

EDITORIAL

2

La résilience économique à l'épreuve de chocs multiples

De multiples chocs mettent à l'épreuve la résilience de l'économie mondiale : la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 en Chine, la guerre en Ukraine, l'envolée des prix de plusieurs matières premières, la perspective d'un resserrement monétaire agressif aux États-Unis. Côté positif, l'acquis de croissance important hérité de l'année dernière est un élément de soutien de la croissance cette année. En outre, les moteurs de la demande finale étaient bien orientés en début d'année et le sont encore dans de nombreux cas.



ÉTATS-UNIS

4

Tests de résistance



CHINE

5

Nouvelles perturbations



JAPON

6

La Banque du Japon dans une position inconfortable



ZONE EURO

7

À quel point faut-il s'inquiéter du risque de stagflation ?



ALLEMAGNE

8

Derrière la croissance, la récession ?



FRANCE

9

Une croissance faible plutôt qu'une récession



ITALIE

10

Ralentissement dans un scénario plus incertain



ESPAGNE

11

L'emploi résiste, mais le contexte social se durcit



BELGIQUE

12

Un impact inéluctable



PORTUGAL

13

Un choc inflationniste plus contenu



SUÈDE

14

Vert protecteur



FINLANDE

15

En première ligne



ROYAUME-UNI

16

Chocs en série



PRÉVISIONS

17

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE À L'ÉPREUVE DE CHOCS MULTIPLES

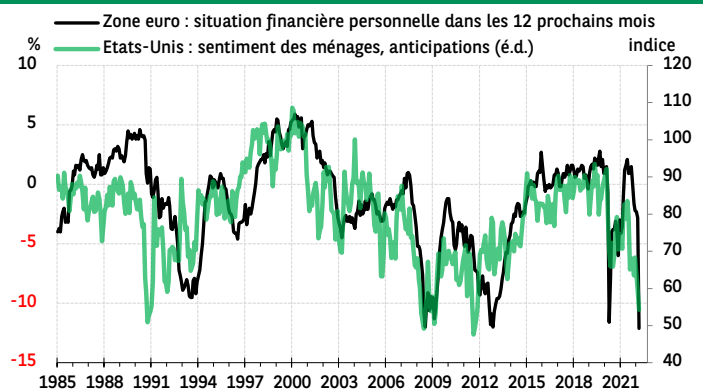
De multiples chocs mettent à l'épreuve la résilience de l'économie mondiale : la recrudescence de l'épidémie de Covid-19 en Chine, la guerre en Ukraine, l'envolée des prix de plusieurs matières premières, la perspective d'un resserrement monétaire agressif aux États-Unis. Côté positif, l'acquis de croissance important hérité de l'année dernière est un élément de soutien de la croissance en 2022. En outre, les moteurs de la demande finale étaient bien orientés en début d'année et le sont encore dans de nombreux cas. L'inflation élevée pèse sur la confiance des consommateurs américains et européens mais heureusement, pour l'heure, les intentions d'embauche des entreprises dans la zone euro restent à un niveau élevé et, aux États-Unis, le marché du travail reste très dynamique. La persistance ou non de cette bonne tenue du marché du travail jouera un rôle fondamental sur les perspectives de croissance cette année et donc sur l'évolution de la politique monétaire.

L'économie mondiale est soumise à plusieurs chocs simultanés qui, pris dans leur ensemble, mettent durement à l'épreuve sa résilience. Cette situation est assez unique par le nombre et la diversité des chocs en question. Il y a celui, toujours présent, du Covid-19, qui est redevenu une source de préoccupation en Chine et dont les répercussions se font sentir à l'échelle mondiale par le biais des chaînes d'approvisionnement. Vient, ensuite, le choc géopolitique de la guerre en Ukraine dont les conséquences économiques suscitent de grandes incertitudes. L'onde de choc provoquée par le conflit frappe un grand nombre de matières premières (pétrole, gaz, métaux, produits de base agricoles), faisant grimper plus encore une inflation déjà élevée. À cela s'ajoute, enfin, le choc monétaire, lié à la perspective d'un resserrement monétaire agressif de la Réserve fédérale américaine pour juguler l'inflation.

Pour autant, la confiance des chefs d'entreprises reste à un niveau élevé aux États-Unis comme dans la zone euro, ce qui reflète probablement l'hypothèse selon laquelle la situation géopolitique ne se dégradera pas davantage. L'autre explication, à l'exception de celle intrinsèquement mondiale des prix des matières premières, est que l'origine des autres chocs est plus locale, même s'ils ont aussi des répercussions mondiales. Ainsi l'incertitude géopolitique est concentrée en Europe. La hausse des cas de Covid-19 en Chine devrait, certes, avoir des répercussions à l'échelle mondiale, mais cela n'a rien de comparable à la situation de 2020. Quant aux relèvements de taux par la Réserve fédérale, ils auront un impact d'abord sur l'économie américaine mais moins à l'étranger, même si, dans un deuxième temps, des retombées se feront sentir à l'échelle mondiale. Autre élément positif : l'acquis de croissance important hérité de 2021 soutient mécaniquement la croissance cette année. Cet acquis est de 1,9% dans la zone euro (au T4 2021) et de 2,7% en France (au T1 2022, estimation de l'INSEE). Enfin, la résilience de l'économie peut s'appuyer sur les principaux moteurs de la demande finale, qui étaient favorables en début d'année et qui le restent dans de nombreux cas. Les créations d'emplois sont importantes, les salaires accélèrent – progressivement dans la zone euro, fortement aux États-Unis –, les carnets de commandes restent bien remplis et les profits des entreprises ont augmenté.

Cependant, les délais de livraison se sont de nouveau allongés en mars et les prix des intrants continuent d'augmenter. Du fait de la robustesse de la demande, les entreprises disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour répercuter ces hausses de coûts sur leurs prix de vente. C'est la raison pour laquelle le moral des chefs d'entreprises est, pour l'heure, moins atteint par la flambée de l'inflation que celui des ménages qui, aux États-Unis comme dans la zone euro, a pâti de l'irrésistible hausse des prix. Les consommateurs sont pessimistes non en raison des perspectives du marché du travail – les anticipations de chômage sur les douze prochains mois ont peu augmenté – mais du

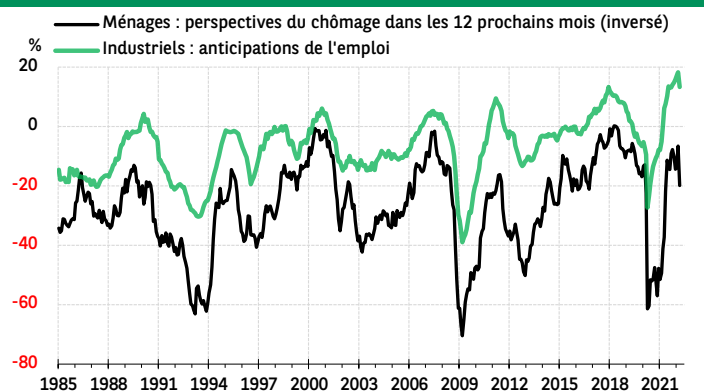
PERSPECTIVES DE CONFIANCE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, UNIVERSITÉ DU MICHIGAN

INDICATEUR DE CONFIANCE DU MARCHÉ DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE (ENQUÊTES)

fait d'une inflation forte, en hausse et qui s'est désormais généralisée. Les banques centrales ont, en conséquence, durci le ton depuis le début de l'année et les perspectives de politique monétaire ont considérablement changé. La Banque centrale européenne mettra un terme à ses achats d'actifs nets au troisième trimestre et, selon toute

vraisemblance, une première hausse de taux devrait suivre avant la fin de l'année. Quant à la Réserve fédérale, son ton est bien plus ferme et le resserrement de sa politique monétaire conjuguera hausses de taux et contraction de la taille du bilan (resserrement quantitatif). Ajoutée aux anticipations de hausse de l'inflation, cette perspective a entraîné une remontée significative des rendements obligataires, aux États-Unis comme dans la zone euro.

À court terme, les perspectives restent dominées par la situation en Ukraine, les prix élevés des matières premières, la forte inflation et son impact sur le pouvoir d'achat des ménages, ainsi que par les perturbations des chaînes d'approvisionnement. À cette liste d'obstacles à la croissance, il convient d'ajouter la perspective de conditions financières et monétaires plus restrictives. Deux points positifs néanmoins. Tout d'abord, un certain nombre de mesures de soutien budgétaire sont mises en œuvre dans certains pays de la zone euro pour amortir le choc inflationniste. Ensuite, les anticipations d'emploi des entreprises de la zone euro se maintiennent à des niveaux très élevés, ce qui est rassurant au vu de la corrélation historique avec leurs dépenses d'investissement. C'est un facteur clé à surveiller dans les mois qui viennent. Le même constat s'applique aux États-Unis, où le marché du travail, qui reste très robuste, joue un rôle fondamental dans la formation des anticipations relatives à la croissance et, par conséquent, aux perspectives de politique monétaire.

Achévé de rédiger le 14 avril 2022

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



ÉTATS-UNIS

4

TESTS DE RÉSISTANCE

Face à une inflation qui s'envole, la Réserve fédérale des États-Unis annonce une normalisation à vitesse accélérée de sa politique monétaire. Maintenu au voisinage de zéro jusqu'en mars, son principal taux directeur devrait remonter autour de 2% en fin d'année. La taille de son bilan sera, quant à elle, réduite. L'économie américaine, qui opère au plein emploi, semble avoir suffisamment bien récupéré de la crise sanitaire pour passer le test. Elle reste toutefois sensible aux conditions du crédit et n'est pas immunisée contre les effets de la guerre en Ukraine.

Les dernières enquêtes de conjoncture ont été moins bonnes aux États-Unis, preuve que la première économie mondiale n'est pas immunisée contre les conséquences de la guerre russe en Ukraine. Preuve aussi que l'épidémie de Covid-19, qui amène à de nouveaux confinements en Chine, n'a pas fini de perturber les chaînes de valeur. S'il n'est pas encore question de récession, les commandes passées à l'industrie ont accusé le coup en mars ; les indices régionaux du climat des affaires, tels que ceux de New-York ou de Philadelphie (pour sa composante anticipée) ont été franchement médiocres.

INFLATION, LUTTE PRIORITAIRE

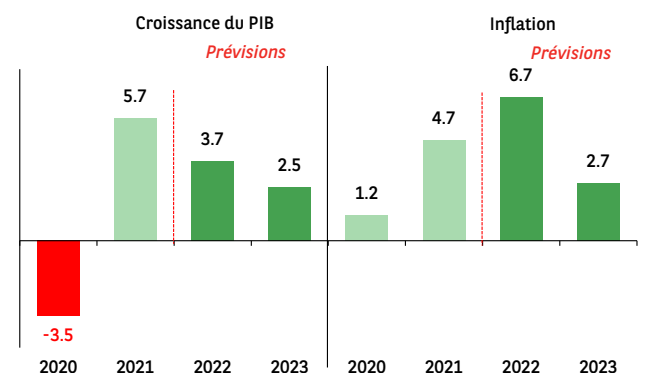
La flambée du coût des intrants – énergie, métaux, matières premières agricoles, etc. – n'est pas terminée et continuera à court terme d'entretenir l'inflation. Le record de février (+7,9% sur un an) risque donc d'être battu, d'autant que le marché de l'immobilier est en surchauffe et entraîne dans sa hausse les loyers, soit le tiers de l'indice des prix.

