

4^e trimestre 2022

EDITORIAL

2

La narration d'une récession

L'inflation domine l'actualité économique depuis des mois, mais avec des resserrements monétaires agressifs, cela ne devrait pas durer. Dans le même temps, les craintes de récession s'intensifient. Les banquiers centraux reconnaissent que leur action pourrait provoquer une récession technique, une grande majorité des dirigeants américains s'y attendent et le consensus montre un risque accru de récession aux États-Unis, et encore davantage dans la zone euro. La narration d'une récession devrait mener à de l'attentisme, avec un report des décisions de dépenses et d'embauche. Il devrait aussi créer des interactions négatives, qui se renforceront mutuellement, entre les données concrètes et le sentiment des agents économiques.



ÉTATS-UNIS

4

Proches du pic d'inflation ?



CHINE

5

Malaise



JAPON

6

La Banque du Japon garde le cap



ZONE EURO

7

En route vers la récession ?



ALLEMAGNE

8

De l'eau dans le gaz



FRANCE

9

Une récession à venir ?



ITALIE

10

D'une reprise solide à des perspectives incertaines



ESPAGNE

11

Le choc inflationniste est rude



BELGIQUE

12

La tension monte



PORTUGAL

13

Un choc énergétique moins important qu'ailleurs



FINLANDE

14

Logement : histoire d'une grande réussite



ROYAUME-UNI

15

Un soutien budgétaire essentiel



SUÈDE

16

Blocage institutionnel en perspective



SUISSE

17

Franc suisse : bouclier indéfectible contre l'inflation



PRÉVISIONS

18

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉDITORIAL

LA NARRATION D'UNE RÉCESSION

L'inflation domine l'actualité économique depuis des mois, mais avec des resserrements monétaires agressifs, cela ne devrait pas durer. Dans le même temps, les craintes de récession s'intensifient. Les banquiers centraux reconnaissent que leur action pourrait provoquer une récession technique, une grande majorité des dirigeants américains s'y attendent et le consensus montre un risque accru de récession aux États-Unis, et encore davantage dans la zone euro. La narration d'une récession devrait mener à de l'attentisme, avec un report des décisions de dépenses et d'embauche. Il devrait aussi créer des interactions négatives, qui se renforceront mutuellement, entre les données concrètes et le sentiment des agents économiques. Pour mettre fin à cette situation, la conviction que les banques centrales auront fait le nécessaire, et pourront se permettre de ne plus remonter les taux, sera essentielle. Son effet sur la confiance dépendra toutefois de la manière dont l'économie et le marché du travail auront réagi aux hausses de taux.

Le thème de l'inflation domine le débat public depuis des mois mais cela ne devrait pas durer. Les enquêtes montrent un relâchement des pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et les prix des intrants. Les prix de plusieurs matières premières ont récemment baissé et, bien que la croissance des salaires reste vigoureuse aux États-Unis et devrait s'accroître davantage dans la zone euro, les resserrements monétaires agressifs devraient être un élément clé de la désinflation progressive.

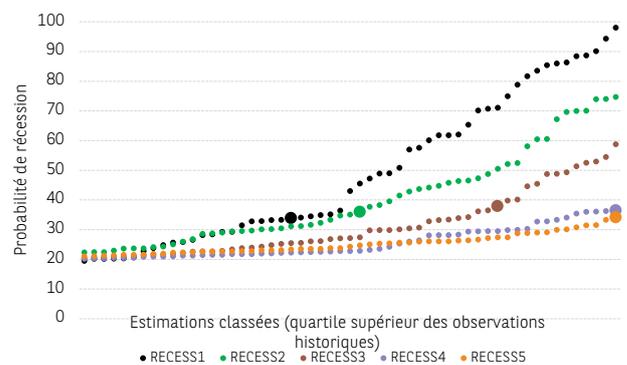
Parallèlement, les craintes de récession se sont accrues et finiront par devenir le thème dominant des discussions économiques. Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a reconnu que la maîtrise de l'inflation serait douloureuse. Selon une récente enquête du *Conference Board*, 81 % des dirigeants américains s'attendent à une récession au cours des 12 à 18 prochains mois. À leur avis, elle devrait être brève, peu profonde et aurait des retombées limitées à l'échelle mondiale. Parmi eux, 12 % sont plus pessimistes et s'attendent à une récession profonde avec des répercussions mondiales importantes, tandis que seulement 7 % ne prévoient pas de récession.

