup> en pleine expansion reste une stratégie gagnante.

Pour autant, cette belle dynamique de l'économie danoise devrait s'enrayer en 2023. En effet, le marché du travail devrait se stabiliser, et le pouvoir d'achat s'érodera sous le poids de l'inflation. Les exportations devraient se tasser en lien avec la dégradation de la demande mondiale. De plus, l'investissement, en particulier dans la construction, risque de s'affaïsser avec la remontée des taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat. Pour toutes ces raisons, la Commission européenne anticipe une stagnation du PIB en 2023 (+0%), suivie d'une reprise progressive en 2024 (+1,3%) (*graphique 1*).

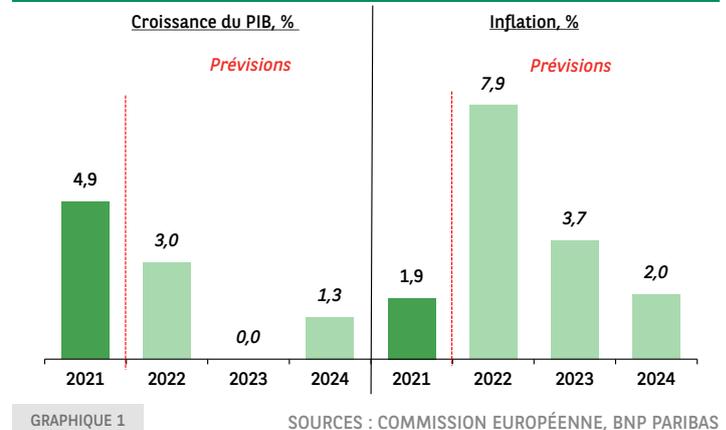
Malgré le recul du pouvoir d'achat, le gouvernement danois fait le choix d'un soutien moindre aux ménages et aux entreprises, afin de maintenir les comptes publics dans le vert avec un excédent budgétaire attendu à 1,8% du PIB en 2022. Les administrations publiques devraient continuer de jouir de recettes plus importantes que leurs dépenses en 2023 et en 2024. Il en résultera un désendettement rapide puisque la dette publique, qui s'est établie à 36,6% du PIB en 2021, devrait converger vers 32% du PIB à horizon 2024.

**Anthony Morlet-Lavidalie**

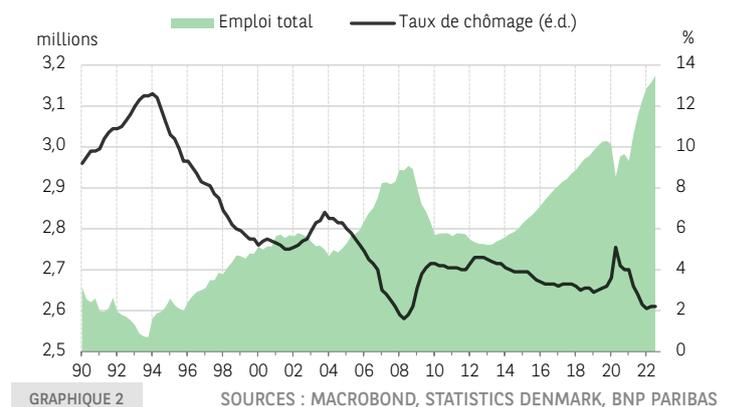
[anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com](mailto:anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> EcoPerspective du T3 2022

## CROISSANCE ET INFLATION



## DANEMARK : MARCHÉ DU TRAVAIL



## PRÉVISIONS

22

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

| %           | Croissance du PIB |       |       |       | Inflation |       |       |       |
|-------------|-------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 2021              | 2022e | 2023e | 2024e | 2021      | 2022e | 2023e | 2024e |
| États-Unis  | 5,7               | 1,9   | -0,1  | -0,2  | 4,7       | 8,1   | 4,4   | 2,4   |
| Japon       | 1,7               | 1,5   | 0,9   | 0,3   | -0,2      | 2,4   | 2,1   | 1,3   |
| Royaume-Uni | 7,4               | 4,4   | -0,9  | 0,8   | 2,6       | 9,1   | 6,9   | 2,1   |
| Zone euro   | 5,3               | 3,2   | -0,5  | 1,3   | 2,6       | 8,4   | 5,6   | 2,3   |
| Allemagne   | 2,6               | 1,8   | -1,0  | 1,1   | 3,2       | 8,8   | 5,7   | 2,0   |
| France      | 6,8               | 2,5   | 0,0   | 1,0   | 2,1       | 6,0   | 6,4   | 2,7   |
| Italie      | 6,6               | 3,8   | -0,4  | 1,1   | 1,9       | 8,7   | 7,2   | 2,0   |
| Espagne     | 5,1               | 4,6   | 0,0   | 1,3   | 3,0       | 8,3   | 2,3   | 1,5   |
| Chine       | 8,1               | 3,2   | 4,5   | 4,8   | 0,9       | 2,1   | 2,7   | 2,5   |
| Inde*       | 9,3               | 8,3   | 6,2   | 6,5   | 5,4       | 7,9   | 5,9   | 5,5   |
| Brésil      | 4,6               | 3,0   | 0,5   | 1,3   | 8,3       | 9,3   | 4,7   | 4,8   |
| Russie      | 4,5               | -7,0  | 0,8   | 0,3   | 7,1       | 14,0  | 10,5  | 7,6   |

\* Année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

| Taux d'intérêt, % |                                | 2023   |         |         |         | 2024    |
|-------------------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
|                   |                                | T12023 | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
| Fin de période    |                                |        |         |         |         |         |
| États-Unis        | "Fed Funds (borne supérieure)" | 5,25   | 5,25    | 5,25    | 5,25    | 3,25    |
|                   | Treasuries 10 ans              | 4,30   | 4,00    | 3,75    | 3,50    | 3,25    |
| Zone euro         | Taux de dépôt                  | 3,00   | 3,00    | 3,00    | 3,00    | 2,00    |
|                   | Bund 10 ans                    | 2,75   | 2,65    | 2,50    | 2,30    | 2,00    |
|                   | OAT 10 ans                     | 3,45   | 3,30    | 3,10    | 2,90    | 2,50    |
|                   | BTP 10 ans                     | 5,25   | 5,05    | 4,80    | 4,60    | 3,80    |
|                   | BONO 10 ans                    | 4,05   | 3,90    | 3,75    | 3,55    | 2,90    |
| Royaume-Uni       | Taux BoE                       | 4,25   | 4,25    | 4,25    | 4,25    | 3,50    |
|                   | Gilt 10 ans                    | 4,00   | 3,75    | 3,60    | 3,35    | 3,15    |
| Japon             | Taux BoJ                       | -0,10  | -0,10   | -0,10   | -0,10   | -0,10   |
|                   | JGB 10 ans                     | 0,25   | 0,25    | 0,25    | 0,25    | 0,25    |

| Taux de change |           | 2023   |         |         |         | 2024    |
|----------------|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
|                |           | T12023 | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
| Fin de période |           |        |         |         |         |         |
| USD            | EUR / USD | 1,01   | 1,00    | 1,03    | 1,06    | 1,10    |
|                | USD / JPY | 140    | 138     | 133     | 128     | 120     |
|                | GBP / USD | 1,09   | 1,08    | 1,11    | 1,14    | 1,18    |
| EUR            | EUR / GBP | 0,93   | 0,93    | 0,95    | 0,95    | 0,95    |
|                | EUR / JPY | 141    | 138     | 137     | 136     | 132     |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte  
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42    felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France

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

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie  
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14    anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@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

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11    marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.filsmarie-luce@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 :

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change