Avec un chômage descendu à 3,6% de la population active en mars et un niveau de participation des 20-64 ans désormais proche des records pré-pandémiques, le marché du travail est au plein emploi. Les tensions salariales s'accroissent, notamment là où les difficultés de recrutement post-crise se concentrent : hôtellerie-restauration, transport-entrepôt, commerce de détail, etc. Elles dépassent aussi la moyenne dans les services aux entreprises, qui comptent pour près d'un quart des emplois du tertiaire privé et se situent au cœur de la transformation numérique.

Dans l'ensemble, les revalorisations s'échangent contre d'importants gains de productivité, en rupture avec la tendance pré-pandémique (graphique 2). Aussi, la hausse des coûts unitaires du travail (les salaires et prestations rapportés aux volumes de production) demeure-t-elle contenue (+3,7% sur un an au quatrième trimestre de 2021) et sans commune mesure avec celle, à deux chiffres, du début des années 1980. Dans la décomposition fournie par le BEA (*Bureau of Economic Analysis*) elle n'apparaît d'ailleurs pas comme un moteur essentiel de rebond des prix de la valeur ajoutée en 2021, ce dernier tenant davantage aux impôts à la production et à l'importation (eux-mêmes alourdis par la hausse du prix des matières premières) ainsi qu'à la progression des marges.

Il n'empêche, pour la Réserve fédérale des États-Unis (Fed), la hausse des salaires apparaît « incompatible avec l'objectif de stabilité des prix » et le resserrement monétaire déclenché le 16 mars a vocation à se poursuivre. Dans l'hypothèse d'une hausse d'un quart de point des taux directeurs à chaque réunion du Conseil de l'*open market*, le coût des fonds fédéraux atteindrait 1,75% à 2% en fin d'année. La réduction de la taille du bilan de la Fed commencerait, quant à elle, dès le mois de mai, à un rythme qui pourrait atteindre USD 95 milliards par mois. Reste une inconnue : l'aptitude de l'économie américaine, dont la récupération s'est largement appuyée sur la reprise de l'endettement, à négocier le changement de cap.

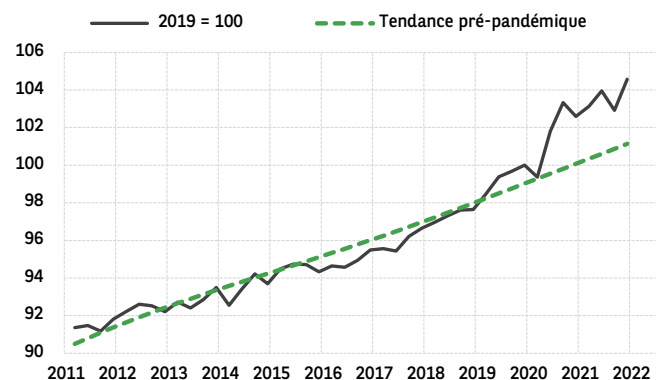
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ÉTATS-UNIS : PRODUCTIVITÉ HORAIRE DU TRAVAIL



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BLS

Achevé de rédiger le 4 avril 2022

Jean-Luc Proutat
Jean-luc.proutat@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

5

NOUVELLES PERTURBATIONS

Après un bon début d'année 2022, la croissance économique chinoise a ralenti en mars. Les vents contraires vont persister à très court terme. D'abord, la très forte hausse du nombre de cas de Covid-19 a conduit de nombreuses régions à imposer de sévères restrictions à la mobilité. Ensuite, la correction dans le secteur immobilier se poursuit. Enfin, les effets de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières et le commerce mondial devraient pénaliser les producteurs et les exportations. Les autorités chinoises accélèrent donc l'assouplissement de leur politique économique.

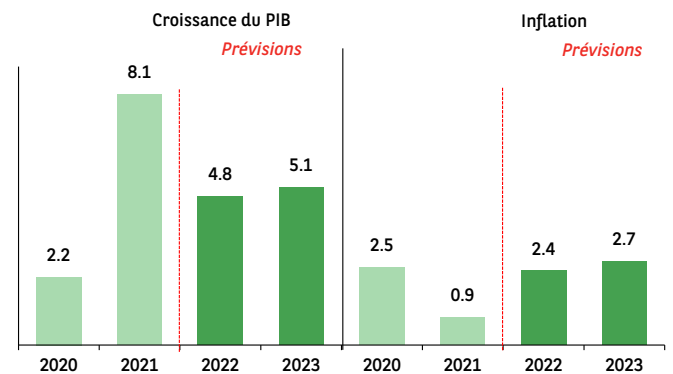
Après une amélioration au cours des deux premiers mois de 2022, la croissance chinoise a de nouveau ralenti en mars. Les derniers indices des directeurs d'achat (PMI) signalent un affaiblissement de l'activité dans les secteurs manufacturier et non manufacturier et une détérioration des anticipations de la demande intérieure et internationale. Les indices et sous-indices correspondants ont tous chuté et sont passés sous la barre des 50 en mars. Le ralentissement devrait se poursuivre à très court terme, en raison, sur le plan interne, de la nouvelle vague d'épidémie de Covid-19 et de la poursuite de la correction dans le secteur immobilier et, sur le plan externe, des répercussions de la guerre en Ukraine sur les prix des matières premières et le commerce mondial.

La croissance de l'activité dans les services commençait à se redresser en janvier-février, de même que les volumes de ventes au détail (+4,9% en g.a. contre moins de 2% au T4). Mais cette reprise s'est interrompue. De nombreuses provinces ont en effet introduit des restrictions face à la très forte hausse du nombre de cas de Covid-19, dans le cadre du maintien de la stratégie zéro Covid et compte tenu de l'insuffisance de la couverture vaccinale (86% de la population était vaccinée à fin mars, mais le taux est très inférieur chez les plus âgés). Au 24 mars, les villes et régions concernées par un confinement strict (par exemple Jilin et Dongguan) représentaient environ 9% du PIB chinois et celles touchées par des restrictions moins sévères plus de 30% du PIB ; la situation a encore empiré ces derniers jours. Bien que les autorités devraient tenter de limiter les effets des restrictions sur l'activité des usines, certains sites de production connaissent actuellement des perturbations. Surtout, le transport des marchandises et de nombreux secteurs de services (loisirs, commerce de détail, mobilités, etc.) sont fortement pénalisés et pourraient le rester aussi longtemps que la menace épidémique persistera. Cette situation n'aide pas le marché immobilier, dont la correction se poursuit. Le prix moyen des logements baisse lentement (-2% environ depuis juillet 2021 pour les 70 principales villes) et le volume de transactions continue de chuter (-10% en g.a. en janvier-février), aggravant les difficultés des promoteurs immobiliers.

La croissance industrielle, qui avait réaccélééré depuis octobre, devrait marquer le pas à partir de mars. Elle est freinée par les mesures anti-Covid, la faiblesse de la demande intérieure ainsi que par le ralentissement de la demande mondiale et les nouvelles perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, provoquées par la guerre en Ukraine. Après leur performance extrêmement solide des deux dernières années, les exportations devraient ralentir fortement en 2022.

Les répercussions directes de la guerre en Ukraine sur l'activité en Chine devraient être limitées. D'une part, les exportations de la Chine vers la Russie et l'Ukraine représentent seulement 2,3% de ses exportations totales, et ses achats en provenance de ces deux pays moins de 3% de ses importations. D'autre part, l'effet à court terme de la flambée des cours mondiaux des matières premières sur l'indice des prix à la consommation et le pouvoir d'achat des ménages devrait être modéré, notamment du fait de l'existence de contrôles partiels sur les prix de l'énergie et des céréales. En revanche, l'inflation des prix à la production devrait rester élevée (elle s'est établie à 8,1% en 2021), ce qui pourrait freiner l'activité industrielle. Certains secteurs

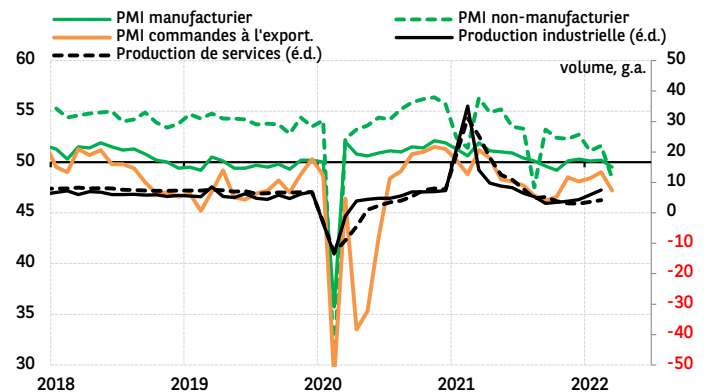
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CHINE : NOUVEAU RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EN MARS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : NBS

devraient également faire face à des problèmes d'approvisionnement, en provenance d'Ukraine tout au moins. La Chine est dépendante de la Russie et/ou de l'Ukraine pour son approvisionnement en pétrole (14% de ses importations totales de pétrole), en bois (19%), en métaux industriels (environ 7%), certaines céréales (50% pour le maïs, moins de 1% pour le blé) ou encore en fertilisants (22%).

Dans ce contexte, l'objectif de croissance fixé par Pékin à 5,5% pour 2022 semble très ambitieux, et les autorités accélèrent l'assouplissement des politiques budgétaire et monétaire.

Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

LA BANQUE DU JAPON DANS UNE POSITION INCONFORTABLE

Tandis que la Réserve Fédérale américaine a entamé le relèvement de son taux directeur, la Banque du Japon poursuit sa politique très accommodante. Ses marges de manœuvre se resserrent néanmoins en raison de la dépréciation significative du yen qui complique sa politique de contrôle de la courbe des taux. Des ajustements sur ce mécanisme sont anticipés. Le soutien à l'économie devrait persister en 2022 tant sur le plan monétaire que budgétaire, dans un environnement particulièrement difficile pour les industriels japonais, durement affectés par les perturbations sur les chaînes de production mondiales et le ralentissement de l'économie chinoise.

La dernière enquête Tankan reflète les inquiétudes des entreprises : si l'indice de diffusion global a enregistré une légère baisse (de 2 à 0, soit un niveau d'équilibre entre le nombre d'entreprises indiquant une détérioration de leur situation et celles indiquant une amélioration), les anticipations pour le prochain trimestre se sont dégradées significativement dans les secteurs particulièrement affectés par la hausse du cours des matières premières ou par leur pénurie. C'est le cas des grandes entreprises de la sidérurgie, de l'industrie du bois ou des fabricants des machines industrielles. La confiance est en recul également dans l'industrie papetière et celle de la céramique. En raison du poids important de l'industrie dans son économie (21% du PIB en 2019) et de sa forte imbrication dans les chaînes de production mondiales, le Japon est très affecté par les perturbations de ces dernières, en Chine notamment, pays qui constitue le premier débouché à ses exportations.