Les prévisions de croissance ont été revues à la baisse, même si l'enquête des prévisionnistes professionnels de la Réserve fédérale de Philadelphie prévoit toujours une croissance trimestrielle positive aux États-Unis sur l'ensemble de l'horizon prévisionnel, qui s'étend jusqu'au troisième trimestre 2023. Cependant, l'évaluation de la probabilité d'une récession a considérablement augmenté à court terme et se situe à un niveau record à moyen terme (les quatre ou cinq trimestres à venir, ce qui correspond aux deuxième et troisième trimestres 2023) (*graphique 1*).

Au sein de la zone euro, le consensus de Bloomberg s'attend à une croissance négative au dernier trimestre 2022 et au premier trimestre de 2023 (*graphique 2*). De plus, l'économiste en chef de la BCE, Philip Lane, en référence aux hausses de taux, a récemment déclaré « nous n'allons pas prétendre que cela ne sera pas douloureux », ajoutant qu'une récession technique ne peut être exclue¹.

Les raisons qui sous-tendent l'inflexion à la baisse des perspectives de croissance sont bien connues. L'inflation érode le pouvoir d'achat des ménages et les marges bénéficiaires des entreprises. En Europe, de plus en plus d'entreprises suspendent temporairement leur production en réaction aux prix élevés du gaz et de l'électricité. Les hausses de taux des banques centrales, ainsi que l'anticipation de nouvelles hausses de taux, ont augmenté le coût de l'emprunt, ce qui pèse sur la demande, en particulier dans le secteur immobilier américain.

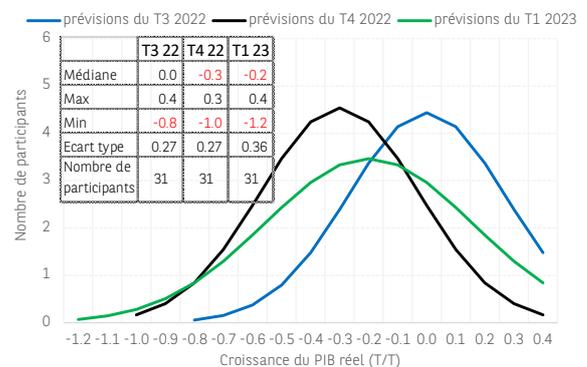
ÉTATS-UNIS : PROBABILITÉ DE RÉCESSION



Ce graphique montre la probabilité d'une croissance t/t négative du PIB réel pour le trimestre durant lequel l'enquête a été faite (RECESS1) et pour les 4 trimestres suivants. Les données sont triées par ordre croissant. Seul le quartile supérieur est présenté.

GRAPHIQUE 1 SOURCES : SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS, FED DE PHILADELPHIE, BNP PARIBAS

ZONE EURO : DISTRIBUTION DE FRÉQUENCES DES PRÉVISIONS DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 2 SOURCES : CONSENSUS BLOOMBERG, BNP PARIBAS

¹ Source : ECB to inflict pain as it hikes rates into next year, economist says, Reuters, 17 septembre 2022.



Bien que les carnets de commandes du secteur manufacturier restent bien remplis, la tendance est à la baisse, et encore plus pour les nouvelles commandes à l'exportation. La faible croissance économique en Chine joue un rôle décisif à cet égard. Enfin, la guerre en Ukraine a été un facteur important, en grande partie en raison de son impact sur les prix des matières premières.

Le récit d'une récession sème le doute et inquiète les observateurs. Ceux-ci vont non seulement réviser à la baisse leur scénario de base concernant les revenus, les ventes et les bénéfices, mais leur niveau de conviction sur les prévisions baissera également. Les entreprises se montreront de plus en plus attentistes jusqu'à ce qu'une image plus claire de la situation émerge. Les plans d'investissement seront suspendus. Les intentions d'embauche seront réduites - c'est déjà visible dans les données de l'enquête de l'UE -, ce qui devrait se traduire au final par une augmentation des craintes de chômage des ménages. Cela devrait à son tour peser sur les dépenses des consommateurs. À un moment donné, cette interaction négative renforcée entre les données objectives (activité, demande, etc.) et les données subjectives (confiance) devrait cesser. Une condition essentielle à cela est la conviction croissante que les banques centrales auront fait le nécessaire et pourront se permettre d'arrêter de resserrer leurs taux d'intérêt. Cela implique que les hausses de taux, malgré leur agressivité, apportent une lueur d'espoir : le pic cyclique du taux directeur arrivera plus tôt que dans le cadre d'une approche graduelle. L'ampleur de l'effet sur la confiance dépendra de la manière dont l'économie et le marché du travail auront réagi aux hausses de taux.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com



ÉTATS-UNIS

4

PROCHES DU PIC D'INFLATION ?

