

EDITORIAL

2

2022 : vers la grande normalisation

Après la récession soudaine, profonde et atypique de 2020, provoquée par la pandémie de Covid-19, l'année 2021 a également inédite à plusieurs égards. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, thèmes dominants en 2021, ont freiné la croissance, directement mais aussi indirectement, en entraînant une remontée de l'inflation à des niveaux inédits depuis des décennies.



ÉTATS-UNIS

3

Avis d'accalmie



CHINE

4

Gérer les risques qui pèsent sur la croissance



JAPON

5

Le gouvernement ouvre les vannes budgétaires



ZONE EURO

6

Envolée (de l'inflation), recrudescence (de l'épidémie), modération (de la croissance)



ALLEMAGNE

7

Alternance en période de turbulences



FRANCE

8

Face aux vents contraires, la croissance devrait tenir bon



ITALIE

9

Une croissance stable et soutenue



ESPAGNE

10

Soutenir l'économie avant tout



BELGIQUE

11

Après le sprint de la reprise, le marathon de la consolidation budgétaire



AUTRICHE

12

Atmosphère de crise



FINLANDE

13

Bonne élève



GRÈCE

14

Un début d'année 2022 sur des bases plus solides



ROYAUME-UNI

15

La vieille dame hésite



NORVÈGE

16

Haut débit



PRÉVISIONS

17

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

2022 : VERS LA GRANDE NORMALISATION

Après la récession soudaine, profonde et atypique de 2020, provoquée par la pandémie de Covid-19, l'année 2021 a également inédite à plusieurs égards. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, thèmes dominants en 2021, ont freiné la croissance, directement mais aussi indirectement, entraînant une remontée de l'inflation à des niveaux inédits depuis des décennies. Dans l'hypothèse d'une maîtrise progressive de la pandémie grâce à une meilleure couverture vaccinale, nous devrions assister en 2022 à une normalisation en termes de croissance, d'inflation et de politique monétaire.

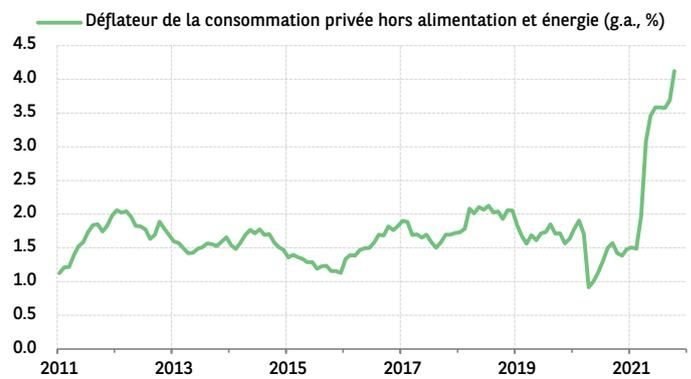
Dans les économies avancées, nous tablons sur une croissance du PIB réel supérieure au potentiel avec des dépenses des ménages portées par des conditions de financement bon marché, la poursuite de l'amélioration du marché du travail et une croissance plus rapide des salaires. Les investissements des entreprises devraient, pour leur part, bénéficier d'une meilleure rentabilité, de conditions de financement très attractives, d'un accroissement de l'utilisation des capacités et de perspectives de demande favorables.

Dans la zone euro, la politique budgétaire devrait également soutenir la croissance, la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) jouant un rôle-clé. La croissance pourrait néanmoins marquer progressivement le pas. La reprise mécanique, observée dans certains secteurs après la levée des restrictions liées à la Covid-19, touche à sa fin. Les inquiétudes entourant le variant Omicron pourraient induire un comportement de précaution et peser sur certaines catégories de dépenses de ménages. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre devraient continuer à brider la croissance à court terme. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la politique budgétaire pourrait également freiner l'activité. Enfin, dans plusieurs pays, les enquêtes auprès des ménages font ressortir des inquiétudes grandissantes face à une inflation élevée, qui ampute le revenu disponible réel. Ce problème se pose, en particulier, pour les ménages à bas revenus.

Cependant, après son envolée surprise de cette année, l'inflation devrait refluer en 2022. Les effets de base n'y seront pas étrangers – la stabilisation attendue des cours du pétrole devrait entraîner une baisse de l'inflation annuelle en 2022 – tandis que les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement devraient se réduire en raison de l'accroissement de l'offre et d'un léger tassement de la croissance de la demande. Quoi qu'il en soit, la dynamique sous-jacente de l'inflation est orientée à la hausse avec des marchés du travail sous tension. Cela entraîne une accélération de la croissance salariale, susceptible de pousser les entreprises à augmenter leurs prix de vente. Aux États-Unis, les entreprises ont nettement relevé les salaires pour pourvoir les postes vacants et, à en juger par les pénuries de main-d'œuvre, la croissance salariale devrait également s'accélérer en zone euro.

Il faut donc s'attendre aussi à une normalisation de la politique monétaire, quoiqu'avec d'importantes différences de calendrier entre pays. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a commencé à baisser le rythme des achats mensuels d'actifs. Ce *tapering* devrait être suivi par plusieurs relèvements des taux à compter du milieu de l'année prochaine afin de ralentir l'économie et de ramener l'inflation en ligne avec l'objectif de la banque centrale. Cela pourrait aboutir à un environnement de marché plus volatil. La recherche montre, en effet, que le taux des fonds fédéraux est un facteur-clé du cycle financier mondial et de l'appétit des investisseurs pour le risque. Dans la zone euro, la politique monétaire devrait rester très accommodante. Les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à

ÉTATS-UNIS : INFLATION SOUS-JACENTE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) devraient prendre fin en mars 2022, mais il faudra plus de temps pour que les conditions d'un relèvement des taux directeurs soient réunies. Nous tablons donc sur une première hausse du taux de dépôt en juin 2023. La divergence monétaire entre la Réserve fédérale et la BCE devrait se traduire par une appréciation du dollar face à l'euro.

Plus que jamais, les résultats économiques sont susceptibles de s'écarter des prévisions actuelles sous l'effet de risques potentiels à la hausse comme à la baisse. Parmi les risques à la hausse figurent la maîtrise complète de la pandémie et une baisse plus rapide que prévu de l'inflation. Les risques à la baisse sont plus nombreux : l'incertitude liée à la pandémie pourrait devenir endémique, les perturbations des chaînes d'approvisionnement pourraient se poursuivre, l'inflation pourrait rester durablement élevée en raison des effets de second tour et les préoccupations entourant les relèvements de taux aux États-Unis pourraient peser sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises, et pénaliser la confiance ainsi que l'économie réelle.

William De Vijlderwilliam.devijlder@bnpparibas.com

ÉTATS-UNIS

3

AVIS D'ACCALMIE

Aux États-Unis, le dérapage des prix n'en finit plus et cesse d'être regardé avec complaisance par la Réserve fédérale, qui pourrait précipiter la fin de son assouplissement quantitatif. L'inflation concerne aussi les prix des actifs, immobiliers ou boursiers, qui atteignent des sommets. À moins que l'émergence du variant Omicron du coronavirus ne change radicalement la donne, tout concourt au relèvement des taux d'intérêt directs en 2022, peut-être dès l'été.

Ce qui n'a longtemps été vu que comme un épiphénomène aux États-Unis devient un véritable sujet de préoccupation. En octobre 2021, et pour la première fois depuis trente-et-un an, l'inflation américaine a dépassé la barre des 6%. Mesurée à 4,6% hors énergie et alimentation - là aussi, un record - elle s'installe très au-dessus de l'objectif de 2% assigné à la Réserve fédérale (Fed), qui finit par réagir.

LA FED CALME LE JEU

D'abord, en haussant le ton. À l'occasion de son traditionnel témoignage devant le Congrès, le président de la Fed, Jerome Powell, a indiqué fin novembre que le dérapage des prix ne pouvait plus être qualifié de « transitoire ». Il a aussi accrédité l'option d'une interruption plus rapide du *quantitative easing*, ouvrant la voie à une possible hausse des taux d'intérêt, peut-être dès l'été 2022.

À moins que l'émergence du variant « Omicron » du coronavirus ne change la donne, tout se prête au resserrement de la politique monétaire aux États-Unis. Outre le fait qu'elle accélère, l'inflation se généralise et rattrape désormais les loyers, l'un des postes les plus importants de l'indice des prix. Leur renchérissement, qui atteint déjà 3,5% sur un an, a toutes les chances de s'accroître dans le sillage de la hausse des prix de l'immobilier, elle-même sous-tendue par l'explosion des prêts hypothécaires (graphique 2).

Le climat des affaires est euphorique. Un peu moins dans l'industrie, dont la production reste entravée par la pénurie mondiale de composants, mais plus que jamais dans les services, qui opèrent un retour à la normale et dont les perspectives d'activité comme d'embauches n'ont, jusqu'à présent, pas fléchi.

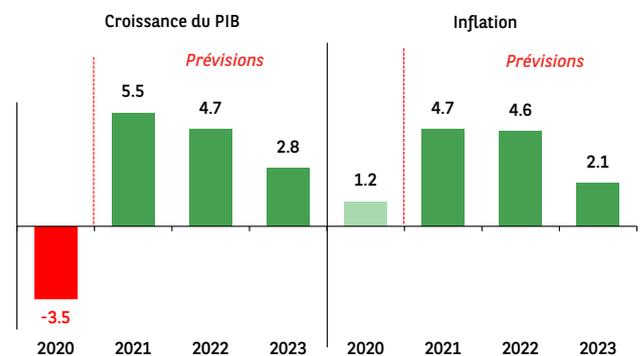
Le marché du travail a retrouvé de la tonicité. En 2021, plus de 6 millions d'emplois auront été récupérés sur les 9,4 millions perdus en 2020 ; tombé à 4,2% de la population active en novembre, le chômage a baissé au-delà des espérances de la Fed. Reste un taux de participation encore assez faible, qu'un phénomène de découragement parmi les actifs les plus exposés à la pandémie peut expliquer, mais que la démographie influence aussi. Non biaisée par le vieillissement de la population, la part des Américains de 20 à 64 ans présents sur le marché du travail (possédant ou recherchant un emploi) remonte tout de même ; chiffrable à 77% au dernier pointage, elle n'est plus très éloignée de sa moyenne de 2019 (77,6%).

Avec la succession de records boursiers et la compression sans précédent des spreads de crédit observés en 2021, la stabilité financière, devient, enfin, un sujet. Les rapports que la Fed lui consacre indiquent régulièrement que les niveaux de valorisation atteints par les marchés d'actions ou de dette d'entreprises sont historiquement élevés et puisent, au moins en partie, leur source dans la faiblesse des taux d'intérêt. Un discours qui résonne comme une reconnaissance de responsabilité, désormais doublée d'une intention de calmer le jeu.