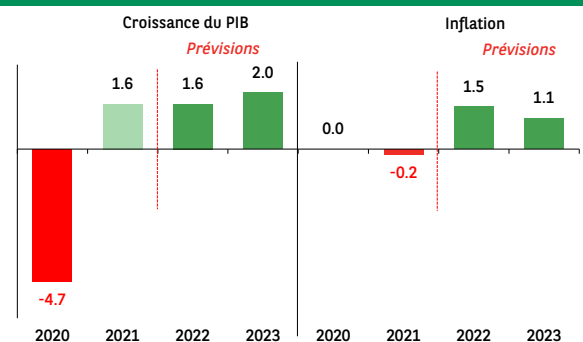
Par ailleurs, l'économie japonaise n'était pas totalement sortie de la crise sanitaire cet hiver, le pays ayant subi une nouvelle vague de contaminations liée au variant Omicron. Après un début très poussif, la campagne vaccinale s'est accélérée. Le taux de vaccination désormais élevé (80%) devrait permettre à l'activité économique de subir moins d'à-coups. Néanmoins, elle aura été freinée au T1 par la pandémie et les premières répercussions économiques de la guerre en Ukraine. Le rebond d'activité avait été déjà peu marqué en 2021, à 1,7%, après une contraction de 4,5% en 2020.

CHUTE DU YEN : UN DILEMME POUR LA BOJ ?

La devise japonaise s'est affaiblie fin mars, sous les 120 JPY/USD, pour la première fois en sept ans (graphique 2). Le soutien à l'activité par un affaiblissement de la devise a joué un rôle important dans le programme Abenomics de reflation entamé en 2012. Le yen a déjà connu une baisse importante, entre septembre 2012 et mai 2015. Si cela semble avoir soutenu la croissance économique (l'écart de production par rapport à son niveau potentiel s'est réduit au cours de ces années), cette stratégie trouve ses limites dans le contexte actuel. La divergence importante de politique monétaire entre les États-Unis et le Japon entraîne aujourd'hui une baisse des achats de la devise japonaise. Or, un yen plus faible amplifie la hausse du prix des importations, déjà très importante, ce qui contribue à davantage d'inflation et d'érosion du pouvoir d'achat des ménages. La Banque du Japon est donc confrontée à un dilemme : maintenir le statu quo de sa politique de contrôle des taux (très accommodante mais qui pourrait prolonger la chute du yen) ou procéder à un réajustement (ce qui permettrait d'enrayer la dépréciation de la devise, au prix de conditions de crédit moins avantageuses). Une hausse du plafond du corridor (actuellement à 0,25% sur les taux obligataires à 10 ans) est assez largement envisagée.

L'inflation devrait accélérer sensiblement en avril pour se rapprocher de sa cible de 2%, elle pourrait même la dépasser. Les raisons sont triples : (i) un effet de base important s'exercera sur les prix de la téléphonie (qui ont chuté de près de 40% en avril 2021), (ii) la hausse

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

TAUX DE CHANGE USD/JPY



GRAPHIQUE 2

SOURCE : REFINITIV

des coûts de l'énergie qui aura un effet plus pérenne sur l'inflation tout au long de 2022, (iii) les pressions sur d'autres postes de dépenses (notamment les produits alimentaires) s'accroissent progressivement. La question est désormais de savoir jusqu'où les entreprises japonaises seront capables d'absorber cette hausse des coûts de production et d'en limiter la répercussion sur leurs prix de ventes. Les entreprises japonaises bénéficiaient encore de marges importantes en 2021¹, mais elles vont devoir les réduire cette année bien plus drastiquement.

Achevé de rédiger le 4 avril 2022

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Ce que révèlent à la fois l'enquête trimestrielle du ministère des finances (r3.10-12e.pdf (mof.go.jp)) et le Tankan (boj.or.jp).

À QUEL POINT FAUT-IL S'INQUIÉTER DU RISQUE DE STAGFLATION ?

La guerre en Ukraine complique la tâche de la Banque centrale européenne qui doit arbitrer entre lutter contre le risque inflationniste et soutenir la croissance. Lors de sa réunion du 10 mars dernier, les préoccupations concernant l'inflation ont dominé et la fin probable au T3 des achats nets d'actifs dans le cadre du programme APP a été annoncée. La voie est ouverte pour amorcer la remontée du taux de dépôt mais le timing reste très incertain. Le choc inflationniste s'amplifie et la croissance de la zone euro est de plus en plus menacée. La dynamique conjoncturelle préexistante, l'excès d'épargne, les besoins d'investissement et les mesures de soutien budgétaire permettent toutefois de tempérer le risque de stagflation.

Jusqu'en février 2022, la détérioration des enquêtes de confiance auprès des consommateurs et des entreprises de la zone euro était restée relativement limitée malgré les pressions inflationnistes et les contraintes d'offre à l'œuvre. La guerre en Ukraine, qui a éclaté le 24 février dernier, change la donne. L'impact est brutal sur la confiance des ménages, il est un peu moins marqué sur le climat des affaires¹. À l'horizon des prochains mois, la baisse de la confiance des ménages pourrait se modérer mais celle du climat des affaires devrait s'amplifier.

On ignore quelle sera l'ampleur du freinage de la croissance dû à cette détérioration de la confiance et au choc inflationniste. Si l'on regarde les effets du seul choc pétrolier et que l'on retient l'estimation selon laquelle une hausse de 10 USD/baril amputerait la croissance de 0,2-0,3 point de pourcentage à l'horizon d'un an, alors la hausse d'environ 50 USD du baril de Brent entre janvier 2021 et mars 2022 ôterait entre 1 et 1,5 point à la croissance de la zone euro en 2022. Le choc est conséquent et il se double de fortes hausses des prix du gaz et de l'électricité, et de ceux de nombreuses autres matières premières. Mais l'économie était encore en phase de rebond post-Covid et bénéficiait d'un élan important (i.e. acquis de croissance de 1,9% au T4 2021). Avant le déclenchement de la guerre, nous tablions sur une croissance de l'ordre de 4% en 2022. Ce point de départ très haut permet de conserver une prévision post-conflit positive et relativement élevée en moyenne annuelle : 2,8% selon notre scénario central². Mais cela masque une croissance trimestrielle faible et quelques trimestres négatifs ne sont pas à exclure.

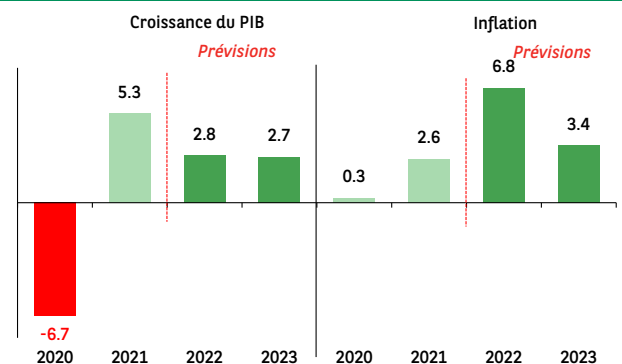
Dans ce contexte, à quel point faut-il s'inquiéter du risque de stagflation ? Pour l'heure, nous n'en sommes pas là si l'on considère la stagflation comme un phénomène pluriannuel combinant chômage élevé et inflation forte (cf. graphique 2). Certes, cette dernière poursuit son envolée (7,5% en glissement annuel en mars selon l'estimation flash d'Eurostat) mais le taux de chômage continue de baisser (6,8% de la population active en février). La détérioration limitée, en mars, du jugement des entreprises sur les perspectives d'emploi est également rassurante. Dans notre scénario central, l'impact de la guerre sur la croissance est amorti par les mesures de soutien budgétaire, la mobilisation d'une partie de l'excès d'épargne et les besoins d'investissement préexistants et révélés par le conflit.

Le choc reste temporaire (croissance du PIB attendue à 2,7% en 2023), ce qui devrait limiter la remontée du taux de chômage : la hausse de l'inflation ne dégènerait donc pas en stagflation. Le risque est toutefois réel étant donné les risques baissiers qui pèsent sur la croissance (la détérioration du jugement des ménages sur les perspectives de chômage est notamment à surveiller) et les risques haussiers sur l'inflation. Celle-ci reste essentiellement énergétique mais le choc se diffuse (3% a/a d'inflation sous-jacente en mars), tandis que le niveau et le timing du pic restent très incertains. Même si l'on ne voit pas encore de signes d'une boucle prix-salaires, le contexte est clairement plus inflationniste, ce qui explique le durcissement de ton de la BCE lors de sa réunion du 10 mars. Celle-ci s'appuie toutefois

¹ Ecoweek n°22-14, Baromètre zone euro et éditorial.

² Ce scénario central, en date du 13 mars, repose sur les hypothèses de travail suivantes : pas d'escalade dans le conflit russo-ukrainien mais une période prolongée d'incertitude ; maintien des sanctions ; pic du pétrole attendu à 150 USD/baril avant un reflux à 120 USD/baril à l'horizon de la fin de l'année ; rupture partielle d'approvisionnement en pétrole et gaz.

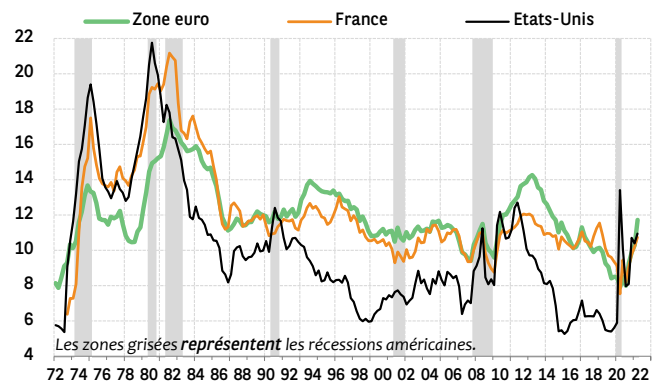
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UNE MESURE DE LA STAGFLATION : L'INDICE D'APPAUVRISSMENT (SOMME DU TAUX DE CHÔMAGE ET DE L'INFLATION)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, OCDE, INSEE, BLS, BNP PARIBAS

aussi sur des prévisions de croissance qui pèchent probablement par optimisme (3,7% en 2022 et 2,8% en 2023 selon le scénario central). Si la Banque centrale a, sur cette base, préparé le terrain à un arrêt, au T3 2022, des achats nets d'actifs, dans le cadre de son programme APP (Asset Purchase Programme), il reste conditionné aux données. Et si cet arrêt ouvre la voie à la remontée du taux de dépôt, d'ici la fin de l'année, le timing reste incertain.

Achévé de rédiger le 5 avril 2022

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com



ALLEMAGNE

8

DERRIÈRE LA CROISSANCE, LA RÉCESSION ?