Après une deuxième contraction de son PIB au T2, les perspectives de l'économie américaine sont pour le moins incertaines. Les pressions inflationnistes donnent des signes de détente mais le rythme de désinflation pourrait être plus lent que prévu. Si la confiance des ménages a récemment interrompu sa baisse et s'est légèrement redressée en août, les enquêtes d'activité auprès des entreprises plongent, notamment dans le secteur industriel. La Réserve fédérale a poursuivi la remontée rapide de ses taux directeurs, qui entrent désormais en territoire restrictif.

La croissance du PIB a de nouveau baissé au T2 (-0,9% en rythme trimestriel annualisé contre -1,4% au T1), principalement à cause de la baisse de l'investissement privé et d'un moindre stockage des entreprises. Selon nos prévisions, le rebond mécanique de la croissance au T3 se poursuivrait sur plusieurs trimestres mais à un rythme relativement faible. Du côté de l'inflation, plusieurs indicateurs suggèrent un potentiel ralentissement à partir de la mi-2022 (baisse du coût de l'énergie et de certains intrants, ralentissement du prix des biens, moindres tensions sur le marché du travail) mais il reste une part importante d'incertitude. De plus, même si cette baisse de l'inflation se concrétisait dans les prochains mois, ce qui semble le plus probable, elle devrait rester supérieure à la cible de 2% jusqu'en 2024. Après avoir poussé ses taux directeurs en territoire restrictif (3,00%-3,25%) par une hausse de 75 points de base en septembre, la Fed devrait poursuivre son resserrement monétaire jusqu'à la fin de l'année.

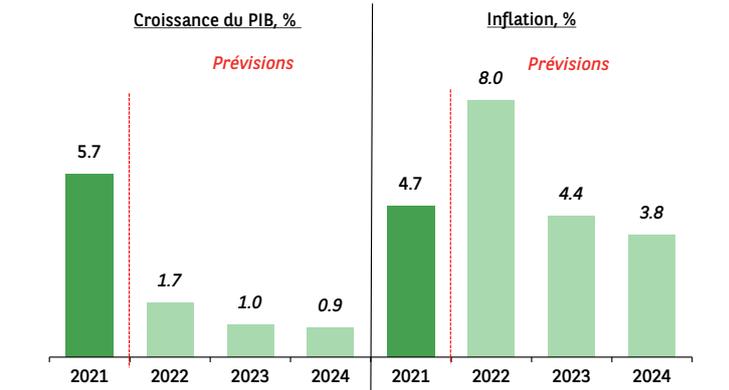
L'inflation, mesurée par le *Consumer Price Index* (CPI), s'est établie à 8,3% a/a en août, un niveau très élevé mais en baisse par rapport à juillet (8,5% a/a). C'est principalement la conséquence de la baisse récente du prix du pétrole brut, en partie compensée par la forte augmentation des prix alimentaires. Et si l'inflation totale a reflué, l'inflation sous-jacente a nettement augmenté, de 0,4 point de pourcentage à 6,3%, faisant craindre que le pic d'inflation ne soit pas encore tout à fait atteint.

De fait, les pressions inflationnistes se poursuivent avec le rééquilibrage des choix de consommation des biens vers les services (*graphique 2*). En raison des restrictions sanitaires durant la pandémie de Covid-19, les consommateurs avaient largement reporté une partie de leur consommation des services vers les biens. Cette augmentation atypique de la demande de biens, notamment au début du rebond post-Covid, avait considérablement contribué à l'augmentation des prix des biens durables. Leur hausse a cependant nettement ralenti depuis le début de l'année (de 11,5% a/a en janvier à 5,6% a/a en juillet), avec le report de la consommation vers les services. La demande de services a d'ailleurs retrouvé son niveau d'avant-Covid mais pas encore sa tendance, ce qui suggère que la demande pourrait continuer d'augmenter.