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

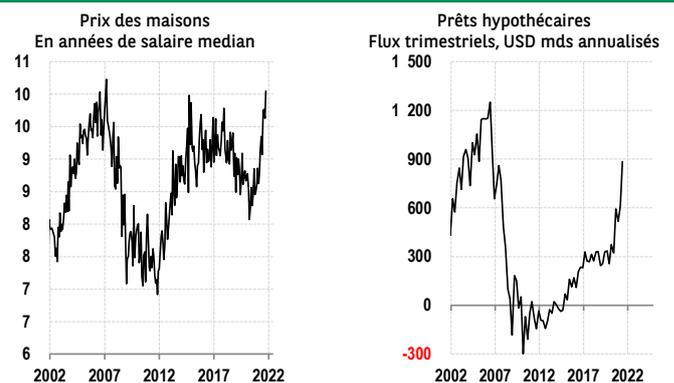
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

FRÉNÉSIE IMMOBILIÈRE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : CENSUS BUREAU, FEDERAL RESERVE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

GÉRER LES RISQUES QUI PÈSENT SUR LA CROISSANCE

La crise de l'immobilier, le maintien de la stratégie *zéro covid* face aux résurgences de l'épidémie, et la fragilité persistante de la consommation des ménages sont parmi les principaux facteurs de risque pesant sur la croissance chinoise. À court terme, les autorités devraient renforcer prudemment leur soutien monétaire et budgétaire à l'activité, tout en maintenant le cap de l'assainissement du marché immobilier, de la réduction des risques financiers et du resserrement réglementaire.

LA CRISE DE L'IMMOBILIER SE DIFFUSE À L'ÉCONOMIE

La croissance a marqué le pas depuis l'été. Dans l'industrie, l'activité a été gênée par d'importantes contraintes d'offre liées aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et, surtout, dues à des coupures d'électricité dans les usines en septembre et octobre. Les autorités ont rapidement réagi, demandant aux mines de charbon d'accroître leur production et autorisant les producteurs d'énergie à augmenter leurs prix de vente aux consommateurs, jusqu'à 20% au-dessus du tarif réglementé. La production d'électricité a ainsi été relancée et la croissance industrielle a pu réaccélérer avant la fin octobre. Cette reprise devrait se poursuivre. La production et l'investissement dans le secteur manufacturier restent notamment soutenus par la performance toujours solide des exportations. Celles-ci ont augmenté de 26% en g.a. en moyenne sur la période de mai à octobre, tirées par le rebond de la demande mondiale et des gains de part de marché.

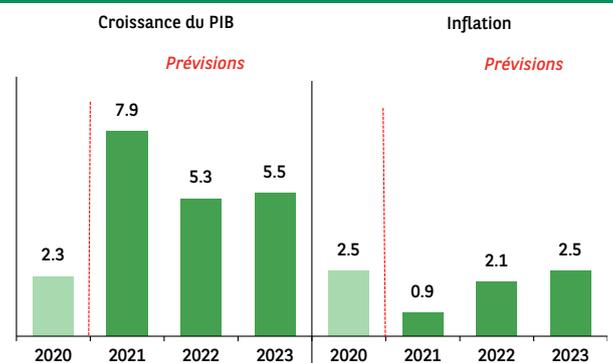
Dans les services, l'activité économique a d'abord été pénalisée par le durcissement réglementaire touchant des secteurs considérés comme sensibles par Pékin (par exemple le numérique et le soutien scolaire). Elle a ensuite été affectée par les nouvelles restrictions introduites en août face à la résurgence de l'épidémie de Covid-19. Surtout, la crise de l'immobilier s'est diffusée à l'économie. En raison du resserrement des règles prudentielles et des conditions de crédit s'imposant aux promoteurs immobiliers, ces derniers ont rencontré des problèmes croissants de financement et de trésorerie au cours des derniers mois. L'investissement immobilier s'est contracté. Les projets en construction, les projets nouvellement démarrés et les transactions immobilières se sont effondrés depuis juillet. Les prix moyens des logements ont entamé une baisse, qui devrait se poursuivre à court terme.

Dans ce contexte, la consommation privée est toujours à la peine. Les volumes de ventes au détail ont progressé de moins de 2% en g.a. sur la période août-octobre, contraints par la stratégie « zéro covid » et les effets du recul des ventes de logements. En outre, les difficultés de certaines entreprises de services (en particulier les PME) et la crise de l'immobilier pèsent sur le marché du travail, et ont freiné la hausse des revenus des ménages au T3 2021.

L'ASSOUPLISSEMENT BUDGÉTAIRE ET MONÉTAIRE SERA PRUDENT

Le ralentissement de la croissance s'explique amplement par le durcissement de la politique économique, de l'environnement réglementaire et des règles prudentielles dans le secteur immobilier depuis un an. Ces mesures s'inscrivent dans la stratégie de moyen terme des autorités, visant à désendetter les entreprises, à réduire les risques financiers, à assainir le marché immobilier et à promouvoir la « prospérité commune ». Ce cap devrait être maintenu, en dépit de ses conséquences sur la croissance du PIB. Néanmoins, sans changer les limites prudentielles imposées aux promoteurs, les autorités devraient procéder à des ajustements afin d'éviter un effondrement dévastateur du marché immobilier. Les conditions sur les prêts hypothécaires et l'accès des promoteurs à certains financements de court terme ont de fait été assouplis ces derniers jours. En outre, le soutien monétaire et

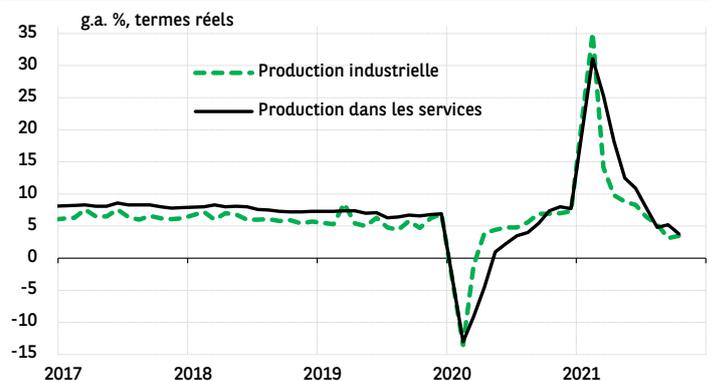
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RALENTISSEMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCE : NBS

budgétaire à la demande intérieure devrait être renforcé prudemment, principalement via un redressement modéré de l'investissement public et des mesures ciblées d'assouplissement du crédit. Les autorités ont par exemple récemment lancé des programmes de prêts dédiés aux PME et d'autres visant à accompagner les efforts de réduction des émissions carbone. La croissance des crédits à l'économie, qui avait ralenti depuis la fin 2020 jusqu'en septembre, s'est stabilisée en octobre et devrait se redresser légèrement à court terme.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

LE GOUVERNEMENT OUVRE LES VANNES BUDGÉTAIRES

Après la victoire du Parti libéral-démocrate aux élections législatives d'octobre dernier, le Premier ministre, Fumio Kishida, a toute latitude pour dérouler son programme. En novembre, il a présenté un plan de relance record de quelque JPY 55 700 mds, soit 10% du PIB. En 2022, la croissance du PIB pourrait atteindre 2,6% (après 1,7% en 2021), en grande partie portée par la consommation privée.

Au T3 2021, l'économie japonaise s'est contractée de 0,9% t/t. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement ont, en effet, fortement affecté les exportations et les restrictions liées au confinement ont par ailleurs freiné la consommation privée. La levée de l'état d'urgence en octobre a permis une amélioration des conditions d'activité des entreprises, en particulier dans le secteur des services. Dans le secteur manufacturier, en revanche, le climat des affaires reste très dégradé. La production industrielle pâtit des retards de livraison des composants en provenance de l'étranger et de la pénurie de semi-conducteurs. À cela s'ajoute une forte érosion des marges, les entreprises manufacturières ayant du mal à répercuter la hausse des prix des matières premières sur leurs clients. L'inflation reste très modérée, principalement en raison d'une forte baisse des tarifs de téléphonie mobile en avril 2021, qui a réduit l'inflation sous-jacente d'un point de pourcentage. En novembre, l'indice de prix de Tokyo n'a augmenté que de 0,5% par rapport à l'année précédente et les prix sous-jacents étaient même en baisse de 0,3%.

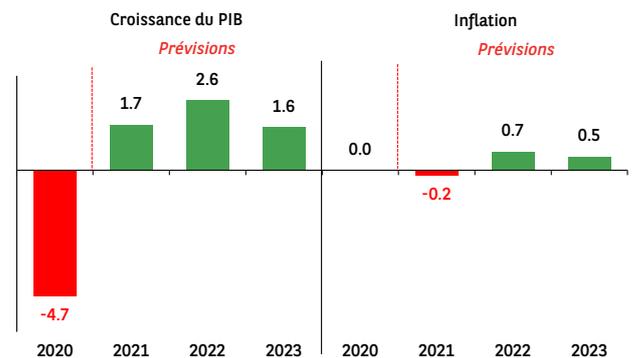
DES MESURES DE RELANCE ÉCONOMIQUE SANS PRÉCÉDENT

Le Parti libéral-démocrate a remporté, quoique à une courte majorité, les élections législatives en octobre, ce qui permet au Premier ministre Fumio Kishida de mettre en œuvre son programme politique. Sa priorité est de réduire la fracture entre riches et pauvres, engendrée, depuis le début des années 2000, par la déréglementation et les réformes structurelles - les fameux « Abenomics » - et que la pandémie de coronavirus n'a fait qu'aggraver. L'une des mesures consiste à réduire les impôts des entreprises qui accordent des hausses de salaires. L'organisation patronale Keidanren a d'ores et déjà rejeté les demandes d'augmentations salariales généralisées. La revalorisation des revenus des personnels de santé et du soin est également à l'ordre du jour. De plus, le gouvernement s'est engagé à atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050, même s'il n'a pas encore annoncé comment il entend y parvenir.

La prudence budgétaire n'est pas au programme. En novembre, M. Kishida a présenté un plan de relance d'un montant inédit de JPY 55 700 mds, soit 10 % du PIB, dont JPY 36 000 mds pour l'année fiscale 2021. Cette année, le programme sera financé à l' hauteur de JPY 20 000 mds par des émissions d'obligations d'État (JGB), augmentant le total des émissions de JGB à JPY 65 000 mds, et le reste par des allocations budgétaires non dépensées et une augmentation des recettes fiscales. Le plan comporte des aides très conséquentes, par exemple aux familles avec enfants, ce qui pourrait donner un coup de pouce à la coalition au pouvoir lors des élections à la Chambre haute de l'été prochain. Le gouvernement devrait, en effet, rester en campagne électorale, un scrutin local étant prévu pour le printemps 2023.

Cette politique budgétaire est soutenue par la Banque du Japon (BoJ), qui achète autant que nécessaire pour maintenir les rendements des JGB à 10 ans autour de 0%. Dans le cadre de son programme spécial de prêt, la BoJ a également soutenu les prêts aux entreprises affectées par la crise de la Covid-19. Le programme a récemment été prolongé

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

jusqu'à la fin mars 2022. Enfin, la BoJ a lancé un nouveau programme visant à fournir des fonds aux institutions financières en contrepartie d'investissements ou de prêts dans le cadre de projets verts.