Parmi les quatre plus grandes économies de la zone euro, l'Allemagne affiche les perspectives de croissance à l'horizon 2022 les moins bonnes. Selon nos prévisions, le PIB allemand augmenterait d'environ 2% quand la croissance avoisinerait 3% en France et en Italie et frôlerait 5% en Espagne. L'acquis de croissance au T4 2021 est moins élevé outre-Rhin, l'exposition aux répercussions économiques de la guerre en Ukraine est plus grande et elles s'ajoutent aux difficultés d'approvisionnement préexistantes de l'industrie. La chute de l'indice ifo en mars, en particulier des anticipations des entreprises, en atteste et alerte sur le risque de récession.

L'Allemagne est, des quatre plus grandes économies de la zone euro, la plus exposée aux répercussions économiques de la guerre en Ukraine menée par la Russie depuis le 24 février dernier. Selon notre indicateur de dépendance¹, l'Allemagne occupe en effet la position moyenne de 15,5 quand la France est à 11,7, l'Italie à 13,3 et l'Espagne à 12,1. À titre de comparaison complémentaire, le pays le plus dépendant est la Lituanie (position moyenne de 20,2) et le moins dépendant, l'Irlande (9). La position de l'Allemagne découle notamment du poids important de la Russie dans ses importations de gaz. L'ouverture commerciale du pays le rend également plus vulnérable aux effets rétroactifs, sur ses exportations, des difficultés des pays les plus touchés et du choc récessif en Russie et en Ukraine. Le poids dans l'IPCH de la composante « énergie » est également relativement élevé (11,7% en 2019 contre 10,5% pour l'UE, 9,2% en France comme en Italie, l'Espagne étant proche de l'Allemagne, à 11,6%). C'est un élément d'explication de l'inflation nettement plus élevée outre-Rhin (7,6% a/a en mars selon l'estimation préliminaire d'Eurostat) que de ce côté-ci (5,1%). Si la poussée à venir de l'inflation alimentaire est à surveiller également, l'Allemagne y apparaît en revanche moins exposée que la France, l'Italie ou l'Espagne (poids respectif de l'alimentation dans l'IPCH : 9,8%, 14,6%, 15,9%, 17%).

Le poids de la dépendance allemande est visible dans les dernières enquêtes sur le climat des affaires (s'y ajoute l'effet sectoriel du poids important de l'industrie, qui était déjà pénalisée par les difficultés d'approvisionnement préexistantes au conflit russo-ukrainien). L'indice ifo en particulier a fortement chuté en mars. Ainsi, selon l'« horloge du cycle des affaires », la zone de récession se rapproche du fait de la détérioration des anticipations des entreprises (cf. graphique 2).

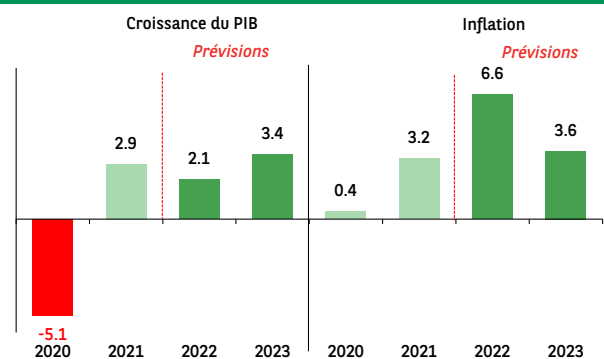
Il est possible que cette détérioration importante du climat des affaires envoie un signal exagérément pessimiste. Le marché du travail n'est pas touché pour le moment, ce qui est rassurant (les difficultés de recrutement restent fortes et les intentions d'embauche élevées). La politique budgétaire fournit également une protection significative contre le choc de la guerre. La revalorisation importante du Smic au 1^{er} octobre (à 12 EUR l'heure, +22%) arrive tardivement par rapport au choc inflationniste actuel mais amortit tout de même ce choc sur le pouvoir d'achat des ménages.

Le risque de récession apparaît plus élevé en Allemagne qu'en France, compte tenu notamment de la dépendance plus importante susmentionnée et parce que la croissance allemande était déjà dans le rouge au T4 2021 (-0,3% t/t). Si récession il y avait, elle pourrait cependant n'être que « technique » (deux à trois trimestres consécutifs de contraction du PIB) et ne pas s'inscrire dans la durée. C'est tout ce que l'on peut espérer dans le contexte actuel mais le risque est à surveiller de près.

Autre point négatif pour l'Allemagne : l'acquis de croissance au T4 2021 y est nettement moins favorable qu'en France, en Italie ou en Espagne (respectivement 1,1%, 2,4%, 2,3%, 3,2%), ce qui pèse mécaniquement sur la croissance en 2022 en moyenne annuelle. Au final, nous prévoyons une croissance allemande autour de 2% cette année quand elle avoisinerait 3% en France et en Italie et frôlerait 5% en

¹ Plus le chiffre est élevé, plus la dépendance est grande. Cet indicateur fait la moyenne des positions d'un pays donné pour chacune des 23 variables considérées dans notre cartographie (cf. EcoFlash 22-07).

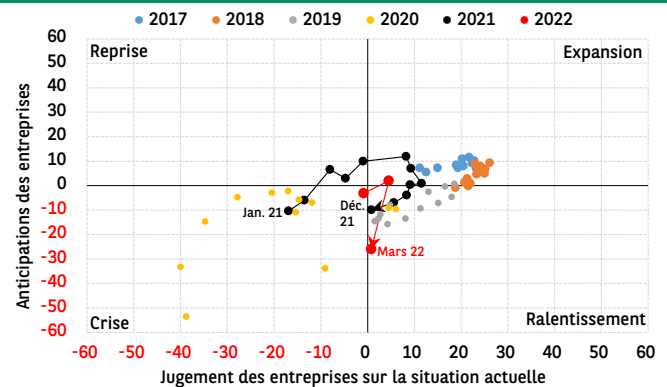
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

HORLOGE IFO DU CYCLE DES AFFAIRES DEPUIS 2017 (SOLDES DÉTENDÉS, CVS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IFO, BNP PARIBAS

Espagne. À titre de comparaison, notre prévision pour l'Allemagne est inférieure à celle du scénario central de l'ifo (3,1%) mais comparable à celle de leur scénario alternatif (2,2%) et à celle du Conseil des sages (1,8%). L'importance de l'effet d'acquis rend toutefois plus difficile que d'habitude la comparaison des chiffres de croissance des différentes économies, y compris en 2023 où la croissance allemande reprendrait en apparence de la vigueur (3,4%) et dépasserait celle des trois autres pays, qui continuerait de ralentir pour se situer, d'après nos prévisions, dans une fourchette comprise entre 2 et 3%.

Achévé de rédiger le 11 avril 2022

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE CROISSANCE FAIBLE PLUTÔT QU'UNE RÉCESSION

L'inflation a continué de croître début 2022 jusqu'à peser très fortement sur la confiance des ménages français à partir de mars. Cette problématique de pouvoir d'achat augure d'un repli de la consommation. Le soutien budgétaire a permis de limiter la hausse de l'inflation (de près de 2 points de pourcentage en avril), autorisant le maintien d'une croissance légèrement positive (0,3% pour le T1 et 0,1% pour le T2 selon nos prévisions).

La conjoncture française est marquée, depuis début 2021, par une succession de vents porteurs et de vents contraires, qui lui confèrent un caractère plus incertain. La recrudescence de l'épidémie de Covid-19 a d'abord pesé sur les services, de décembre à janvier, avec le renforcement des restrictions sanitaires. Leur levée, à partir de février, a entraîné un rebond de l'indice de confiance dans les services, laissant présager d'un retour au rythme d'activité soutenu de l'automne 2021. Toutefois, le choc lié au conflit russo-ukrainien est venu fragiliser cette dynamique, renforçant la tendance à l'accélération de l'inflation avec la hausse du coût du carburant dès mars. Un phénomène qui continuera à se matérialiser au 2^e trimestre, et qui tient à des effets de second tour sur les biens manufacturés, les services et l'essentiel de l'alimentation.

LES MÉNAGES ANTICIPENT LA POURSUITE DE L'INFLATION

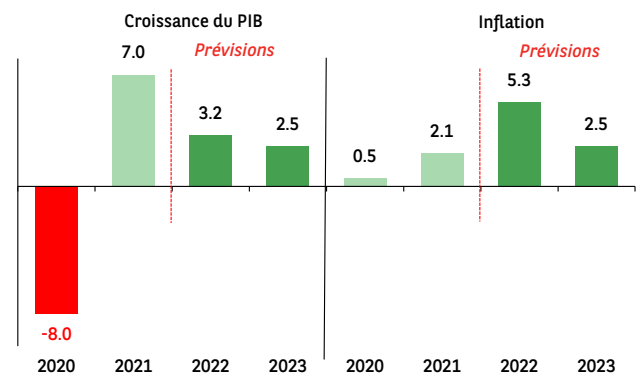
La confiance des ménages s'est repliée de 6 points au mois de mars 2022 par rapport à février selon l'Insee, une baisse d'une ampleur qui n'a été atteinte ou dépassée que lors de la récession de 1993 ou du confinement d'avril 2020. Le jugement des ménages sur l'inflation passée est dégradé en mars, mais évolue peu par rapport à février. *A contrario*, ils sont désormais nettement plus nombreux à anticiper une poursuite de la hausse des prix dans les 12 prochains mois, avec une balance de réponses qui se détériore de 50 points en mars pour atteindre son record historique. Un choc que les ménages espéraient ponctuel est remplacé dans leur esprit par un phénomène plus durable, avec un impact probable sur leurs dépenses. Selon nos estimations, le poids des dépenses en énergie (logement et transports) devrait ainsi atteindre en 2022 10,3% de la consommation des ménages (selon un scénario de maintien du prix du baril de pétrole au dessus de 100 USD/baril tout au long de 2022), une proportion plus atteinte depuis 1986.

Le soutien budgétaire est important pour atténuer le choc. Sans ce soutien, la part des dépenses en énergie s'approcherait ponctuellement du record absolu de 11,6% enregistré lors de la vague de froid du début 1985. Le gain de pouvoir d'achat de 0,8% t/t observé au 4^e trimestre 2021 correspond aux trois-quarts à l'indemnité inflation de 100 euros versée à près de 23 millions de Français fin 2021 (elle devait intervenir début 2022 pour les 15 autres millions d'entre eux concernés par la mesure).

Ce soutien aux ménages passe également par le gel des tarifs réglementés du gaz (depuis octobre 2021, récemment prolongé jusqu'à fin 2022) et de l'électricité (jusqu'à fin 2022, après une hausse limitée à 4% en février), ainsi que la réduction de 18 centimes par litre de carburant applicable du 1^{er} avril au 31 juillet (avec un effort additionnel à la discrétion des détaillants). Sans ces mesures, l'inflation serait supérieure de près de 2 points de pourcentage (1,5 point selon un calcul au mois de février de l'Insee concernait le gaz et l'électricité, 0,5 point concerne selon nos estimations le carburant à partir d'avril) à ce qu'elle devrait être au mois d'avril (4,7% selon nos prévisions).