L'augmentation des prix de l'immobilier a également largement contribué à la hausse des prix à la consommation (2,1 points sur un an en août), le coût du logement augmentant pour les propriétaires. Ces prix sont encore attendus en hausse au cours des mois à venir malgré la remontée des taux et les signes de ralentissement du marché. Par ailleurs, l'inflation dans les services de santé, qui a particulièrement contribué au rebond de l'inflation sous-jacente en août, pourrait se poursuivre, principalement en raison des augmentations de salaires des personnels de santé.

Avec le ralentissement de l'économie et l'inflation toujours élevée, une divergence est apparue récemment entre la confiance des ménages et le sentiment des entreprises. La première s'est améliorée en août d'après l'enquête du *Conference Board* comme celle de l'Université du Michigan. La perception des ménages de leur situation financière personnelle s'est même redressée pour le deuxième mois consécutif, notamment grâce à la bonne tenue du marché de l'emploi. Malgré une légère augmentation du taux de chômage (+0,2 point en août, à 3,7%), le marché de l'emploi reste solide, ce qui soutient le pouvoir

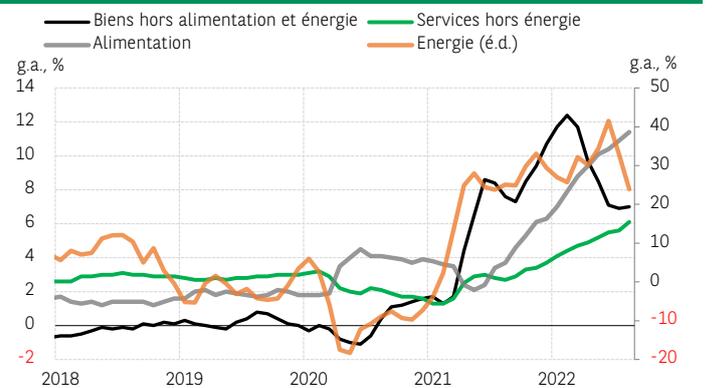
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LES PRIX DES SERVICES ET DE L'ALIMENTATION AUGMENTENT À MESURE QUE LES PRIX DES BIENS ET DE L'ÉNERGIE DIMINUENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

d'achat. Du côté des entreprises, les dernières enquêtes sur le climat des affaires n'ont pas connu ce léger mieux perceptible chez les ménages. L'enquête de la Réserve fédérale (Fed) de Philadelphie signale un ralentissement marqué de l'activité industrielle (-16,1 points en septembre) tout comme l'enquête de la Fed New-York (-11,9 points en septembre). Néanmoins, l'*Empire State Manufacturing Survey* indique également que les entreprises anticipent un rebond de l'activité économique au cours des prochains mois. Les entreprises pourraient notamment bénéficier des mesures de l'*Inflation Reduction Act*, voté en août, qui vise à accélérer la transition énergétique de l'économie américaine.

Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

5

MALAISE

Le redressement de l'activité économique depuis la fin des confinements imposés à Shanghai au printemps a été très progressif. Il s'est renforcé en août, notamment soutenu par l'investissement public et des aides fiscales, mais il devrait de nouveau marquer le pas en septembre. Alors que les exportations commencent à souffrir de l'affaiblissement de la demande mondiale, le maintien de la stratégie zéro Covid et la grave crise du secteur immobilier continuent de peser lourdement sur la confiance, la consommation privée et l'investissement. Seuls un assouplissement de la politique sanitaire et de plus amples mesures de soutien au marché immobilier semblent pouvoir sortir l'économie chinoise de sa déprime actuelle.

L'activité se redresse lentement depuis fin mai, date à partir de laquelle les confinements imposés dans d'importants centres économiques, tels que Shanghai, ont été assouplis. Le rebond de la production industrielle a été progressif, celui dans les services plus tardif et plus poussif. La croissance économique a toutefois surpris positivement au mois d'août. Elle s'est raffermie dans l'industrie (+4,2% en g.a. après +3,8% en juillet et +0,6% au T2 2022) et dans les services (+1,8% en g.a. après +0,6% en juillet et -3,3% au T2) en dépit des nombreux vents contraires (nouvelles restrictions à la mobilité, baisse de la production d'hydroélectricité et rationnements dans plusieurs provinces, ralentissement des exportations). Les politiques de soutien des autorités ont largement contribué à cette amélioration. Elles ont notamment permis un rebond des ventes automobiles (encouragées par des mesures fiscales) et de nouveaux investissements publics dans les projets d'infrastructure.