UNE CROISSANCE ROBUSTE EN PERSPECTIVE

Dans les mois qui viennent, les effets de la crise de la Covid-19 continueront de se faire sentir sur l'économie nippone, quoique à un degré moindre en raison de la progression du taux de vaccination. En 2022, la croissance du PIB pourrait atteindre 2,6%, en grande partie portée par la consommation privée. Malgré la perte de pouvoir d'achat, due à la flambée des prix de l'énergie et à une hausse limitée des salaires, les ménages vont probablement puiser dans l'épargne considérable accumulée pendant le confinement. La pénurie de semi-conducteurs et de pièces détachées va continuer à peser sur la production industrielle. La diminution des profits liés à la hausse de prix des matières premières et de l'énergie devrait freiner les investissements des entreprises et la progression des salaires au début de 2022. La diminution des primes d'été va probablement se poursuivre. Avec la réduction progressive des goulets d'étranglement dans la production manufacturière, les exportations et l'investissement des entreprises devraient devenir plus dynamique au cours de l'année. En raison d'un ralentissement de la consommation privée, la croissance du PIB baisserait à 1,6 % en 2023, ce qui reste toutefois bien supérieur au taux de croissance potentiel du Japon. L'inflation sous-jacente pourrait remonter en 2023, avec la réduction de l'écart de production.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com



ENVOLÉE (DE L'INFLATION), RECRUESCENCE (DE L'ÉPIDÉMIE), MODÉRATION (DE LA CROISSANCE)

La recrudescence de la pandémie de Covid-19 et l'apparition du nouveau variant Omicron compliquent plus encore la tâche de la Banque centrale européenne. La modération attendue de la croissance, qui reste élevée, risque de s'accroître, du moins à court terme. En parallèle, l'inflation poursuit son envolée tout en se renforçant. Face à une incertitude accrue, la BCE tient un discours de prudence et de constance tout en se disant prête à réagir. D'après notre scénario, qui conserve un certain optimisme du côté de la croissance et entrevoit à une certaine persistance de l'inflation, la BCE mettrait fin au PEPP en mars 2022 et commencerait à remonter le taux de dépôt à la mi-2023.

Jusqu'où l'inflation va-t-elle grimper ? À quel point la croissance va-t-elle se modérer, sous l'effet combiné de cette poussée inflationniste, des contraintes d'offre (qui continuent crescendo), de la reprise épidémique conjuguée à l'apparition d'un nouveau variant, et de la simple normalisation attendue du rythme de croissance ? Les craintes pesant sur les perspectives de croissance sont nombreuses. Notre scénario conserve toutefois un certain optimisme. La bonne tenue du climat des affaires jusqu'en novembre va en ce sens et la croissance ne manque pas de facteurs de soutien.

Le policy mix reste accommodant : on parle de diminution du soutien monétaire et budgétaire et non de disparition, et encore moins de restriction. Nous estimons à 0,5 point de pourcentage le surcroît de croissance en 2022 dû au plan de relance européen *NextGeneration EU*. Le déblocage d'au moins une partie de l'excès d'épargne des ménages constitue un autre facteur de soutien, comme le rattrapage du secteur des services de son niveau d'avant-crise. Enfin, les besoins d'investissements (en lien notamment avec la transition énergétique et numérique et la sécurisation des chaînes d'approvisionnement) et de restockage sont importants et les conditions de financement avantageuses. Notre scénario intègre également l'hypothèse d'une atténuation des contraintes d'offre à compter du S2 2022.

Après une croissance encore vigoureuse au T3 (2,2% t/t), les perspectives pour le T4 sont nettement moins allantes (0,4% t/t). En moyenne sur 2021, la croissance atteindrait néanmoins 5%, prévision inchangée par rapport à notre scénario de septembre. L'effet du renforcement des contraintes d'offre et des pressions inflationnistes pèse sur la croissance attendue en 2022, abaissée de 1 point de pourcentage, à 4,2% (un effet essentiellement de la croissance allemande moins forte). La caractéristique principale de la croissance en 2022 est cependant de rester très au-dessus de son rythme tendanciel. En 2023, elle resterait élevée (3% versus 2,3% en septembre), les facteurs de soutien sus-mentionnés continuant de jouer, quoique avec moins de force. À l'horizon des six prochains mois, les risques baissiers dominent mais au-delà, ils s'équilibrent avec les aléas haussiers.

UNE INFLATION PLUS SI TRANSITOIRE ?

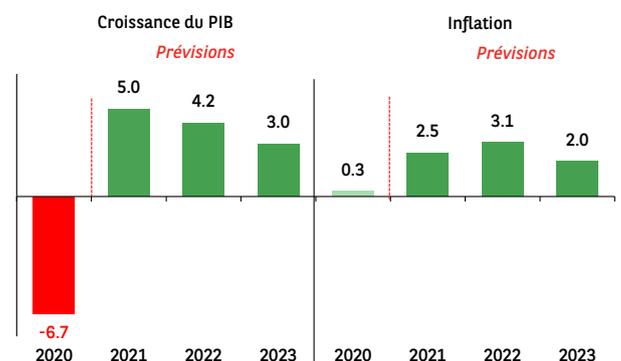
L'inflation poursuit son envolée (4,9% a/a en novembre selon l'estimation flash, frôlant son plus haut historique de 5% en juillet 1991) et se renforce. L'inflation sous-jacente s'élève désormais à 2,6% et le pourcentage de composantes de l'indice sous-jacent, dont le glissement annuel est supérieur ou égal à 2%, atteint environ 45%. L'essentiel de cette poussée reste transitoire mais nous ne tablons pas pour autant sur un reflux rapide. Les pressions inflationnistes dues au déséquilibre entre l'offre et la demande devraient mettre du temps à se dissiper. Les conditions semblent, par ailleurs, propices à une inflation salariale un peu plus dynamique et à des effets indirects et de second tour non négligeables. D'où notre prévision d'inflation assez haute (3,1%

¹ Nous ne connaissons certes pas les nouvelles prévisions d'inflation de la BCE qui seront communiquées lors de la réunion du 16 décembre mais il nous paraît plus que probable que, bien que rehaussées par rapport à celles de septembre (2,2% en 2021, 1,7% en 2022 et 1,5% en 2023), elles restent inférieures aux nôtres.

² Elle s'est également récemment inquiétée de la hausse des prix immobiliers.

³ Il n'y a toutefois pas que des mauvaises nouvelles sur le front sanitaire : l'arrivée des premiers traitements devrait aider à contenir les cas graves et le débordement des hôpitaux, en plus de la hausse de la vaccination.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

en moyenne annuelle en 2022 après 2,5% en 2021 ; 2% en 2023), qui masque la baisse attendue courant 2022. Christine Lagarde juge probable que l'inflation atteigne son pic en novembre 2021, c'est aussi notre scénario. Mais, à la différence de la BCE, nous prévoyons que l'inflation restera (juste) au-dessus de 2% à l'horizon de fin 2022¹.

La recrudescence de l'épidémie conjuguée à l'apparition du nouveau variant Omicron complique plus encore la tâche de la BCE². Sur la croissance, même si la contamination d'Omicron reste contenue, le seul effet de l'incertitude est négatif³. Sur l'inflation, une aggravation supplémentaire et significative de la situation sanitaire peut aussi bien la tempérer (en pesant davantage sur la demande) que l'alimenter (en pesant davantage sur l'offre). La balance des risques pencherait vers un effet net inflationniste.

Dans ce contexte, la réunion du 16 décembre gagne encore en importance. La BCE devrait y annoncer la fin du PEPP à l'échéance prévue, c'est-à-dire mars 2022, ainsi que les modalités de la prise de relais par l'APP (montants des achats mensuels, flexibilité). Elle ne devrait guère s'engager au-delà, plaidant la prudence et la constance, tout en se disant prête à agir, dans un sens plus ou moins accommodant. Nos prévisions élevées de croissance et d'inflation nous amènent à anticiper la suppression, en juin 2022, du taux réduit de 50 points de base (pb) sur les TLTRO 3, l'arrêt des achats nets de titres au T1 2023 et une première hausse du taux de dépôt en juin 2023 (+10 pb), suivie de deux autres, de 15 pb chacune, en septembre et décembre.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com



ALLEMAGNE

7

ALTERNANCE EN PÉRIODE DE TURBULENCES

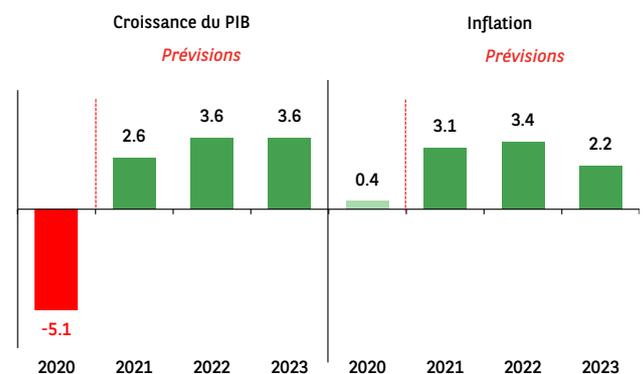
Après une croissance robuste au T2 et au T3, le climat des affaires s'est détérioré. En cause : les difficultés d'approvisionnement, la hausse des prix et la flambée des cas de Covid-19. La production va probablement stagner vers la fin de l'année. Le nouveau gouvernement compte mettre l'accent sur les politiques sociales et environnementales, tout en respectant pleinement l'orthodoxie budgétaire chère à l'Allemagne. La consommation privée sera le principal moteur de la croissance en 2022.

Après la levée des mesures de confinement, le PIB allemand a fortement rebondi au T2 et au T3, portant l'activité à un niveau proche des valeurs de pré-crise. Les indicateurs conjoncturels pointent vers une poursuite du ralentissement de l'économie, voire une stagnation au T4. En novembre, l'indice Ifo du climat des affaires s'est inscrit en retrait pour le cinquième mois d'affilée, les problèmes d'approvisionnement continuant de freiner l'activité dans l'industrie manufacturière. Dans les services, la quatrième vague de la pandémie de coronavirus a ébranlé la confiance des chefs d'entreprises. De plus, la forte hausse de l'inflation entraîne une érosion du pouvoir d'achat. L'inflation harmonisée a atteint 6% a/a en novembre, en grande partie en raison de la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Sans surprise, dans un tel contexte, la confiance des ménages s'effrite et leur propension à acheter a chuté à un plus bas sur neuf mois en novembre. Le gouvernement a pris des mesures pour limiter la propagation du virus. En interdisant l'accès des non-vaccinés aux commerces non essentiels, il espère une accélération de la vaccination, dont le taux est relativement faible par rapport aux pays voisins.