Cela réduit d'autant la ponction sur le pouvoir d'achat des ménages au prix d'un coût global net pour les finances publiques que nous estimons à EUR 21,5 mds (soit 26 mds de mesures supplémentaires compensées par des recettes additionnelles de 4,5 mds). Sont incluses les mesures

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

destinées aux entreprises (prise en charge de la moitié du surcoût en énergie pour les entreprises dont les dépenses en énergie dépassent 3% du chiffre d'affaires (CA), plafond des prêts garantis par l'État relevé de 25% à 35% du CA, mesures sectorielles ciblées).

LES ENTREPRISES OPTENT POUR LA PRUDENCE

L'enquête réalisée par l'AFTE et le Rexecode sur la trésorerie des entreprises montre que les tensions inflationnistes pèsent aussi sur ces dernières, avec une détérioration du solde d'opinion sur leur trésorerie d'exploitation de 12 points en mars. Les enquêtes de l'Insee sur le climat des affaires soulignent également que les entreprises sont de façon croissante contraintes de transmettre leurs hausses de coûts à leurs prix de vente, singulièrement dans les biens à destination des ménages (dont l'alimentation).

L'impact anticipé du choc d'inflation sur la consommation des ménages ajoute aux difficultés que les entreprises rencontrent, les conduisant à prévoir de revoir leur production à la baisse, singulièrement dans l'automobile, la chimie et l'informatique/électronique. L'incertitude sur la demande étrangère et sur la sécurité des approvisionnements industriels en énergie et en métaux ajoute à ces motifs de prudence.

La croissance devrait donc marquer le pas, à 0,3% t/t au T1 (après 0,7% t/t au T4 2021) et 0,1% t/t au T2 selon nos estimations, le soutien de la politique économique atténuant le choc de prix, ce qui permet d'éviter la récession à court terme. Notre prévision de croissance pour 2022 est revue à la baisse de 1 point de pourcentage, à 3,2% en moyenne annuelle.

Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE DANS UN SCÉNARIO PLUS INCERTAIN

Au T4 2022, le PIB réel a crû de 0,6%, après une hausse de +2,7% au T2 et +2,5% au T3. Le ralentissement a été général. L'activité dans l'industrie manufacturière a stagné et les services ont pâti de l'augmentation des cas de Covid. L'envolée d'une l'inflation, plus persistante que prévu, nourrit l'incertitude. En mars 2022, l'indice des prix à la consommation a grimpé de 6,7% en g.a. La détérioration de l'environnement économique n'a pas encore affecté le marché du travail. Entre décembre 2021 et février 2022, la population active s'est accrue (+ 100 000 personnes), retrouvant quasiment son niveau de pré-pandémie. Dans les prochains mois, l'économie devrait bénéficier de l'allègement des restrictions sanitaires, mais subira l'impact négatif de la crise internationale, qui, selon les estimations devrait entraîner un ralentissement de la croissance au T1 comme au T2.

En 2021, l'activité économique italienne a presque entièrement rattrapé la chute enregistrée l'année précédente, progressant de 6,6% contre -9% en 2020. Le profil trimestriel du PIB a reflété l'évolution de la pandémie, la persistance des perturbations dans les approvisionnements et la flambée des prix de l'énergie : après une accélération au cours de l'été (+2,7% t/t au T2 +2,5% au T3), l'activité a accusé un ralentissement significatif au T4 (+0,6%). Cette décélération a concerné tous les secteurs : stagnation de l'industrie manufacturière, impact de la hausse des cas de Covid sur les services, avec une reprise du tourisme toujours décevante. La consommation privée, principal moteur de la croissance au T2 et au T3, est restée inchangée au T4, tandis que l'investissement a progressé de près de 3%. Sur la période d'octobre à décembre, les exportations nettes ont amputé la croissance totale de 1%, les importations ayant augmenté davantage que les exportations.

L'année 2022 a commencé sur fond d'essoufflement de la dynamique économique. En janvier, la production manufacturière a reculé de près de 3,5% m/m. La confiance des entreprises comme celle des consommateurs s'est dégradée et la consommation a marqué le pas, la hausse de l'inflation entamant le pouvoir d'achat des ménages. Dans les prochains mois, l'économie devrait bénéficier de l'allègement des restrictions sanitaires, mais elle pâtira de l'impact négatif de la crise internationale, qui devrait freiner la croissance du PIB au T1 comme au T2.

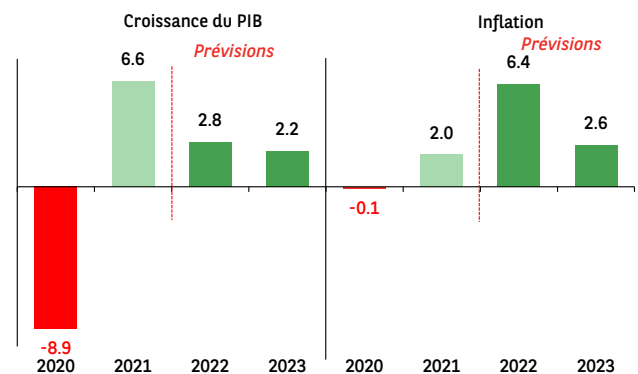
AUGMENTATION DE L'INFLATION

En Italie, la hausse du taux d'une inflation plus persistante que prévu nourrit l'incertitude. En mars 2022, l'indice national des prix à la consommation a progressé de 1,2% m/m et de 6,7% en g.a. (contre +5,7% en février). L'augmentation annuelle est principalement due à celle des prix de l'énergie (de +45,9% en février à +52,9%), ainsi que, dans une moindre mesure, à celle des produits alimentaires transformés (de +3,1% à +4,0%) et des produits alimentaires non transformés (de +6,9% à +8,0%). La hausse des prix dans les services liés aux transports a ralenti (de +1,4% à +1,0%). En mars, l'inflation sous-jacente a augmenté de 2,0% en g.a. (contre +1,7% en février). Le taux annuel de variation des prix des biens s'est inscrit à +10,2% (+8,6% en février) tandis que celui des services s'est établi à +1,8%. En conséquence, l'écart d'inflation entre les biens et les services s'est creusé à -8,4 points de pourcentage (contre -6,8 en février). En mars 2022, l'indice italien des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 2,6% m/m et de 7,0% en g.a..

L'INCERTITUDE N'A PAS AFFECTÉ LE MARCHÉ DU TRAVAIL

La détérioration du paysage économique, due aux tensions géopolitiques et à la persistance de l'inflation, n'a pas encore eu d'impact sur le marché du travail. D'après les données les plus récentes, entre décembre 2021 et février 2022, le marché du travail a compté

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

100 000 actifs de plus, tandis que le nombre des chômeurs et celui des inactifs ont, respectivement, baissé de 98 000 et de 87 000. Les données corrigées des variations saisonnières montrent qu'en février 2022, le nombre de personnes occupant un emploi était inférieur de 92 000 à celui de décembre 2019 (avant que la pandémie ne frappe l'Italie), soit un net redressement par rapport au déficit d'emplois maximum de 986 000, enregistré en juin 2020. L'écart par rapport au niveau d'emploi de décembre 2019 est presque entièrement dû à la composante féminine.

La reprise du marché du travail après la pandémie a essentiellement été favorable aux seniors : en février 2022, les actifs occupés de plus de 50 ans étaient 279 000 de plus qu'en décembre 2019, tandis qu'à la même période, ceux âgés de 35 à 49 ans étaient environ 421 000 de moins.

Sur la même période, le chiffre des actifs a progressé de 78 000, mais avec de fortes disparités selon le statut occupé : en effet, le nombre de salariés en contrat à durée déterminée (CDD) a augmenté d'environ 146 000, tandis que les chiffres des salariés en contrat à durée indéterminée (CDI) et celui des travailleurs indépendants ont reculé, respectivement, de 67 000 et de 170 000. Par rapport à la période antérieure à la pandémie, la part des travailleurs indépendants par rapport au nombre total de personnes pourvues d'un emploi a légèrement diminué (de 29% à 28%).

Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

11

L'EMPLOI RÉSISTE, MAIS LE CONTEXTE SOCIAL SE DURCIT

Même si l'Espagne n'est pas l'économie européenne la plus exposée « structurellement » à la guerre en Ukraine, le choc sur les prix énergétiques s'avère très important. L'inflation dépassera certainement les 10% sur un an au cours du printemps. Les manifestations qui ont émaillé le pays, en réponse à la hausse de prix des carburants, ont perturbé l'activité, mais la croissance devrait être peu impactée. Les créations d'emplois ont résisté au T1. La confiance des ménages et les anticipations de commandes des entreprises ont toutefois chuté fortement, ce qui aura des répercussions sur les dynamiques d'embauches. Le rétablissement de l'activité touristique, qui sera plus important qu'en 2021, compensera une partie de la perte en consommation, liée à l'érosion du pouvoir d'achat des ménages espagnols.

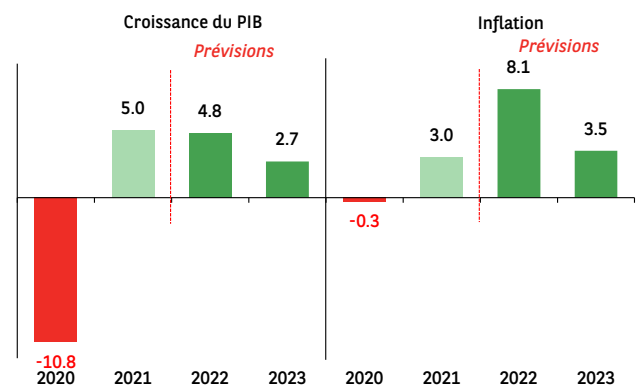
L'Espagne subit de plein fouet le choc énergétique, bien que le pays soit peu dépendant des importations de pétrole et de gaz russes¹. L'inflation a atteint 9,8% en mars et elle devrait progresser. Les prix à la production ont fait un bond spectaculaire (+40,7% en g.a. en février), que les entreprises pourront difficilement absorber dans sa totalité. L'inflation sous-jacente enregistre elle aussi une poussée plus importante (+2,5% en février), ce qui indique que la hausse des prix se diffuse progressivement à l'ensemble de l'économie. La convergence des revendications entre plusieurs professions, très largement impactées par la hausse du prix des carburants, illustre les risques sociaux qui accompagnent cette période de forte inflation. La confiance des ménages en atteste aussi : elle a enregistré en mars la chute la plus importante de son histoire, supérieure à celle d'avril 2020 lors du premier confinement.

En réponse aux mouvements sociaux, et pour faire face aux conséquences économiques de la guerre en Ukraine, le gouvernement a mis en place, fin mars, un plan d'aide temporaire de EUR 16 mds. Ce soutien est prévu, pour l'heure, jusqu'au 30 juin 2022 et comprend deux volets : d'une part, une enveloppe de EUR 6 mds destinée à des aides directes aux ménages et aux entreprises (elle inclut notamment une subvention de EUR 0,20 par litre d'essence), ainsi que des réductions d'impôts ; d'autre part, de nouvelles lignes de crédit, à hauteur de EUR 10 mds, ont été débloquées. Ces mesures font suite à deux réformes structurelles introduites cet hiver par le Parlement et qui seront favorables à la croissance : la loi sur le logement (qui renforce l'encadrement des loyers) et celle portant sur le marché du travail (qui durcit le recours aux contrats temporaires).