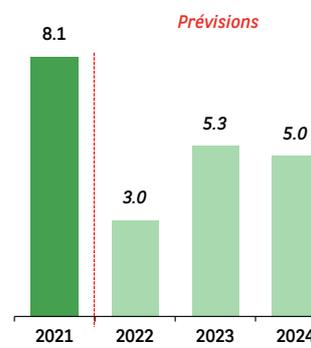
Cependant, le redressement de l'activité devrait s'interrompre à nouveau en septembre : les freins internes à la croissance persistent et l'environnement externe se dégrade. Le ralentissement des exportations en août a été notable et généralisé (+7% en g.a. après +17% en moyenne sur les trois mois précédents). Il devrait se poursuivre à court terme étant donné l'affaiblissement attendu de la demande mondiale. Or, le secteur exportateur a été un moteur essentiel de la croissance chinoise au cours des deux dernières années et l'activité tirée par le marché intérieur aura bien du mal à prendre le relais.

Premièrement, la politique zéro Covid reste très stricte (même si elle a été légèrement ajustée début juillet) et devrait être maintenue au moins jusqu'à fin 2022. Le nombre de nouveaux cas de Covid-19 est remonté au cours de l'été et le niveau moyen des restrictions à la mobilité dans le pays a de nouveau augmenté. Certes, il reste loin de son niveau d'avril et mai et des perturbations aussi importantes qu'à Shanghai au printemps dernier sont dorénavant peu probables. Néanmoins, la menace permanente de nouvelles restrictions pèse lourdement sur la confiance des Chinois. Les confinements imposés à Chengdu et à Shenzhen début septembre ont, de fait, été temporaires mais stricts, et ils ont gêné l'activité, notamment dans les services. Les ventes au détail, qui se sont redressées en août, devraient à nouveau ralentir en septembre (en termes réels, elles ont augmenté de 3% environ en g.a. en août, après avoir stagné en juillet et chuté de 7% au T2).

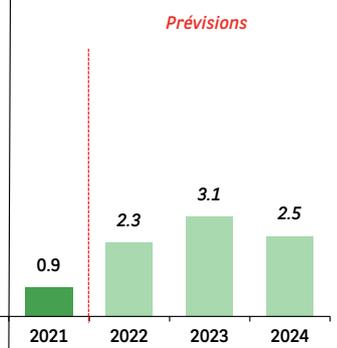
Deuxièmement, la crise dans le secteur immobilier et la construction se poursuit. Les ventes, les projets en construction et les mises en chantier ont continué de chuter en août, et le prix moyen des logements a perdu 3,4% depuis un an. Ces dernières semaines, les autorités ont multiplié les initiatives pour, d'une part, encourager le crédit immobilier et la demande de logements (baisse des taux d'intérêt, hausse du ratio prêt/valeur dans certaines provinces) et, d'autre part, améliorer la trésorerie des promoteurs et achever la construction de logements (nouveaux financements accordés par des banques publiques de développement, création de fonds de sauvetage par les collectivités locales). Pour l'instant, les effets de ces mesures ont été limités et de nombreux promoteurs restent étranglés financièrement. Les répercussions de la crise sur le reste de l'économie sont amplifiées par l'importante perte de

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



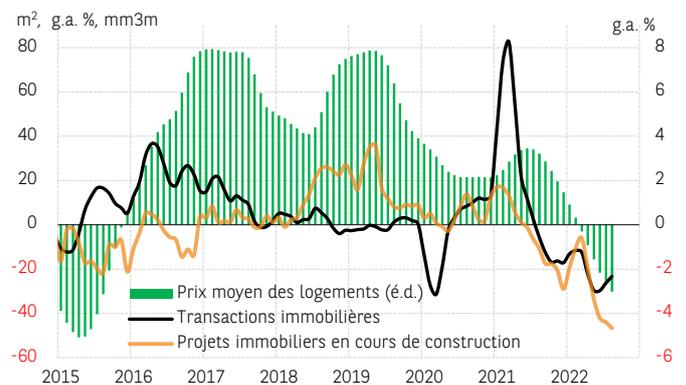
Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CHINE : LE SECTEUR IMMOBILIER S'ENFONCE DANS LA CRISE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CEIC, BNP PARIBAS