LES PROJETS DES PARTIS ÉDULCORÉS DANS L'ACCORD

Après deux mois d'intenses négociations, suite aux élections législatives de fin septembre dernier, le SPD (sociaux-démocrates), les Verts et le FDP (libéraux) sont parvenus à un accord sur la formation du nouveau gouvernement, dirigé par Olaf Scholz (SPD). Le programme de la coalition insiste sur la nécessité d'accomplir des progrès audacieux. Pour autant, les propositions économiques ne devraient pas être considérées comme une rupture radicale, mais plutôt comme une correction, des politiques mises en œuvre pendant les années Merkel. Ce compromis soigneusement élaboré reflète les différentes sensibilités des membres de la coalition. Tous les partis se sont mis d'accord sur la nécessité d'encourager l'investissement dans les infrastructures. Il s'agit d'accélérer la transition énergétique et la transformation numérique, avec un financement partiel par le programme *Next Generation EU*. Cependant, pour le FDP en particulier, ce soutien européen devrait être limité tant dans sa durée que dans son ampleur. Le SPD, quant à lui, a obtenu que le salaire horaire minimum soit relevé de EUR 9,60 à EUR 12,00. Pour les Verts, la priorité réside dans l'alignement sur les objectifs pour le climat de l'Accord de Paris via la sortie anticipée des centrales au charbon et la fermeture des mines à charbon «dans la mesure du possible» à l'horizon 2030. Le nouveau ministre des Finances, Christian Lindner (FDP), devrait maintenir les règles budgétaires en Allemagne et au niveau européen. Cependant, le premier défi que le nouveau gouvernement doit affronter est celui de la quatrième vague de Covid-19. L'orientation budgétaire sera probablement moins accommodante en 2022 avec le retrait progressif des mesures d'aides spéciales.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

REBOND DE LA PRODUCTION AVEC LA RÉDUCTION DES PÉNURIES

La pandémie freinera probablement la croissance au tournant de 2021 et début 2022. Avec la progression de la vaccination, cet effet négatif devrait, toutefois, se faire de moins en moins sentir et céder la place à un net rebond de l'activité. Dans un premier temps, la consommation privée jouera un rôle moteur une fois les mesures de confinement levées. La croissance rapide de l'emploi est, par ailleurs, de nature à amortir les pertes de pouvoir d'achat liées à la flambée des prix de l'énergie. En puisant dans l'épargne accumulée pendant la crise, les ménages vont également soutenir la consommation. Les exportations de produits manufacturés vont probablement rebondir en 2022 avec la réduction attendue des pénuries de pièces détachées et de semi-conducteurs. L'amélioration des perspectives pour le secteur manufacturier devrait encourager les entreprises à investir. Autre facteur de soutien pour l'investissement : les politiques publiques visant à accélérer la transition énergétique et la transformation numérique de l'économie. L'inflation totale se maintiendra à des niveaux plutôt élevés, en particulier au cours du premier semestre 2022, principalement en raison de l'envolée des prix de l'énergie. Dans les années à venir, la décarbonation de l'économie aura un effet inflationniste supplémentaire. Dès lors, dans un contexte de tensions sur le marché de l'emploi, l'un des risques majeurs serait le déclenchement d'une spirale salaires-prix.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FACE AUX VENTS CONTRAIRES, LA CROISSANCE DEVRAIT TENIR BON

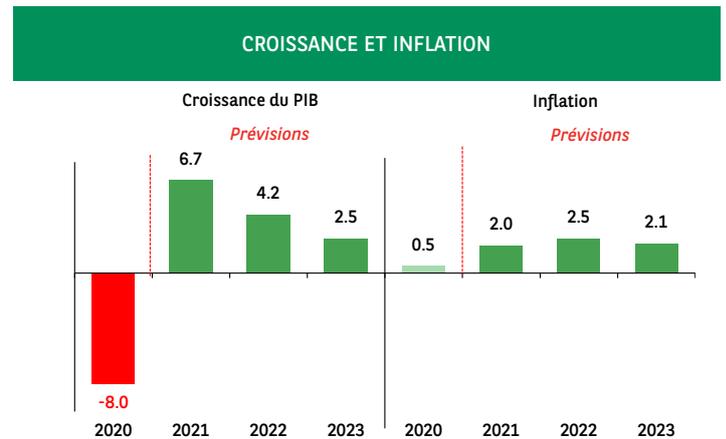
Les freins à la croissance à court terme - contraintes d'offre, poussée de l'inflation, recrudescence de l'épidémie de Covid-19 - ont forcé. Mais la bonne tenue du climat des affaires jusqu'en novembre et les nombreuses mesures ciblées de soutien au pouvoir d'achat aident à tempérer les inquiétudes. Notre prévision de croissance pour le T4 (0,6%) est toutefois assortie d'un risque baissier. En moyenne sur 2021, la croissance atteindrait 6,7%. En 2022, elle resterait soutenue (4,2%), portée par le *policy mix* accommodant, le déblocage de l'excès d'épargne, le rattrapage des services et les besoins d'investissements et de restockage.

Mi-novembre, le secteur des services semblait en capacité de retrouver son rôle habituel de soutien de la croissance française. Parmi les éléments favorables, ou en tout cas moins défavorables qu'à l'industrie et à la construction, les services sont moins concernés par les difficultés d'approvisionnement et les pressions haussières sur les prix d'un certain nombre d'intrants. Les services les plus touchés par la crise (hébergement-restauration, services de transport, activités récréatives) connaissent aussi, depuis mai-juin et la fin du troisième confinement, un rattrapage d'activité puissant. Les signaux étaient également positifs sur le front de l'investissement en services marchands, de la production¹ et du climat des affaires. La tonalité optimiste du point de conjoncture de novembre de la Banque de France, puis les enquêtes sur le climat des affaires de novembre (INSEE comme PMI) ont renforcé cette perspective d'un retour en force des services.

En l'espace de quelques semaines, la dégradation importante de la situation sanitaire, l'apparition du variant Omicron et l'accroissement du risque de réintroduction de mesures de restriction de l'activité changent toutefois, à nouveau, la donne. Le secteur des services n'est pas exempt de difficultés, en particulier dans le recrutement, et l'impact négatif de la poussée d'inflation ne l'épargne pas. Surtout, la dynamique des activités de services, où le contact avec le public est important, reste à la merci de la situation sanitaire. Il faut s'attendre à une rechute du climat des affaires en décembre et à une remontée de l'incertitude économique ressentie par les chefs d'entreprises, mesurée dans les enquêtes de l'INSEE.

Notre prévision de croissance pour le T4 (0,6% t/t) est désormais assortie d'un risque baissier. Elle était déjà volontairement inférieure à celle de la Banque de France datant de début novembre (0,75% t/t) pour tenir compte des répercussions sur la France de la moins bonne situation conjoncturelle outre-Rhin. Elle intègre aussi la normalisation attendue de la croissance et de l'impact des contraintes d'offre et des pressions inflationnistes. La bonne tenue du climat des affaires jusqu'en novembre et les différentes mesures de soutien au pouvoir d'achat (chèque énergie, bouclier tarifaire, revalorisation anticipée du Smic, indemnité inflation) aident toutefois à tempérer les inquiétudes. La stabilité du pouvoir d'achat au T3 est un autre élément à voir d'un bon œil (la hausse du RDB nominal a été équivalente à la hausse des prix). Il faudrait que l'activité se détériore fortement en décembre pour réduire significativement la croissance au T4. Or, en l'absence de nouvelles mesures de restriction², l'activité devrait continuer de tenir bon.

Pendant ce temps, l'inflation poursuit sa poussée. En novembre, selon l'estimation flash, elle s'élève à 2,8% a/a, un plus haut depuis 2008. Elle devrait grimper plus haut encore, au moins en décembre, avant de plafonner aux alentours de 3% d'après nos prévisions, puis de refluer vers 2% dans le courant du S2 2022. Les pressions inflationnistes s'accroissent fortement dans l'industrie, à en juger l'envolée des soldes



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

d'opinion sur l'évolution prévue des prix. Les composantes « prix des intrants » des PMI restent également orientées à la hausse dans l'industrie et les services. Le solde d'opinion des ménages sur l'inflation passée est aussi en très forte hausse et celui sur l'inflation prévue, s'il a étonnamment reflué en novembre, reste largement au-dessus de sa moyenne de longue période.

Malgré le forçage des vents contraires (plus d'inflation et de contraintes d'offre), et à la faveur de l'acquis de croissance plus élevé issu du T3 meilleur que prévu, notre prévision de croissance pour 2021 est plus haute que dans notre scénario précédent de septembre, tandis que celle pour 2022 est quasi inchangée. En 2022, nous avons toutefois ajusté le profil infra-annuel de la croissance, en l'abaissant sur le S1 pour tenir compte des éléments plus négatifs et en la rehaussant au S2, anticipant un relâchement de ces freins. Un certain nombre de facteurs de soutien restent par ailleurs à l'œuvre. Ce sont les mêmes que pour la zone euro : *policy mix* accommodant, déblocage d'au moins une partie de l'épargne forcée accumulée, rattrapage du secteur des services, besoins d'investissements et de restockage.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

¹ En septembre, la production dans les services se situait près de 3% au-dessus de son niveau pré-pandémie de février 2020 quand la production industrielle était près de 5% en deçà.

² Si mesures il y a, elles pourraient ne pas être aussi strictes que lors du confinement d'avril grâce à la progression de la vaccination. Sous l'hypothèse haute d'un confinement en décembre similaire à celui d'avril en termes d'impact sur l'activité, cela ôterait environ 0,3 point à la croissance au T4.

UNE CROISSANCE STABLE ET SOUTENUE

Après une légère expansion au T1, le PIB réel a crû de plus de 2,5% au T2 comme au T3. La reprise s'appuie sur l'ensemble des composantes du PIB. Au T3, la contribution du commerce extérieur est ressortie à 0,5 point de pourcentage, les exportations ayant augmenté davantage que les importations. Grâce à l'allègement des restrictions sanitaires, la consommation a poursuivi sa progression, tandis que l'investissement a profité des incitations budgétaires et de conditions financières favorables. Au cours de l'été, la reprise a gagné le secteur des services, qui a bénéficié d'un rebond des recettes touristiques. La production manufacturière a entièrement effacé le repli de 2020, s'inscrivant 2% au-dessus du niveau du T4 2019. Cependant, la situation du marché du travail n'est pas aussi bonne que le redressement de l'activité suggérerait.

UNE CROISSANCE PLUS GÉNÉRALE

L'économie italienne a renoué avec la croissance au début de 2021. Après une légère expansion au T1, la reprise s'est nettement accélérée. Le PIB réel a crû de plus de 2,5% (t/t) au T2 comme au T3. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2021 atteint 6,2%. Le rythme de la reprise italienne est similaire à celui des autres pays de la zone euro, contrairement aux épisodes précédents. À la fin de 2019, le PIB réel de l'Italie était inférieur d'environ 5% à son niveau de 2007, tandis que celui de l'Allemagne se situait près de 15% au-dessus. Au T3 2021, le PIB réel italien était en retrait de 1,3% par rapport au niveau antérieur à la pandémie, un écart similaire à celui de l'Allemagne.

La reprise de l'économie italienne a été générale au T3. La demande intérieure a contribué à hauteur de 2 points de pourcentage à la croissance, après plus de 3 points au T2. La contribution du commerce extérieur est ressortie à 0,5 point, les exportations ayant augmenté de 3,4% t/t et les importations de 2,1% t/t. Depuis le début de la reprise, les ventes italiennes à l'étranger ont fortement rebondi, atteignant des niveaux inédits. Entre janvier et septembre 2021, elles ont grimpé de 20%. L'augmentation concerne tous les secteurs et toutes les destinations.