LE MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE DYNAMIQUE

Le marché du travail a continué de surprendre favorablement au premier trimestre 2022. Le nombre de nouvelles affiliations à la sécurité sociale a progressé de 0,9% (+171 716) au T1. La croissance de l'emploi est soutenue dans certains secteurs à forte valeur ajoutée, comme l'information et la communication ou les professions scientifiques et techniques, tandis que les embauches dans la restauration et l'hôtellerie continuent de reprendre des couleurs avec le relâchement des contraintes sanitaires. Les embauches en CDI se sont accrues notablement au cours du T1, les entreprises ayant anticipé les changements des règles de recrutement, qui sont entrées officiellement en vigueur le 1^{er} avril. Le taux de chômage est retombé à 12,6% en février, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis 2008.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Au regard de la détérioration des enquêtes PMI et de la Commission européenne, cette amélioration sur le front de l'emploi pourrait néanmoins connaître une halte au printemps. Des revendications salariales plus importantes en raison de l'inflation pourraient aussi constituer un frein aux embauches. La Banque d'Espagne ne considère pas ce risque comme élevé en 2022, mais elle pointe la possibilité de hausses de salaires plus conséquentes en 2023, à mesure que davantage de travailleurs intégreront dans leur contrat des clauses d'ajustement des salaires à l'inflation².

Le début d'année a été mouvementé sur la scène politique. Il a été marqué notamment par la percée du parti d'extrême droite Vox aux élections régionales de Castille et Leon et le remplacement du chef du parti conservateur³. Les relations restent également tendues au sein de la coalition au pouvoir, et entre le gouvernement et les partis nationalistes catalans (ERC) et basques (PNV) dont le ralliement (ou l'abstention) est souvent nécessaire pour dégager une majorité au Parlement. Le ralliement très tardif de l'ERC à la loi sur le logement a constitué le dernier exemple marquant. Le climat risque de se tendre davantage au cours des douze prochains mois avec le contexte social difficile et les élections législatives de décembre 2023 qui se rapprochent et dont l'issue, selon les sondages actuels, reste très incertaine.

Achevé de rédiger le 4 avril 2022

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Les sources principales d'approvisionnement de l'Espagne se situent, pour le gaz, en Algérie et aux États-Unis, et pour le pétrole au Nigéria et au Mexique.

² Mario Izquierdo et Isabel Soler, *An initial analysis of the impact of inflation on collective bargaining in 2022*, Banque d'Espagne, avril 2022.

³ Démission de Pablo Casado, remplacé par l'actuel président de la région autonome de Galice, Alberto Núñez Feijóo.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BELGIQUE

12

UN IMPACT INÉLUCTABLE

Le PIB belge a progressé de 0,5 % au T4 2021, enregistrant une croissance annuelle de 6,1%. L'économie s'est redressée et a retrouvé ses niveaux pré-Covid plus rapidement qu'attendu. Notre scénario de base prévoyait un ralentissement progressif par rapport à une croissance supérieure à son potentiel, et ce malgré la poursuite de la trajectoire haussière des prix (énergie) et les tensions sur le marché du travail. La guerre en Ukraine remet en question ce scénario. Nous prévoyons désormais une baisse de la croissance d'un point de pourcentage et le relèvement de plus de 2 pp de la prévision d'inflation.

Le PIB de la Belgique a dépassé son niveau d'avant-crise pour la première fois au T1 2021. L'année s'est terminée sur une note positive, avec une croissance de 0,5% t/t supérieure au potentiel. Cependant, les exportations et les variations nettes des stocks ont été les seules composantes du PIB à y contribuer positivement. La consommation privée, les dépenses publiques et l'investissement s'inscrivent en repli en base trimestrielle, en raison de mesures de confinement réintroduites fin 2021.

Depuis le début de l'invasion russe en Ukraine, les perspectives se sont nettement dégradées. D'après nos prévisions, les prix des hydrocarbures et d'autres matières premières devraient se maintenir à des niveaux élevés tandis que la confiance des consommateurs devrait plonger. Nos prévisions de croissance du PIB pour l'année 2022 sont ainsi passées de 3,1% à 2,1%. Par ailleurs, le scénario d'une inflation durablement élevée semble inévitable. L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait atteindre un point culminant au deuxième trimestre (seulement) et se maintenir au-dessus de l'objectif de 2%, fixé par la BCE pendant une bonne partie de l'année prochaine.

Dans le sillage de la guerre en Ukraine, l'indice de confiance des consommateurs de la banque centrale (BNB) a accusé, en mars, son plus fort repli jamais enregistré et on ignore quel sera l'impact sur les dépenses réelles de consommation. D'après notre modèle interne, qui calcule les dépenses des ménages à partir des volumes agrégés des transactions de notre clientèle de particuliers, les dépenses auraient baissé en février. De plus, les dépenses totales en base nominale sont restées en dessous de leur niveau pré-Covid. Compte tenu de la forte hausse de l'inflation, le volume des dépenses pourrait être inférieur de près de 10% à son niveau d'avant-crise. La croissance de la consommation privée devrait rester en deçà de sa moyenne de long terme au cours de 2022.

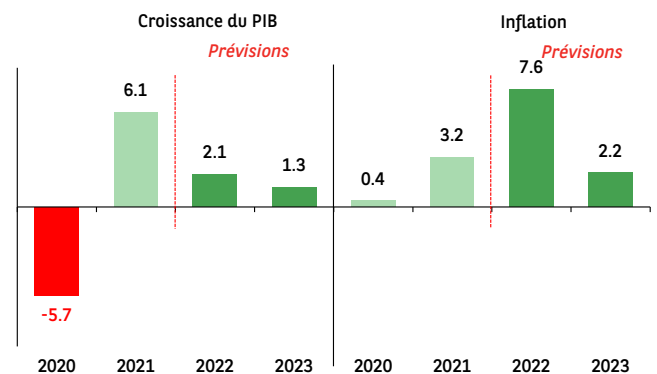
Le marché du travail affiche une bonne tenue. En janvier, le taux de chômage s'est établi à 5,6%, son plus bas niveau depuis la levée des premières mesures de confinement. Par ailleurs, le niveau d'emploi total a dépassé le seuil des cinq millions l'année dernière, le nombre de travailleurs indépendants a continué à augmenter à un rythme supérieur à la tendance et le nombre de femmes ayant suivi des études supérieures et qui occupent un emploi n'a jamais été aussi élevé. Par ailleurs, le taux de vacance reste élevé, à 5,8%. Les difficultés de recrutement semblent toutefois plus fortes en Belgique que dans les pays voisins.

PÉNURIES DE MAIN D'ŒUVRE ET D'APPROVISIONNEMENT

En début d'année, 25% des entreprises manufacturières belges désignaient le manque de main-d'œuvre comme facteur limitant leur production contre 10% à peine en 2021. La concurrence dans le recrutement aura un impact sur les salaires auxquels s'applique, en outre, une indexation automatique.

La BNB s'attend, en conséquence, à une hausse de plus de 10% des salaires horaires dans le secteur privé au cours des deux prochaines années. C'est bien plus que l'augmentation moyenne attendue dans les pays voisins (France, Allemagne et Pays-Bas). La compétitivité internationale des entreprises belges pourrait en pâtir. Autre facteur limitant tout aussi inquiétant : les difficultés d'approvisionnement. Ainsi, 35% des entreprises manufacturières déclarent manquer de matériel, contre une sur dix à peine un an auparavant. Les fabricants de machines-outils, véhicules et équipements de transport sont les plus gravement touchés. Les entreprises

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

belges vont en partie absorber l'impact de la hausse des coûts en rognant sur leurs marges bénéficiaires. Cela ne suffira pas à faire reculer l'inflation harmonisée qui a atteint un niveau record (9,5%) en février. La fin du conflit armé en Ukraine pourrait accélérer la normalisation des prix des matières premières et des hydrocarbures. Dans la plupart des scénarios, nous tablons sur la poursuite de la trajectoire haussière de l'inflation sous-jacente tout au long de 2022. Ainsi, nous nous tablons sur une inflation de 7,1% pour 2022, contre 3,2% en 2021.

FINANCES PUBLIQUES ET DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Porté par une hausse nominale des recettes, le déficit budgétaire s'est replié en 2021, passant de 9,1% en 2020 à 5,6%, un niveau qui n'en reste pas moins inquiétant. D'après les prévisions de la BNB, le déficit devrait rester supérieur à 4% au-delà de 2024. Les mesures récemment annoncées de protection des catégories à faibles revenus face à la hausse des prix de l'énergie, ajoutées aux investissements supplémentaires visant à réduire la dépendance à l'égard de certains fournisseurs d'énergie, vont compliquer l'assainissement budgétaire. Ainsi, la dette publique, qui a explosé de plus de 10 points de pourcentage au cours de la première année de la pandémie, ne baissera probablement pas de sitôt. Jusqu'à une date récente, les charges d'intérêt annuelles sur l'encours de la dette publique semblaient devoir poursuivre leur trajectoire baissière, l'Agence de la dette belge ayant bloqué les taux d'intérêt aux niveaux bas en vigueur sur les échéances éloignées. Cependant, depuis la fin de 2021, les rendements des obligations d'État belges à 10 ans ont grimpé de 100 points de base. Comme la BCE relèvera probablement les taux avant la fin de l'année, la priorité des politiques publiques devra être donnée à la maîtrise du déficit budgétaire.

Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



UN CHOC INFLATIONNISTE PLUS CONTENU

La large victoire du parti socialiste d'Antonio Costa aux élections législatives de février permet une stabilité politique bienvenue dans le contexte économique actuel. Si le Portugal ne subit pas un choc inflationniste aussi important que la plupart des autres pays européens, et alors que l'État a introduit des mesures de soutien, les enquêtes d'opinion ont toutefois décroché en mars. Il reste à voir jusqu'où cette détérioration altèrera la dynamique des embauches qui reste, pour l'heure, bien orientée. Le taux de chômage, au cours de l'hiver, était proche des niveaux enregistrés au début des années 2000.

Les conséquences économiques de la guerre en Ukraine – en premier lieu la hausse des prix à la production (20,7% a/a en février) et à la consommation (5,3% a/a en mars) – ont conduit à une lourde chute de la confiance des entreprises et des ménages portugais en mars. Sans subir une hausse des prix de l'énergie aussi brutale que ses proches voisins (l'IPC harmonisé pour l'énergie est en hausse de 10,6% contre 18,9% à l'échelle de la zone euro), le pays fait face à des augmentations de prix importantes dans l'alimentation ainsi que dans la restauration-hôtellerie. On ignore encore quelles seront les répercussions exactes sur l'activité et le marché du travail. Le redressement de l'emploi a été meilleur qu'attendu en 2021 et la bonne dynamique s'est poursuivie cet hiver. Le taux de chômage a atteint, en février, son niveau le plus bas en vingt ans (5,8%) – celui des jeunes (19,9%), bien qu'en baisse également, reste au-dessus du niveau de 2019. Le niveau d'emploi se rapproche du pic de 2008, mais accuse encore un déficit de 2%.