confiance des investisseurs et des ménages qui accompagne la baisse des prix immobiliers, les retards de livraison des logements prépayés, la multiplication des défauts de paiements des promoteurs et, plus généralement, la dégradation des perspectives de de croissance des revenus. Un plus vaste plan de soutien pourrait devenir indispensable pour sortir le marché immobilier (et l'économie) de la déprime actuelle, au prix d'une interruption du processus de désendettement des entreprises du secteur.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA BANQUE DU JAPON GARDE LE CAP

Le yen a continué de plonger cet été, atteignant son plus bas niveau face au dollar en 24 ans. La Banque du Japon (BoJ) maintient inchangée sa politique de contrôle des taux d'intérêt, amplifiant ainsi le décalage avec les autres grandes banques centrales et, par conséquent, les pressions à la baisse sur la devise. Le rythme d'inflation est certes important pour le pays (3,0% a/a en juillet), mais il reste sous contrôle et à un niveau moindre qu'en 2014 et le début du programme Abenomics. Même si elles se resserrent, des marges de manœuvre demeurent donc pour la BoJ. D'autant qu'avec un niveau de PIB près de 2,5% inférieur à son niveau de l'été 2019, le Japon reste le pays du G7 où la reprise de l'activité a été la moins prononcée depuis deux ans.

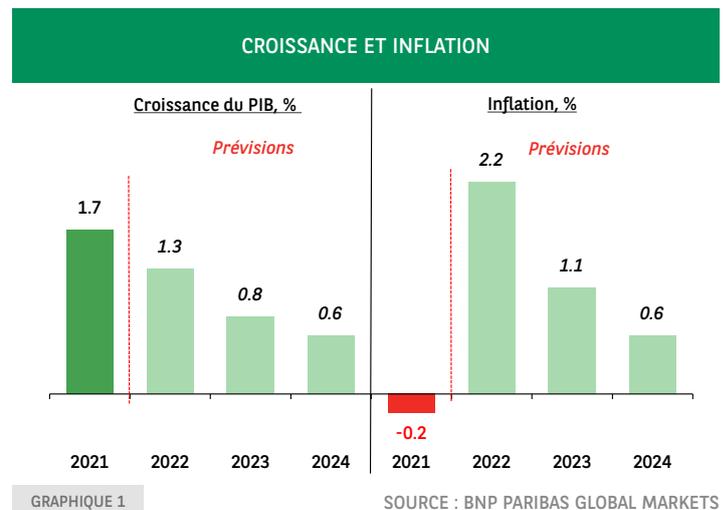
L'économie nipponne pâtit de multiples obstacles, en plus de la crise énergétique. Des restrictions d'accès au pays sont maintenues dans le cadre de la lutte contre le Covid-19, même si elles seront, pour la plupart, levées le 11 octobre prochain. Le secteur industriel, qui représente près de 20% de l'activité nationale, est toujours fragilisé par des problèmes d'approvisionnement ainsi que par la situation économique en Chine, où la politique zéro-Covid et les difficultés du secteur immobilier engendrent un ralentissement de la demande. La Chine reste le premier pays de destination des biens japonais¹. Le confinement instauré à Shanghai en mai dernier avait, par exemple, conduit à un plongeon de la production industrielle du Japon (-7,5% m/m en mai). Celle-ci avait par la suite rebondi, une fois le confinement levé.

La Banque du Japon (BoJ) souhaite l'enclenchement d'une boucle prix-salaires comme condition préalable à un réajustement de sa politique monétaire. Or, celle-ci ne se matérialise pas. Les salaires sont même en baisse de 2,1% a/a en juillet en termes nominaux et de 4,7% a/a en termes réels². Le faible dynamisme des salaires reflète en partie des rigidités structurelles très ancrées dans le pays. Mais la remontée de l'inflation et des problèmes de recrutements toujours très importants, visibles notamment dans les enquêtes du Tankan, constituent une conjonction inédite propice à tirer les salaires vers le haut. Le taux de chômage avait atteint un record à 2,2% juste avant la pandémie mondiale. Il pourrait s'en rapprocher à nouveau, certains indicateurs de tensions sur le marché du travail étant revenus cet été tout proches des records d'avant-crise³.