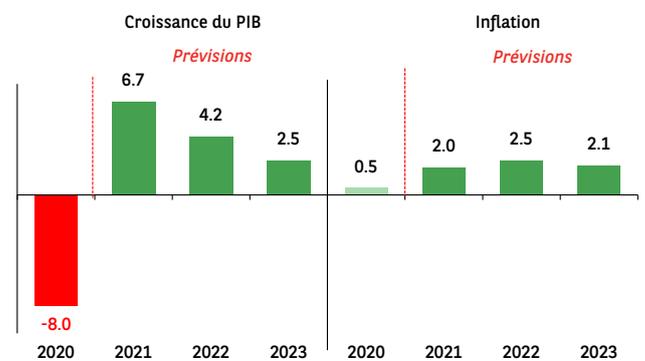
Grâce à l'allègement des restrictions sanitaires, la consommation a poursuivi sa progression. Au T3, les dépenses privées ont augmenté de 3% t/t (après +5% t/t au T2). Elles restent toutefois 3,6% en deçà du niveau du T4 2019, et ce, alors même que le revenu disponible brut s'est entièrement redressé. D'un côté, les ménages italiens ont bénéficié d'aides budgétaires, mises en place pendant la crise, mais de l'autre, la situation du marché du travail n'est pas aussi bonne que ce que la reprise de l'activité suggérerait. L'emploi a baissé d'environ 250 000 postes par rapport à janvier 2020 et le nombre de chômeurs a augmenté de près de 75 000.

Les conditions de financement sont restées très favorables au T3, soutenant l'investissement. Celui-ci a progressé de 1,6% t/t (après +4,2% t/t au T1 et +2,4% au T2 t/t) et se situe ainsi près de 7% au-dessus de son niveau d'avant-crise. À la faveur des mesures budgétaires adoptées, les dépenses en capital dans le secteur du bâtiment et celui des machines-outils et équipements sont en hausse de plus de 10% par rapport au T4 2019. L'investissement en matériels de transport se situe, en revanche, près d'un tiers en-deçà.

DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE AUX SERVICES

Au début de la reprise, la croissance économique italienne a été principalement portée par le rebond rapide de l'industrie manufacturière, qui a entièrement rattrapé les pertes enregistrées pendant la crise de 2020, à la faveur de la hausse vigoureuse des exportations. Au T3 2021, la production manufacturière était en hausse de près de 2% par rapport au T4 2019, avec une nette augmentation dans le secteur de l'équipe-

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ment électrique, celui des produits métalliques et celui des produits en caoutchouc, en plastique et non-minéraux. En revanche, la production de matériels de transport est en forte chute, sous l'effet des pénuries mondiales d'intrants : elle se situe au T3 2021 près de 8% en dessous du niveau du T4 2019.

Au cours de l'été, la reprise a peu à peu gagné tous les secteurs et les services sont alors devenus le moteur principal de la croissance. La valeur ajoutée a augmenté de 3,4% t/t (contre +2,9% t/t au T2), expliquant près de 2,5 points de pourcentage de l'augmentation globale. Le secteur des services a bénéficié du redressement du tourisme : au T3, les dépenses des non-résidents sur le territoire national ont plus que triplé en termes réels, tout en restant inférieures d'un tiers au niveau du T4 2019. La valeur ajoutée dans le secteur du commerce, des transports et de l'hôtellerie s'est accrue, quant à elle, de près de 10% au T2 et de 8,6% au T3. Dans le bâtiment, la reprise s'est poursuivie quoique à un rythme moins soutenu. La valeur ajoutée a progressé de 0,6% t/t (après +5,4% t/t au T1 et +3,4% t/t au T2), dépassant de 12% le niveau du T4 2019. Le secteur bénéficie des incitations budgétaires mise en œuvre et visant à améliorer la performance énergétique des bâtiments. Malgré la reprise, la valeur ajoutée dans ce secteur reste toutefois inférieure de près de 30% au niveau de 2008.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

10

SOUTENIR L'ÉCONOMIE AVANT TOUT

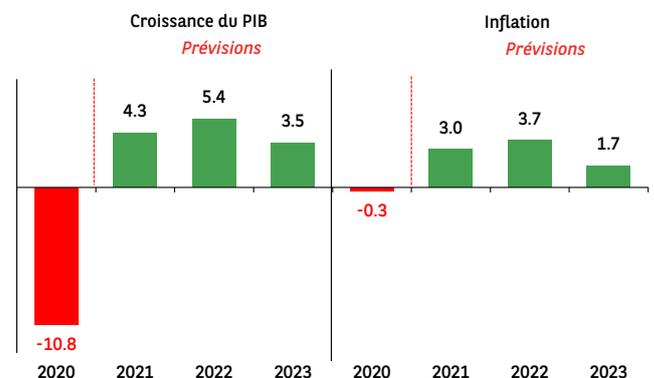
Malgré le rétablissement poussif de son PIB, l'Espagne s'est montrée plus que résiliente sur le front de l'emploi en 2021. L'emploi (en novembre) et le taux de participation (T3) sont à des niveaux records. L'inflation restera l'un des obstacles majeurs en 2022, la hausse des prix à la production s'étant même accélérée cet automne. Le soutien à la croissance restera la priorité du gouvernement en 2022. Il bénéficiera de l'apport plus important des fonds européens pour financer un budget record de EUR 196 mds. La résorption du déficit public sera reléguée au second plan, le gouvernement misant principalement sur la croissance économique pour améliorer les finances publiques.

Nos prévisions de croissance pour 2021 ont été revues à la baisse depuis notre dernière publication. La hausse du PIB réel au T3 2021 (+2,0% t/t) est en effet moins forte qu'attendu. Le rebond du PIB espagnol a été, jusqu'à cet automne, le plus faible des pays de la zone euro. Des révisions significatives sont possibles, l'INE soulignant que « le volume des informations disponibles dans ce rapport avancé [pour le T3] est moindre que les [rapports] précédents ». En effet, l'évolution du PIB contraste nettement avec celle, bien meilleure, du marché du travail. La hausse de l'emploi¹ n'a montré aucun signe d'essoufflement cet automne, celui-ci atteignant un niveau record à la fin novembre. Un rythme de progression des embauches semblable à 2021 sera difficile à atteindre en 2022 mais les créations de postes pourraient néanmoins se poursuivre. Le pays enregistre toujours un taux de chômage élevé (14,5% en octobre 2021) et dispose donc d'un réservoir de main d'œuvre important. Les enquêtes d'opinion montrent, il est vrai, une détérioration de la confiance (et des intentions d'embauche) dans l'industrie, en raison des freins à l'activité que subit actuellement le secteur (hausse des coûts de production, pénurie d'intrants, etc.). À l'inverse, la dynamique des recrutements dans les services reste encourageante. L'emploi dans les secteurs fortement touchés par la crise sanitaire (hébergement et restauration, commerce, activités artistiques et de loisirs) se situe toujours bien en deçà de son niveau de fin 2019, et affiche une marge de progression importante.

L'inflation restera en 2022 l'un des obstacles à la croissance les plus importants. La hausse, déjà conséquente, des prix à la consommation (+5,6% a/a en novembre) pourrait perdurer cet hiver, sinon s'accroître. Le renchérissement des matériaux de production et des coûts de transport montre en effet peu de signes d'essoufflement. Le bond cumulé de 11,7% des prix à la production en septembre et octobre constitue, et de loin, une hausse record. Tout cela va peser sur les marges des entreprises, qui pourraient répercuter ces hausses sur le prix de vente de leurs produits. Sur le plan sanitaire, les risques liés à la propagation de nouveaux variants, et son impact sur l'activité économique, seront encore bien présents en 2022. Le succès des premières campagnes de vaccination en Espagne réduit, néanmoins, les inquiétudes d'une vague épidémique aussi « dangereuse » que celle de 2020, et donc de la mise en place de nouvelles restrictions pesant sur l'activité économique.

Dans ce contexte encore incertain, le rétablissement des finances publiques n'est pas une priorité pour l'exécutif espagnol, qui devrait bénéficier en 2022 encore de conditions de financement très favorables pour lever de la dette. Il est par ailleurs contraint de prendre des mesures sociales importantes (baisse de la TVA sur les produits énergétiques, revalorisation des pensions de retraites et du salaire minimum d'insertion, soutien à l'accès au logement, etc.) face à la crise énergétique et à la hausse des prix à la consommation et des loyers. Le gouvernement table désormais sur un déficit public de 8,4% en 2021 et le retour de celui-ci sous la barre des 3% du PIB en 2024, au mieux.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Un budget record de EUR 196 mds est en effet prévu en 2022. La coalition de Pedro Sanchez est parvenue à le faire valider par le Parlement grâce au ralliement des deux partis nationalistes (ERC et EH Bildu). Ce budget, qui contient donc une forte hausse des dépenses sociales (+3,9% par rapport à 2021) sera financé, à hauteur de EUR 27,6 mds, par le fonds de relance européen. Cette enveloppe sera destinée, entre autres, au renforcement des politiques industrielles, au soutien aux PME ainsi qu'à la rénovation énergétique des bâtiments.

Par ailleurs, le secteur bancaire a, dans son ensemble, bien résisté à la récession de 2020, grâce notamment au prolongement des mesures gouvernementales mises en place au début de la pandémie. Celles-ci ont amorti le choc sur l'activité et limité, par extension, l'érosion de la qualité des crédits aux entreprises (chômage partiel, moratoires sur les crédits et les cotisations sociales, prêts garantie d'État (PGE), etc.). Le ratio de prêts non performants (NPL) a continué de refluer au cours de l'année 2021, retombant à 4,35% du total des encours en septembre 2021, son niveau le plus bas depuis le printemps 2009. Le nombre de NPL devrait assez logiquement augmenter à partir de la fin 2022, en raison notamment de l'expiration des délais de remboursement de certains PGE (suspension étendue à la fin 2020 de 12 à 24 mois). Néanmoins, les risques devraient rester contenus : le volume des prêts sous moratoire représentait moins de 6% des prêts au secteur privé non financier à la fin 2020, tandis que les PGE représentait une part modérée (14,5%) du stock de prêts en juin 2021 (données de l'EBA).

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Plus précisément, les données présentées correspondent au nombre d'actifs enregistrés au système de sécurité sociale (source : Agence pour l'emploi espagnol).



BELGIQUE

11

APRÈS LE SPRINT DE LA REPRISE, LE MARATHON DE LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

Le PIB belge a crû de 2% t/t au T3, un résultat nettement meilleur que les attentes du consensus. Le PIB dépasse ainsi son niveau pré-Covid pour la première fois depuis le début de la pandémie. Nous anticipons une croissance de 6,1% sur l'ensemble de l'année 2021, puis un ralentissement à 3,1% l'année prochaine. Un rythme qui reste supérieur à la croissance potentielle. La crise semble ne pas avoir laissé de cicatrices sur l'économie belge. Le gouvernement De Croo aura toutefois fort à faire tandis que le niveau élevé de la dette publique revient sur le devant de la scène.

Après une contraction de 5,7% en 2020, l'économie belge a achevé son redressement au T3 2021 en retrouvant son niveau de PIB d'avant-crise ; la consommation a été la dernière composante du PIB à y parvenir. Une nouvelle phase de la reprise semblait pouvoir s'engager, avec une croissance plus lente, mais toujours supérieure à la croissance potentielle.