Pour amortir la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises, le gouvernement a annoncé différentes mesures : la prolongation, jusqu'à fin avril 2022, des subventions sur les carburants (programme *AUTOvoucher*¹) ; la mise à disposition de nouvelles lignes de financement (EUR 400 millions) pour aider les entreprises dans l'industrie et le transport affectées par le conflit russo-ukrainien ; l'utilisation d'une partie de l'excédent (EUR 150 millions) du fonds environnemental, dont les revenus proviennent essentiellement des enchères de permis d'émission de carbone.

PEU D'INQUIÉTUDES SUR LA DETTE PUBLIQUE À COURT TERME

L'arrêt, en septembre 2021, des mesures de moratoire introduites durant la pandémie² ne semble pas avoir causé de choc de solvabilité pour les entreprises. En outre, le gouvernement a mis en place le programme *Retomar*, dans le but d'amortir cette période transition³. Le Portugal est l'un des pays d'Europe qui ont le plus eu recours aux moratoires durant la crise de la Covid-19 avec, au plus haut, près d'un tiers des prêts accordés aux entreprises couverts par ce dispositif⁴. La hausse actuelle des coûts de production accroît néanmoins les risques de défaillance d'entreprises et de fragilisation du système bancaire portugais. Celui-ci a néanmoins poursuivi son processus d'assainissement et semble plus à même d'encaisser les difficultés éventuelles. Les ratios de prêts non performants ont chuté à 2,3% en février et se situent désormais à un niveau équivalant à celui de fin 2008.

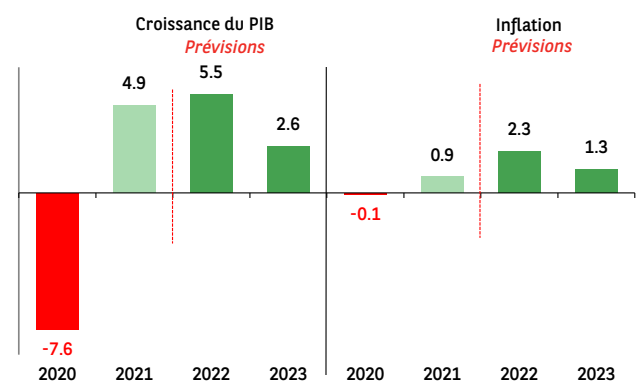
1 Une subvention de EUR 40 centimes par litre d'essence dans la limite de 50 litres, soit une aide maximale de 20 euros.

2 Ces mesures consistaient principalement en un gel temporaire du remboursement des crédits accordés aux ménages et aux entreprises.

3 Dans le cadre de ce programme, les banques disposeront d'une incitation à restructurer les prêts précédemment couverts par un moratoire des entreprises économiquement viables, par l'octroi d'une garantie d'État jusqu'à 25% de l'exposition restructurée.

4 Précisément, 34% des prêts accordés aux entreprises étaient sous moratoire en septembre 2020 (source : Banque du Portugal).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Le déficit public est repassé en 2021 sous la barre des 3% du PIB, à 2,8%. Conséquence du rebond de la croissance, la dette de l'État a reculé nettement en 2021 par rapport à 2020 (127,4% du PIB contre 135,2%), mais le Portugal reste le troisième pays le plus endetté au sein de la zone euro. À court terme, les risques portant sur la dette souveraine du pays sont néanmoins largement contenus. Le Portugal bénéficie de l'appui budgétaire offert par les nouveaux mécanismes européens (programme SURE de soutien à l'emploi, fonds de relance et de résilience européen). L'État peut également se reposer sur des réserves de trésorerie importantes (EUR 15,6 mds ou 7,2% du PIB) afin de faire face à des échéances de remboursement futures.

Les élections législatives de février ont renforcé la position du premier ministre socialiste António Costa. Contrairement au scrutin de 2019, le parti socialiste a obtenu une majorité au Parlement (120 sièges sur 230, contre 108 auparavant), au détriment du parti social-démocrate qui perd 12 sièges (77) et du bloc de gauche qui en cède quatorze (5). Cette élection a été également marquée par la percée du parti de droite conservateur Chega qui obtient 11 sièges supplémentaires (12).

Achevé de rédiger le 4 avril 2022

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



VERT PROTECTEUR

La Suède a beaucoup misé sur les énergies renouvelables, une stratégie qui se révèle aujourd'hui payante face à la flambée des prix du pétrole et du gaz. Si l'inflation accélère dans le royaume, elle reste, à un peu plus de 4%, l'une des plus basses d'Europe. Pour les Suédois, les pertes consécutives de pouvoir d'achat, en partie compensées par le gouvernement, sont limitées. Mais l'inquiétude est ailleurs : en envahissant l'Ukraine, la Russie, pays géographiquement proche, a bouleversé l'opinion, et relancé le débat sur l'adhésion à l'OTAN.

Souvent présentée comme un modèle d'économie sociale de marché, la Suède pourrait tout aussi bien servir d'exemple en matière de politique énergétique. En à peine dix ans, le royaume a réduit de 20% sa dépendance aux combustibles fossiles (pétrole, gaz et charbon) qui comptent aujourd'hui pour moins de 30% de son mix énergétique (contre par exemple encore près de 80% en Allemagne). Les parts du renouvelable (40%) et du nucléaire (30%) ont corrélativement monté, jusqu'à faire de la Suède le pays de l'OCDE le moins émetteur de CO₂ par habitant ou par unité de PIB¹.

RÉSISTANTE MAIS INQUIÈTE

En avance dans la transition écologique, le pays apparaît mieux armé que d'autres face au choc énergétique causé par la guerre russe en Ukraine, bien qu'il ne soit pas totalement épargné. En tant que membre de l'Union européenne, la Suède est tenue d'appliquer les règles du marché unique qui fixent le tarif de l'électricité au coût « marginal » de production le plus élevé, soit actuellement celui des centrales à gaz. Comme partout, les prix du kilowattheure ou des carburants augmentent, et l'inflation accélère. Mais à 4,4% sur un an en février 2022, celle-ci reste parmi les plus basses d'Europe. Les pertes de pouvoir d'achat qui en découlent, partiellement compensées par des baisses de taxes ou des « chèques » destinés aux automobilistes, sont a priori surmontables. D'après le *National Institute of Economic Research* (NIER) les particuliers suédois, qui figurent déjà parmi les plus épargnants au monde, sont susceptibles de puiser dans les réserves accumulées durant la pandémie pour accroître leurs dépenses.

Reste à savoir quelles conséquences la guerre russe en Ukraine aura sur les comportements, l'attentisme pouvant prévaloir pendant quelque temps. Inquiète, l'opinion publique s'est retournée en faveur d'une adhésion à l'Alliance atlantique, une possibilité désormais admise par le gouvernement social-démocrate de Magdalena Andersson, qui, d'ores et déjà, renforce les moyens de la Défense. En mars, l'indice de confiance des ménages, habituellement bien corrélé à la consommation, a lourdement chuté (graphique 2). Les enquêtes auprès des chefs d'entreprise - en particulier le jugement porté par les industriels sur l'évolution des commandes - accusaient aussi le coup.

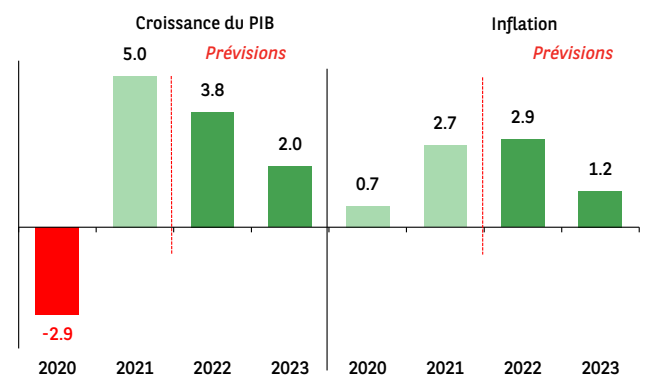
Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Avec le concours de Romane Surel (alternante)

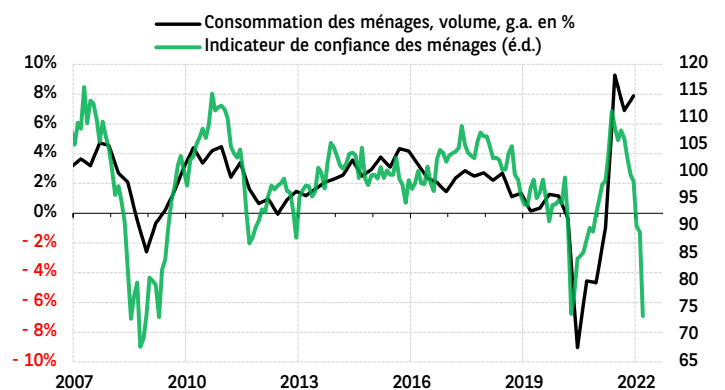
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

SUÈDE : CONFIANCE ET CONSOMMATION DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : SCB, INSTITUT NATIONAL DE LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE

¹ Source : OCDE, Database, Greenhouse gas emissions, <https://stats.oecd.org>

FINLANDE

15

EN PREMIÈRE LIGNE

Contrariée depuis le début d'année par une forte recrudescence de l'épidémie de Covid-19, la reprise de l'économie est désormais menacée par les répercussions de l'offensive militaire russe en Ukraine. Du fait de sa situation géographique, la Finlande est très dépendante de la Russie pour ses importations d'énergie, dont la facture s'alourdit déjà considérablement. Alors que la croissance du PIB a atteint 3,3% en 2021, le chiffre attendu par la Commission européenne, de 3% en 2022, risque de ne pas tenir.

La Finlande a connu une très forte reprise des contaminations au SARS-Cov-2 durant l'hiver, poussant le gouvernement de Sanna Marin à prendre des mesures de restriction (jauge pour les grands évènements, fermeture anticipée des restaurants...). Alors que ces mesures étaient abandonnées le 1er mars 2022, la Finlande, qui partage 1 340 km de frontières avec la Russie, doit maintenant faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine.

TENSIONS SUR LES PRIX DE L'ÉNERGIE

L'année 2021 s'est pourtant bien terminée. Longtemps entravé par la pénurie mondiale de composants, l'investissement a rebondi de 3% (t/t) au dernier trimestre, une dynamique confirmée par les données concernant la confiance et les commandes dans l'industrie. Ces bons chiffres s'expliquent par de moindres difficultés d'approvisionnement, et un rattrapage du retard en équipement de transport. L'amélioration s'est aussi traduite par une hausse de 7,1% (t/t) des exportations au dernier trimestre de 2021. En moyenne sur 2021, le commerce extérieur finlandais a apporté 1,2 point de pourcentage à la croissance, évaluée à 3,3%. Sur les derniers mois de 2021, la consommation privée bénéficie, elle aussi, d'une bonne dynamique.

Pour combien de temps ? Avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'indice de confiance des ménages s'est effondré au mois de mars 2022, subissant la plus forte chute de son histoire. La réappréciation du risque politique, qui a déjà fait basculer l'opinion publique dans le camp d'une adhésion à l'OTAN, se double d'une menace économique sérieuse. Compte tenu de sa dépendance aux hydrocarbures russes (graphique 2) la Finlande est, en effet, l'un des pays de l'Union européenne ayant le plus à perdre dans une escalade des sanctions contre Moscou.

La remontée de l'inflation (5,6% en mars) constitue déjà un problème, qui a amené le gouvernement finlandais à réagir. Les contribuables finlandais pourront ainsi déduire annuellement jusqu'à 8 400 euros de frais de déplacement entre leur domicile et leur travail alors que la limite était de 7000 euros jusqu'ici. Ces mesures, ainsi que la hausse des dépenses publiques en matière de sécurité et de défense, remettent en question la baisse du ratio de dette publique (66,9% du PIB en 2021) voulue par les autorités. La prévision de croissance de la Commission européenne (3% en 2022) sera, quant à elle, très certainement abaissée.

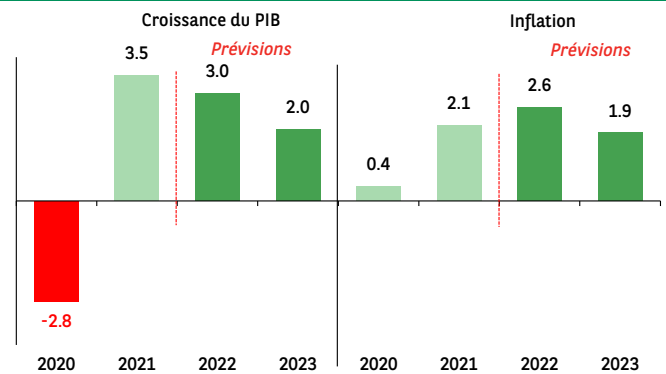
Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Avec le concours de Romane Surel (alternante)

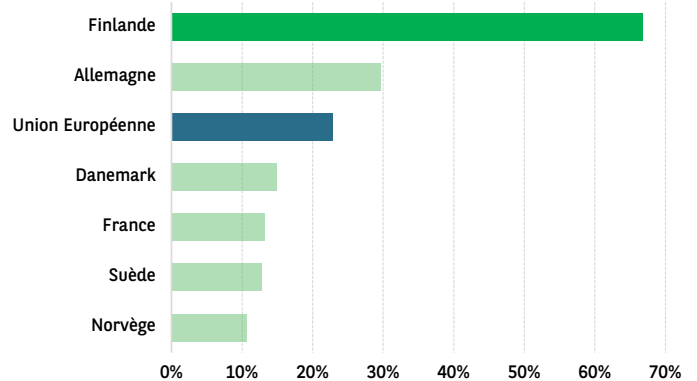
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

FINLANDE : PART DE LA RUSSIE DANS LES IMPORTATIONS DE PÉTROLE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, INTERNATIONAL TRADE CENTRE, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI

16

CHOC EN SÉRIE

Le temps du soutien budgétaire et monétaire sans limite est révolu au Royaume-Uni, où la priorité est de réduire les déficits et l'inflation. Face au choc provoqué par l'invasion russe de Ukraine, qui promet d'alourdir un peu plus encore la facture énergétique et alimentaire des Britanniques, les mesures gouvernementales de soutien au pouvoir d'achat apparaissent limitées. En 2022, un ralentissement marqué de l'économie est à prévoir.

Le Royaume-Uni n'est pas le pays le plus exposé commercialement à la Russie : il ne lui achète pratiquement pas de gaz et ne lui destinait, en 2019, que 0,7% de ses exportations de biens (contre, par exemple, 2% pour l'Allemagne). Il n'empêche, outre-Manche comme dans toute l'Europe, les sanctions et pénuries découlant de la guerre russe en Ukraine exacerbent les tensions inflationnistes et assombrissent les perspectives économiques.

VERS UNE INFLATION À 9% ?

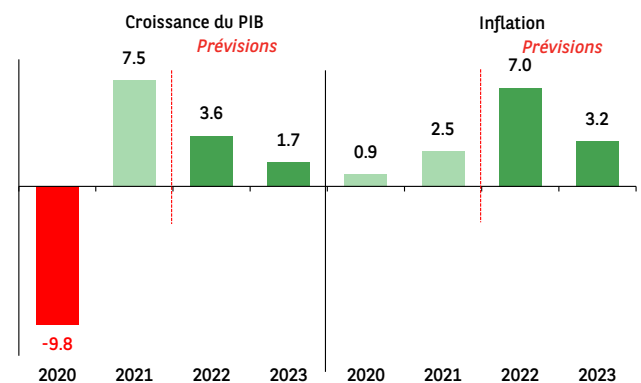
À l'occasion de son Rapport de printemps, l'*Office for Budget Responsibility* (OBR) a ramené de 6% à 3,8% sa prévision de croissance pour 2022 ; il estime par ailleurs que la hausse annuelle des prix, déjà supérieure à 6%, pourrait culminer à 9% dans les prochains mois. À l'origine de cette escalade figure, à nouveau, l'énergie, dont la facture s'alourdit considérablement en avril du fait de la révision en hausse des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité (+54%). L'inflation est aussi entretenue par la pénurie chronique de main d'œuvre dans certains secteurs, comme l'agriculture ou les transports, une conséquence de l'épidémie de Covid-19, mais aussi du Brexit.

Pour les ménages britanniques, dont les revenus réels ont commencé à baisser, les pertes de pouvoir d'achat vont s'accroître (graphique 2). Pour le chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, le temps du « quoi qu'il en coûte » semble toutefois révolu. Certes, alors que la nouvelle loi de finances, effective depuis avril, épouse un tournant restrictif¹, quelques mesures correctrices ont été annoncées : baisse de 5 pence par litre (6 centimes d'euro) de la taxe sur les carburants, application d'une TVA à 0% sur les panneaux solaires, doublement de la dotation au *Household's Support Fund*, etc. Mais selon l'OBR, le dispositif est loin de compenser la hausse de la pression fiscale programmée en 2022 et au-delà.

Du côté de la politique monétaire, l'humeur n'est pas plus à la complaisance, comme s'il fallait compenser l'inaction de 2021 face au dépassement de la cible d'inflation. Le 16 mars, la Banque centrale a augmenté, pour la troisième fois consécutivement, son taux directeur désormais fixé à 0,75%. Bien qu'exprimant sa préoccupation face aux conséquences de la guerre russe en Ukraine, le Conseil de politique monétaire (MPC) a voté à la quasi-unanimité (huit voix contre une) pour un tour de vis supplémentaire. Constatant une remontée des anticipations d'inflation, le MPC juge qu'un resserrement supplémentaire « modeste » reste approprié au cours des prochains mois.

Le temps du soutien budgétaire et monétaire sans limite est donc révolu au Royaume-Uni, et les mesures gouvernementales en faveur du pouvoir d'achat restent, à ce stade, limitées. En 2022, un ralentissement marqué de l'économie est à prévoir.

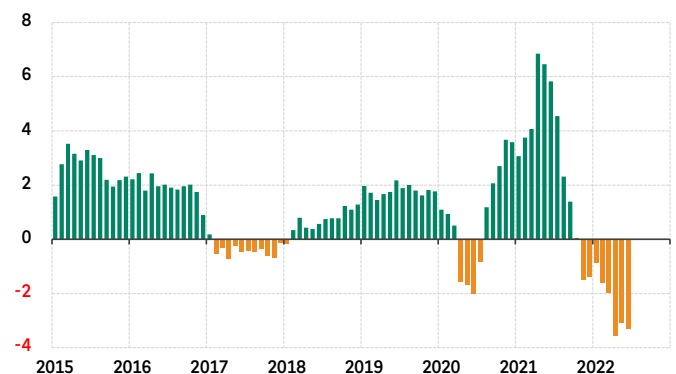
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ROYAUME-UNI : SALAIRES RÉELS (GLISSEMENT ANNUEL EN %)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, ESTIMATIONS BNP PARIBAS

Achévé de rédiger le 4 avril 2022

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ En gelant, par exemple, les barèmes d'impôt sur les revenus, ou en augmentant (de 1,25 point) les taux de cotisation à l'assurance maladie, pour un surcroît de recettes annuelles attendu à GBP 12 milliards.



PRÉVISIONS

17

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021	2022e	2023e	2021	2022e	2023e
États-Unis	5.7	3.7	2.5	4.7	6.7	2.7
Japon	1.7	1.6	2.0	-0.2	1.5	1.1
Royaume-Uni	7.5	3.6	1.7	2.5	7.0	3.2
Zone euro	5.3	2.8	2.7	2.6	6.8	3.4
Allemagne	2.9	2.1	3.4	3.2	6.6	3.6
France	7.0	3.2	2.5	2.1	5.3	2.5
Italie	6.6	2.8	2.2	2.0	6.4	2.6
Espagne	5.0	4.8	2.7	3.0	8.1	3.5
Emergents						
Chine	8.1	4.8	5.1	0.9	2.4	2.7
Inde*	8.9	7.3	6.0	5.5	6.6	5.5
Brésil	5.0	-0.5	0.0	8.3	9.0	5.7
Russie	4.5	-8.5	3.1	7.0	18.2	5.0

SOURCE : BNP PARIBAS (E PRÉVISIONS) * ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1^{ER} AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T1 2022e	T2 2022e	T3 2022e	T4 2022e	T1 2023e
Etats-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	0.50	1.00	1.50	1.75	2.50
	Treas. 10a	2.33	2.50	2.60	2.70	2.60
Zone euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.50
	Bund 10a	0.51	0.75	0.90	1.00	1.20
	OAT 10a	0.84	1.20	1.40	1.50	1.70
	BTP 10 ans	1.97	2.45	2.75	3.00	3.20
	BONO 10 ans	1.37	1.75	2.00	2.15	2.35
Royaume-Uni	Taux BoE	0.75	1.00	1.25	1.25	1.75
	Gilt 10a	1.59	1.75	1.90	2.00	2.00
Japon	Taux Bol	-0.02	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a	0.21	0.25	0.25	0.25	0.45

Taux de change

Fin de période		T1 2022e	T2 2022e	T3 2022e	T4 2022e	T1 2023e
USD	EUR / USD	1.11	1.11	1.13	1.14	1.20
	USD / JPY	121	125	124	123	115
	GBP / USD	1.32	1.29	1.31	1.33	1.40
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86

Brent

Fin de période		T1 2022e	T2 2022e	T3 2022e	T4 2022e	T1 2023e
Pétrole *	USD/baril	107	135	135	125	104

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEGY *SCÉNARIO DE BASE



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, Allemagne - Climat

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

Guillaume Derrien

Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac

France

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable – États-Unis, Royaume-Uni

+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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable – Argentine

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

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam

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

Stéphane Alby

Afrique francophone

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

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

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

Perrine Guérin

Afrique anglophone

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

Salim Hammad

Amérique latine

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

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.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