Toutefois, le variant Omicron s'est invité dans l'équation, sur fond de forte progression du nombre de nouveaux cas de Covid-19 en Belgique et dans les pays voisins. Notre scénario est désormais clairement assorti d'un risque baissier, même s'il reste à voir quel sera l'impact négatif direct (mesures de distanciation sociale plus strictes) et indirect (à travers le canal de la confiance) d'Omicron sur l'activité.

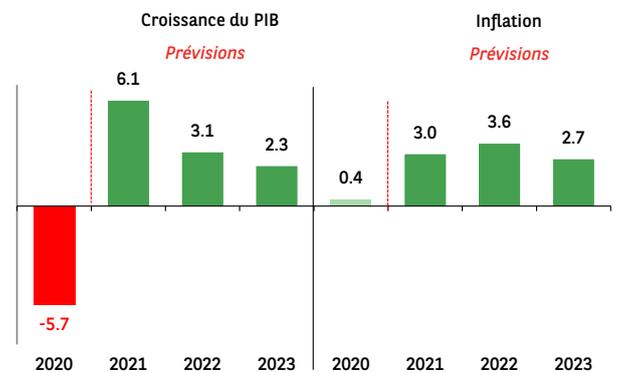
Notre évaluation nowcast pour le T4 implique un ralentissement significatif de la croissance, de 2,0% t/t au T3 à seulement 0,3% t/t. L'annonce récente de mesures plus strictes de restriction sanitaire, juste avant les fêtes, n'est pas sans rappeler la situation d'il y a un an. Le PIB avait alors reculé au T4 2020, un scénario qui pourrait se répéter au T4 2021.

L'inflation en Belgique, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) d'Eurostat, a atteint 7,1% a/a en novembre (estimation flash). C'est le niveau le plus élevé jamais enregistré depuis la création de l'indice, en 1992. Comme ailleurs, le regain d'inflation est imputable en majeure partie à la flambée des prix de l'énergie.

La confiance des ménages s'est établie en novembre à son plus bas niveau depuis avril quand les mesures de distanciation sociale étaient encore plus strictes. Par rapport à début 2021, les ménages sont davantage inquiets de leur situation financière et se déclarent moins en capacité d'épargner. Un rapport récent de la Banque nationale de Belgique (BNB) fournit une indication de l'impact asymétrique de la crise sanitaire sur l'épargne. Dans l'ensemble, l'épargne forcée et, dans une moindre mesure, celle de précaution ont concouru à accroître le taux d'épargne en Belgique par rapport à son niveau d'avant-crise. Néanmoins, celui des ménages aux revenus les plus faibles n'a pas augmenté. L'accroissement de l'épargne est ainsi majoritairement le fait des ménages aisés. Leur propension plus faible à consommer permet de douter du rattrapage tant attendu de la demande.

Concernant le marché du travail, on note un regain d'optimisme par rapport au début de l'année. Les craintes de chômage ont pratiquement disparu des dernières enquêtes auprès des ménages. Cette tendance est étayée par la baisse observée du taux de chômage pendant la majeure partie de l'année et par un niveau d'emploi total record de 5 millions au T3 2021.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La confiance des entreprises est restée stable en novembre, le secteur du bâtiment apparaissant comme le plus optimiste. Le secteur des services fait état de perspectives légèrement dégradées. D'après une enquête ad hoc de l'ERMG (*Economic Risk Management Group*), près de la moitié des entreprises interrogées déclarent des effectifs insuffisants. Les pénuries d'intrants (40%) et la hausse des prix de ces derniers (22%) figurent, en outre, parmi les principales inquiétudes des entreprises belges.

Le déficit public s'est dégradé en 2020 sous l'impact de la pandémie, passant de 1,9% à 9,4% du PIB. Avec des recettes plus ou moins stables en pourcentage d'un PIB diminué, la hausse des dépenses a lourdement pesé sur le déficit. La situation s'est quelque peu améliorée cette année, principalement du fait de la baisse des dépenses visant à contrer l'impact économique de la crise sanitaire. Toutefois, même dans un contexte de baisse continue du service de la dette, le déficit reste élevé. La BNB prévoit un déficit primaire de plus de 3% du PIB en 2023, à comparer à un solde à l'équilibre en 2019. Améliorer la situation budgétaire ne sera pas tâche aisée pour la large coalition emmenée par le Premier ministre De Croo.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

AUTRICHE

12

ATMOSPHÈRE DE CRISE

Une fois les restrictions liées au Covid-19 levées, l'économie devrait fortement rebondir en 2022, portée en premier lieu par la consommation des ménages. L'année prochaine, l'orientation de la politique budgétaire va probablement se durcir avec la suppression progressive des mesures d'aide spéciales. L'un des principaux risques politiques est l'éclatement de la coalition formées par les conservateurs de l'ÖVP et les Verts.

Après une légère récession au début de l'année, la levée progressive des mesures de confinement a permis à l'économie de retrouver son niveau de pré-crise au T3. La reprise a toutefois été freinée par des pénuries de main-d'œuvre et de matières premières. Elle devrait l'être encore dans les prochains mois avec les nouvelles mesures de restrictions annoncées par le gouvernement devant l'augmentation rapide du nombre de nouveaux cas de Covid-19. Un confinement généralisé a été instauré pour une durée maximale de vingt jours à compter du 22 novembre, ainsi que la vaccination obligatoire contre la Covid-19 à partir du 1^{er} février 2022. Après cette annonce, le nombre de bénéficiaires des dispositifs de chômage et de chômage partiel a de nouveau augmenté.

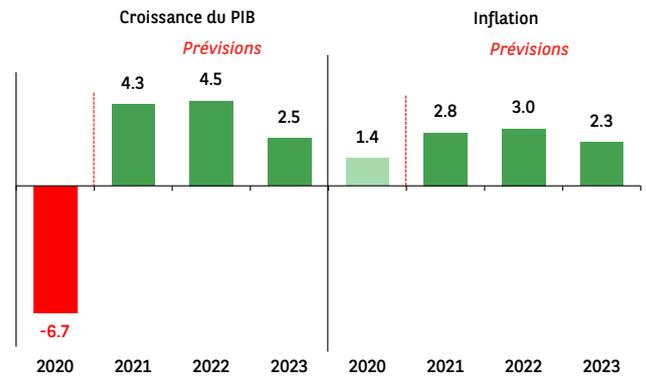
UNE RÉFORME FISCALE AMBITIEUSE

L'orientation budgétaire devrait se durcir l'année prochaine, en raison de la suppression de certaines aides spéciales. Le gouvernement prévoit, par ailleurs, une réforme fiscale à partir de juillet 2022. Une fois celle-ci pleinement mise en œuvre en 2024, la baisse de la fiscalité s'élèvera à EUR 7,8 mds par an (2% du PIB). Cet allègement devrait permettre de compenser le non-ajustement des tranches d'imposition à l'inflation ou «*bracket creep*». En 2024, le taux d'imposition des sociétés sera ramené de 25 % à 23 %. À partir du 1^{er} juillet 2022, une taxe carbone sera introduite pour les secteurs qui ne sont pas couverts par le système d'échange de quotas d'émissions (*Emissions Trading Schemes*, ETS) de l'Union européenne. Initialement fixée à EUR 30 par tonne de carbone, la taxe sera portée à EUR 55 en 2025. Le prix du carbone dans le cadre du système EU ETS était, ces derniers mois, proche de EUR 80. Cette taxe augmentera de dix centimes le prix de l'essence et de EUR 130 le coût annuel du chauffage pour un ménage moyen. Les recettes de cette taxe seront redistribuées sous forme de crédit d'impôt pour les familles, de prime spéciale pour les personnes résidant en zone rurale et de subventions pour les entreprises afin de maintenir leur compétitivité par rapport à d'autres entreprises étrangères dont le prix du carbone est plus faible.

UNE CROISSANCE VIGoureuse DANS LES ANNÉES À VENIR

L'économie pourrait rapidement se redresser une fois les mesures de confinement levées. La consommation privée va probablement connaître un fort rebond, porté par l'épargne accumulée pendant la crise Covid-19 et par la réforme fiscale à partir de juillet 2022. Les exportations de biens seront soutenues, dans le courant de 2022, par la réduction attendue des perturbations des approvisionnements, en particulier dans l'industrie automobile allemande. De plus, les exportations de services touristiques pourraient quasiment doubler en 2022. Le passage aux technologies de production à faible émission de carbone et les pénuries persistantes de main-d'œuvre, qui conduiront à une plus grande automatisation, stimuleront les investissements. L'inflation va probablement grimper temporairement au-dessus de 3% a/a en 2022, en raison, notamment, de la flambée des prix de l'énergie.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : ÉTUDES ÉCONOMIQUES BNP PARIBAS

De plus, à partir du 1^{er} janvier 2022, les taux de TVA appliqués à la restauration, à l'hôtellerie et à l'événementiel, qui représentent environ 13% du panier de consommation, passeront de 5 % à leur niveau initial de 8%. Cette hausse ne sera probablement répercutée qu'en partie sur les consommateurs. Le 1^{er} juillet, l'introduction de la taxe carbone contribuera, quant à elle, à hauteur d'environ 0,2 point à l'inflation.

Valse des ministres

Le scandale de corruption, dans lequel est englué l'ÖVP (conservateurs), principal membre de la coalition au pouvoir, constitue un important facteur d'incertitude. Accusé d'avoir, entre 2016 et 2017, utilisé l'argent du contribuable à hauteur de EUR 1,2 md pour financer des groupes de presse servant ses intérêts politiques, le président de l'ÖVP, Sebastian Kurz, a donné sa démission comme chancelier en octobre. Il a été temporairement remplacé par le ministre des Affaires étrangères, Alexander Schallenberg. M. Kurz ayant décidé, début décembre, de quitter la vie politique, M. Schallenberg a retrouvé son portefeuille au ministère des Affaires étrangères et Karl Nehammer, ministre de l'Intérieur, a été nommé chancelier. Le ministre des Finances, Gernot Blümel, a, lui aussi, donné sa démission. Pour le moment, les Verts souhaitent rester dans la coalition aux côtés de l'ÖVP pour mener à bien leur programme politique.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FINLANDE

13

BONNE ÉLÈVE

Confrontée comme tous les pays d'Europe à une reprise des contaminations à la Covid-19, la Finlande réinstalle des mesures de protection sanitaire qui pourraient freiner temporairement sa reprise. Estimée à 3,4% en 2021, la croissance du PIB pourrait encore atteindre 2,8% en 2022, selon la Commission européenne. Après avoir raisonnablement pratiqué le « quoi qu'il en coûte », le gouvernement cherche, à présent, à consolider ses finances.

Relativement épargnée jusqu'alors, la Finlande enregistrait, début décembre 2021, un nombre record de contaminations au Sars-Cov-2. Son taux de vaccination (77% de l'ensemble de la population) lui permettait toutefois de contenir la remontée des cas graves ainsi que celle des décès, moins marquées que dans la plupart des autres pays de l'Union européenne. Parallèlement, le gouvernement remettait en place des mesures de protection sanitaire, comme la fermeture après 18h des bars et restaurants dans certaines régions.

Après les restrictions et l'épargne forcée du printemps 2020, la consommation des ménages s'est rapidement redressée, s'affichant comme le principal moteur de la reprise. En 2021, elle apporte la principale contribution à la croissance du PIB, estimée à 3,4% par la Commission européenne (cf. graphique).

TENSIONS SUR L'OFFRE ET LES PRIX

Malgré des données encourageantes concernant les commandes à l'industrie et un niveau de confiance élevé des chefs d'entreprise, l'investissement est resté en retrait, reculant même au troisième trimestre de 2021. En cause, la pénurie mondiale d'intrants, notamment de composants, qui a entraîné des difficultés d'approvisionnement dans de nombreuses filières, au premier rang desquelles l'automobile.

Pression de la demande d'un côté, offre contrainte de l'autre : en Finlande comme partout, l'équation se résout par une augmentation des prix. Remontée à 3,4% sur un an en novembre 2021 (son plus haut niveau depuis 2012) l'inflation reflète, bien sûr, l'alourdissement de la facture énergétique, mais pas seulement. Depuis le printemps 2021, sa tendance dite « sous-jacente » (hors énergie et alimentation) est à l'accélération, notamment dans les services, où la pénurie de personnel qualifié a pour effet de tirer les salaires et les prix à la hausse. D'après les enquêtes de la Chambre de commerce, le phénomène est très sensible dans les secteurs de l'informatique et des communications, de la technologie, ou encore du commerce.

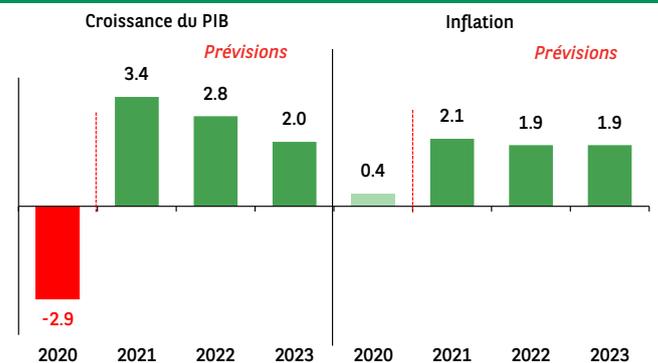
Grâce à la préexistence de stabilisateurs automatiques importants, le « quoi qu'il en coûte » n'a pas été poussé aussi loin en Finlande que dans la plupart des autres pays. D'après les estimations du Fonds monétaire international, les transferts budgétaires directs (hors prêts garantis) engagés pour faire face à l'épidémie de Covid-19 ont atteint 4,8 points de PIB en 2020-21, un chiffre élevé dans l'absolu mais faible comparé à la moyenne européenne (plutôt proche de 10 points de PIB). Conséquence, la dérive des comptes publics est restée relativement contenue (dette limitée à 71% du PIB en 2021, déficit inférieur à 4% du PIB). La plupart des mesures d'urgence ayant expiré, l'impulsion budgétaire donnée à l'économie¹ devient négative (-0,5 point à horizon 2022 selon la Commission). Le rythme de croissance, possiblement ralenti cet hiver, atteindrait 2,8% en 2022.

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

avec la collaboration de Romane Surel (alternante)

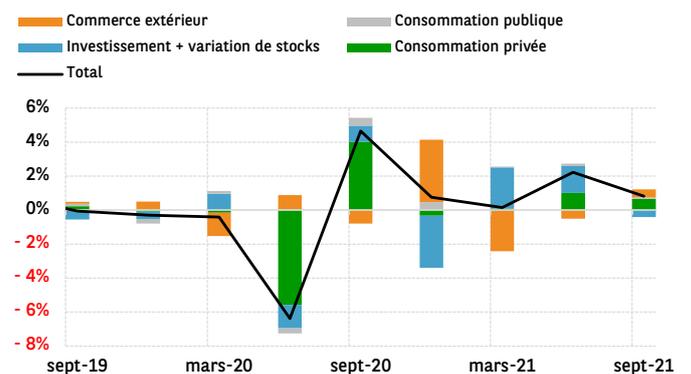
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE



GRAPHIQUE 2

SOURCE : STATISTICS FINLAND

¹ Soit l'évolution du solde budgétaire structurel primaire



DÉBUT D'ANNÉE 2022 SUR DES BASES PLUS SOLIDES

Avec un rebond possible du PIB de plus de 7% en 2021, la Grèce a favorablement surpris. Le taux de chômage a, par ailleurs, reflué à 13%. Cette embellie permet au secteur bancaire de poursuivre son assainissement, avec une baisse du ratio de prêts non performants proche, au début de l'été, du seuil des 20%. Les difficultés sur le plan économique, social et bancaire, restent toutefois parmi les plus importantes au sein de l'Union européenne. Cela dit, et sauf complication sur le front sanitaire, la Grèce entamera l'année 2022 sur des bases bien meilleures que les années précédentes.

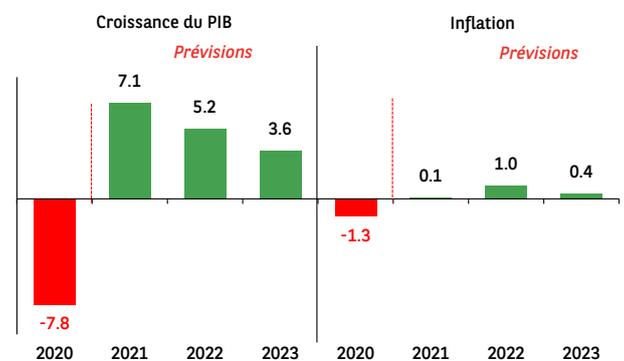
L'économie grecque s'est redressée bien mieux qu'attendu en 2021. Cela a conduit la Commission européenne à rehausser significativement ses prévisions de croissance pour cette année, qui passent de 4,3% (prévisions de juillet) à 7,1% en moyenne annuelle. Même si la Grèce est l'un des pays de l'UE où la couverture vaccinale contre la Covid-19 est la plus faible, la vague épidémique que subit actuellement le pays n'a pas contraint le gouvernement, pour le moment, à prendre des mesures de restrictions aussi drastiques que précédemment¹, ce qui devrait permettre à l'activité économique de continuer à progresser.

L'amélioration sur le front de la conjoncture s'observe aussi bien dans les chiffres du PIB que ceux de l'emploi. Le PIB réel a enregistré une nouvelle progression au T3 (+2,7% t/t) pour le cinquième trimestre consécutif, poussant ainsi le niveau d'activité au dessus du niveau prévalant juste avant la pandémie. Par ailleurs, comme dans de nombreux pays, les mesures destinées à protéger l'emploi – principalement le chômage partiel (programme Synergasia en Grèce) – ont été très efficaces, même si elles ont eu un coût important pour les finances publiques. Au début de l'automne, le nombre de personnes sans emploi était à son plus bas niveau depuis avril 2010, tandis que l'emploi est repassé très nettement au dessus de son niveau de pré-pandémie. Le chemin à parcourir reste néanmoins colossal pour le pays. Le niveau de son PIB et celui de l'emploi restent, en effet, respectivement près de 25% et 10% en dessous de 2008.

Une grande partie des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises, mises en place durant la crise de la Covid-19, expireront à la fin de l'année 2021. Cela conduira à une réduction notable du déficit public en 2022. Il est ainsi attendu à 3,9% du PIB en 2022 contre 9,9% en 2021 (Commission européenne). Certaines mesures perdureront cependant : parmi celles-ci, la baisse de la TVA sur les produits des secteurs « vulnérables » (jusqu'à juin 2022), la baisse de 3 points du taux de cotisations sociales (fin 2022), et la suspension de la taxe fiscale de solidarité (fin 2022). Le ratio de dette publique devrait logiquement chuter en 2021, mais rester au dessus de la barre des 200% du PIB.

Cependant, le risque souverain restera contenu en 2022, grâce à la politique de la Banque centrale européenne encore très accommodante, malgré le risque inflationniste. Par ailleurs, Le gouvernement central grec a augmenté sa réserve de trésorerie en 2021 (près de EUR 40 mds en octobre), grâce notamment aux liquidités allouées par le Fonds de relance européen. L'Agence de gestion de la dette publique grecque (PDMA) ambitionne, pour sa part, de rembourser plus tôt que prévu une partie de la dette grecque (EUR 5,3 mds à échéance 2022 et 2023), ce qui constituerait également un signal positif pour les investisseurs quant à la capacité du pays à rembourser ses créances.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Le rythme de croissance économique soutenu, attendu en 2022, devrait faciliter l'assainissement du secteur bancaire. Celui-ci, malgré une situation encore détériorée, s'améliore grâce au programme Hercule, qui permet à l'État de garantir les créances douteuses des banques. Ce programme a été mis en place en octobre 2019 et prolongé jusqu'en octobre 2022 (il devait initialement s'arrêter en avril 2021). Le ratio de prêts non performant (NPL) a chuté fortement au T2 2021 pour s'établir à 21,3% (données consolidées), soit une division quasi par deux par rapport à 2019 (40,0%). Toutefois, cette baisse est en partie artificielle car liée aux subventions exceptionnelles accordées pour le remboursement de certains prêts accordés aux ménages et aux entreprises durant la pandémie (programme Gefyra et Gefyra II) ; ce qui pourrait conduire à un rebond des NPL à leur expiration. Néanmoins, l'objectif partagé par les quatre grandes banques grecques (Eurobank, National Bank of Greece, Alpha Bank, Piraeus Bank) d'atteindre un ratio de NPL inférieur à la barre des 10% d'ici à la fin 2022 reste atteignable².

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ L'une des mesures récentes est l'entrée en vigueur de l'obligation vaccinale pour les personnes âgées de plus de 60 ans.

² C'est ce que réitère la Commission européenne dans son dernier rapport de surveillance sur la Grèce, paru en novembre 2021.

ROYAUME-UNI

15

LA VIEILLE DAME HÉSITE

Augmenter ou ne pas augmenter les taux d'intérêt ? Telle est la question qui se pose la Banque d'Angleterre, alors que l'inflation accélère en même temps que les contaminations à la Covid-19, dont le nouveau variant « Omicron » inquiète. Au moment aussi où l'activité économique, en très fort rebond jusqu'à l'été 2021, perd le soutien de la dépense publique et donne quelques signes d'accalmie.

Si, face à l'épidémie de coronavirus, l'État britannique n'a pas manqué de volontarisme (20 points de PIB ont été directement transférés dans l'économie pour faire face à la crise sanitaire selon le Fonds monétaire international, plus du double de la moyenne européenne), il figure aussi parmi les premiers à avoir décrété la fin du « quoi qu'il en coûte ». En octobre 2021, les principaux dispositifs de maintien dans l'emploi - *le Coronavirus Job Retention Scheme* (CJRS) et le *Self-employed Income Support Scheme* (SEISS) - disparaissaient. Environ 1,5 million de Britanniques jusqu'alors en « congé » dans les entreprises ont donc dû faire leur retour sur le marché du travail durant l'automne, ce qui pourrait avoir eu pour conséquence de faire remonter le chômage (tombé à 4,3% de la population active en août dernier). Avec les aides à l'emploi, expiraient aussi la bonification de 20 livres par semaine du crédit universel (*universal credit*), la TVA réduite sur l'hôtellerie-restauration ou encore l'abattement spécial appliqué aux droits de mutation.

CONJONCTURE MOINS EUPHORIQUE

Sans surprise, le nombre des transactions immobilières rechutait dans la foulée, tandis que, d'une manière générale, les indices de la conjoncture apparaissaient moins euphoriques (graphique 2). Si les enquêtes auprès des directeurs d'achat sont restées bien orientées jusqu'en novembre, la confiance ainsi que la consommation des ménages, principal moteur du rattrapage économique, ont eu tendance à s'effriter. L'évolution sur trois mois glissants du commerce de détail montrait un recul des achats de biens manufacturés, d'automobiles surtout. Au moment de rédiger ces lignes, l'irruption du nouveau variant « Omicron » du coronavirus n'était pas prise en compte dans les statistiques. Sur fond de contaminations toujours nombreuses à la souche « Delta », elle poussait toutefois le gouvernement à prendre des mesures restrictives (auto-isolation obligatoire des cas contacts, vaccinés ou non), les premières depuis la levée des restrictions opérée début juillet.

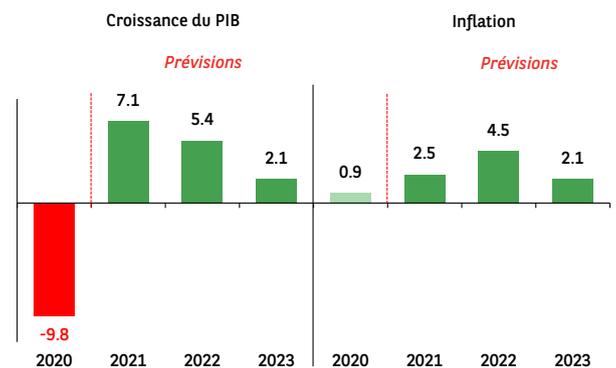
Accentuée par le relèvement des tarifs réglementés de l'énergie, la hausse des prix s'est accélérée, un peu plus vite qu'anticipé par la Banque d'Angleterre. À 4,2% sur un an en octobre, l'inflation s'éloigne de plus en plus sa cible officielle de 2%, ce qui a poussé le gouverneur Andrew Bailey à durcir le discours de la politique monétaire. L'arrêt prévu fin décembre 2021 de l'assouplissement quantitatif, visant à porter à GBP 895 mds (40% du PIB) la détention d'actifs de l'Institution, a été confirmé. La vieille dame aurait dû décider, au même moment, d'une hausse du taux directeur (*Bank Rate*, fixé à 0,10% depuis mars 2020), devant laquelle elle a, finalement, paru hésiter.

Resserrer ou ne pas resserrer les conditions monétaires ? Telle est la question qui se pose, au moment où l'économie est déjà moins soutenue par la politique budgétaire (à l'arrêt des mesures d'urgence, devraient succéder dès avril 2022 des hausses de cotisations sociales) et voit les vents mauvais de l'épidémie de Covid-19 se renforcer.

Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

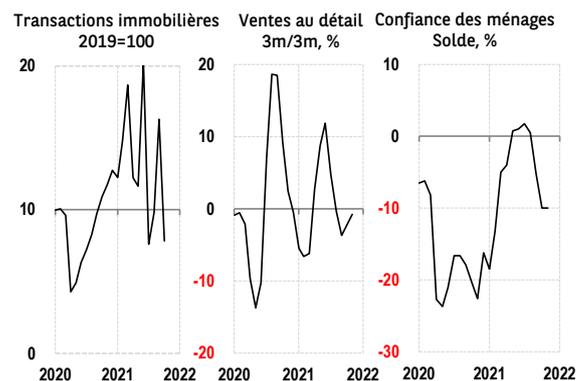
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ATTERRISSAGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : HMCE, ONS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

NORVÈGE

16

HAUT DÉBIT

Face à l'épidémie de coronavirus, la Norvège a su minimiser ses pertes, humaines autant qu'économiques. En 2021, l'envolée des prix mondiaux du gaz et du pétrole lui a largement profité. L'activité a déjà dépassé son niveau pré-pandémique, l'immobilier s'affole, les comptes publics renouent avec leurs traditionnels excédents. La Banque centrale, qui fut l'une des toutes premières à remonter ses taux d'intérêt directeurs, juge la situation compatible avec une normalisation de la politique monétaire. Sa feuille de route reste néanmoins tributaire de la situation sanitaire, qui, comme partout, se dégrade.

Si la Norvège n'est pas plus épargnée que d'autres par la reprise de l'épidémie de coronavirus, son haut taux de vaccination (78% de l'ensemble de la population) la protège du pire. Début décembre et en dépit d'un nombre record de contaminations, elle parvenait encore à limiter la remontée du nombre des cas graves ainsi que celui des décès. Avec un peu plus d'un millier de victimes au total pour 5,5 millions d'habitants (un ratio sept fois inférieur à celui de la Suède voisine), la Norvège affichait toujours l'une des plus faibles statistiques de mortalité face à la Covid-19.

Économiquement, le pays s'est bien remis, d'abord grâce à l'action de l'État. Selon les estimations du Fonds monétaire international (FMI), les transferts budgétaires directs (hors prêts garantis) aux entreprises et aux ménages pendant l'épidémie ont atteint 7,4 points de PIB, ce qui représente l'effort le plus important au sein de la zone scandinave. Fait exceptionnel, les comptes publics ont affiché un déficit en 2020, auquel l'explosion des recettes du gaz et du pétrole *offshore*, qui représentent 18% du PIB et 40% des exportations, a rapidement mis fin (cf. graphique 2).

Alimentée comme rarement, l'activité « *mainland* »¹ s'est inscrite sur une pente à plus de 4% en 2021, dépassant à partir du troisième trimestre son niveau pré-pandémique. Corrigé des variations saisonnières, le taux de chômage est descendu sous la barre des 4%², la plupart des secteurs déplorant des pénuries de main d'œuvre. Certains sont déjà proches d'une situation de surchauffe, comme l'immobilier, qui affirme son rôle de valeur refuge et dont les prix remontent sensiblement depuis le début de la pandémie. Au cours des 20 derniers mois, le mètre carré s'est apprécié de près de 15% à Oslo comme, en moyenne, dans tout le pays. Son renchérissement reflète non seulement la pression de la demande, mais aussi la pénurie de matériaux, un phénomène mondial.

En partie grâce à l'appréciation de la couronne, les prix des biens et services n'ont pas connu les mêmes tensions. En dehors de sa composante « énergie », l'inflation a même eu tendance à décélérer dans le courant de l'année 2021, pour s'afficher à 0,9% en octobre, au plus bas depuis quatre ans. Sur la base de tensions salariales naissantes, la Banque centrale de Norvège, ou *Norges Bank*, anticipe toutefois une remontée. La situation économique s'est, à ses yeux, suffisamment rétablie pour justifier une normalisation de la politique monétaire. Le 24 septembre dernier, elle était parmi les premières à relever ses taux directeurs, de 0% à 0,25% pour le principal d'entre eux. Sa feuille de route pour 2022 prévoit d'autres hausses du *policy rate*, jusqu'au niveau de 1%, visé pour la fin d'année.

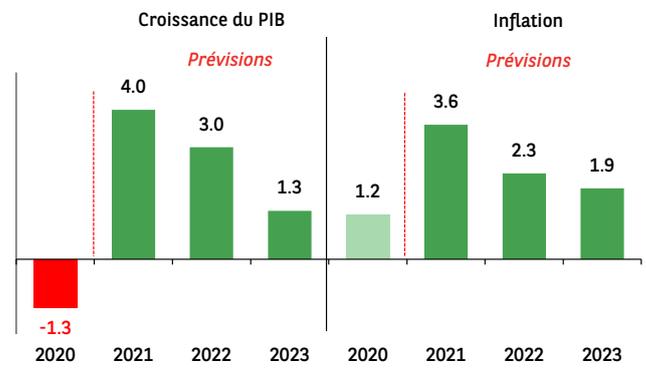
Jean-Luc Proutat

Jean-luc.proutat@bnpparibas.com

¹ Hors activités gazières et pétrolières.

² Seule la série brute est disponible, à une fréquence trimestrielle. La correction de sa composante saisonnière (par ARIMA X 12) permet d'estimer le taux de chômage à 3,9% au troisième trimestre de 2021.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

EXPORTATIONS DE GAZ NATUREL (MENSUELLES, NOK MDS)



GRAPHIQUE 2

SOURCE : STATISTICS NORWAY



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

17

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
États-Unis	5.5	4.7	2.8	4.7	4.6	2.1
Japon	1.7	2.6	1.6	-0.2	0.7	0.5
Royaume-Uni	7.1	5.4	2.1	2.5	4.5	2.1
Zone euro	5.0	4.2	3.0	2.5	3.1	2.0
Allemagne	2.6	3.6	3.6	3.1	3.4	2.2
France	6.7	4.2	2.5	2.0	2.5	2.1
Italie	6.3	4.9	3.0	1.8	2.9	1.7
Espagne	4.3	5.4	3.5	3.0	3.7	1.7
Chine	7.9	5.3	5.5	0.9	2.1	2.5
Inde*	8.0	11.0	6.0	5.4	5.7	5.0
Brésil	4.8	0.5	2.0	8.3	8.3	4.3
Russie	4.5	3.0	1.8	7.0	6.3	4.1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS (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
E-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	0.25	0.25	0.75	1.00	2.00
	Treas. 10a	1.70	1.80	1.90	2.00	2.30
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.10
	Bund 10a	0.00	0.05	0.05	0.10	0.40
	OAT 10a	0.45	0.40	0.35	0.45	0.70
	BTP 10 ans	1.35	1.45	1.45	1.55	2.00
	BONO 10 ans	0.75	0.85	0.90	1.05	1.45
R-Uni	Taux BoE	0.25	0.50	0.50	0.75	1.25
	Gilt 10a	1.10	1.20	1.30	1.45	1.75
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	JGB 10a	0.12	0.14	0.15	0.18	0.20

Taux de change

Fin de période		T1 2022e	T2 2022e	T3 2022e	T4 2022e	T1 2023e
USD	EUR / USD	1.13	1.12	1.11	1.09	1.09
	USD / JPY	115	116	117	118	120
	GBP / USD	1.35	1.35	1.35	1.33	1.36
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.82	0.82	0.80
	EUR / JPY	130	130	130	129	131

Brent

Fin de période		T1 2022e	T2 2022e	T3 2022e	T4 2022e	T1 2023e
Pétrole	USD/baril	84	80	79	80	85

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



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 – France, zone euro

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

Guillaume Derrien
Italie, Espagne, Portugal - 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

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites,
croissance long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@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

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

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, Afrique du Sud

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Stéphane Colliac
Turquie, Ukraine, Europe centrale

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

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

CONTACT MEDIA

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 Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt 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