De plus, les entreprises nipponnes possèdent des marges de manœuvre conséquentes pour rehausser les salaires si nécessaire. Selon les chiffres du ministère des Finances, elles ont enregistré des bénéfices avant impôts records au deuxième trimestre 2022 (en niveau [Y24,6 tr] et en part de PIB [18%]). La hausse des coûts de production, exacerbée par la baisse du yen, semble donc, pour l'heure, avoir été bien absorbée par les entreprises, qui ont répercuté une grande partie de cette augmentation sur les consommateurs. Néanmoins, le renchérissement des importations a laissé ses marques sur la balance commerciale du pays : celle-ci, qui enregistrait encore un excédent confortable de Y262 mds (USD 1,82 mds) en juillet 2021, accusait un déficit record de Y1808,7 mds (USD 12,6 mds) douze mois plus tard.

TOURNANTS POLITIQUES

La crise énergétique mondiale et l'exacerbation des tensions géopolitiques en mer de Chine ont engendré, au cours des dernières semaines, des revirements politiques majeurs au Japon. Le gouvernement de Fumio Kishida a, tout d'abord, annoncé le redémarrage, d'ici à l'été 2023, de 17 réacteurs nucléaires à l'arrêt depuis la catastrophe de Fukushima en 2011. De nouvelles constructions d'usines nucléaires pourraient également voir le jour. Au cours de la dernière décennie, la part du nucléaire dans le mix énergétique du pays s'est considérablement ré-



duite, passant de 13% (2009) à 3% (2019), une baisse compensée surtout par les énergies fossiles et le solaire.

Second bouleversement majeur, les investissements militaires devraient être revus à la hausse drastiquement au cours des cinq prochaines années, avec un doublement possible des dépenses publiques vers ce secteur d'ici à 2027. Des chiffres plus précis seront dévoilés en fin d'année, avec la validation du budget pour 2023 et la présentation de la nouvelle stratégie de sécurité nationale. Les dépenses militaires n'avaient oscillé qu'entre 0,8% et 1,0% au cours des soixante dernières années. Ces dépenses viendront néanmoins alimenter le déficit et la dette publics, prévus, dans le budget 2022, à respectivement 6,5% et 249,6% du PIB. Dans ce contexte politico-économique difficile, freiner les dépenses publiques ne sera pas, une nouvelle fois, une priorité pour l'administration en place.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Sa part dans les exportations totales s'établissant à 21,6% en 2021, contre 18,0% pour les Etats-Unis (Source : IMF Direction of Trade Statistics).

² Family income and expenditures survey, Statistics Bureau of Japan

³ Le ratio entre les nouvelles ouvertures de postes et les demandeurs d'emploi est remonté à 2,4 en juillet, tout proche du record historique d'avril 2019 (2,48).



ZONE EURO

7

EN ROUTE VERS LA RÉCESSION ?

La conjonction actuelle inédite des chocs - inflationniste, sanitaire, géopolitique, énergétique, climatique, monétaire - devrait avoir raison de la résistance de la zone euro et la plonger en récession à l'horizon des prochains trimestres. La détérioration des enquêtes de confiance cet été en donne des signes avant-coureurs. La récession devrait toutefois rester limitée grâce notamment au soutien budgétaire. Elle serait suivie d'une reprise modérée à la faveur de l'atténuation des chocs. Face à la poursuite de l'envolée de l'inflation, la BCE est passée à la vitesse supérieure. Elle augmenterait encore ses taux de 125 pb d'ici la fin de l'année (portant le taux de dépôt à 2%) et se donnerait ensuite le temps d'évaluer l'ampleur de la modération de la croissance et de l'inflation.

Au moment où nous écrivons, s'il est difficile d'en avoir une certitude, une récession de la zone euro à l'horizon des prochains trimestres paraît inévitable. Plus exactement, un tel scénario semble désormais plus probable qu'un scénario sans récession. Après une première moitié d'année meilleure que prévu (portant à 3,2% l'acquis de croissance au T2 2022), la conjonction actuelle inédite des chocs (inflationniste, sanitaire, géopolitique, énergétique, climatique, monétaire) devrait avoir raison de la résistance observée jusqu'ici.

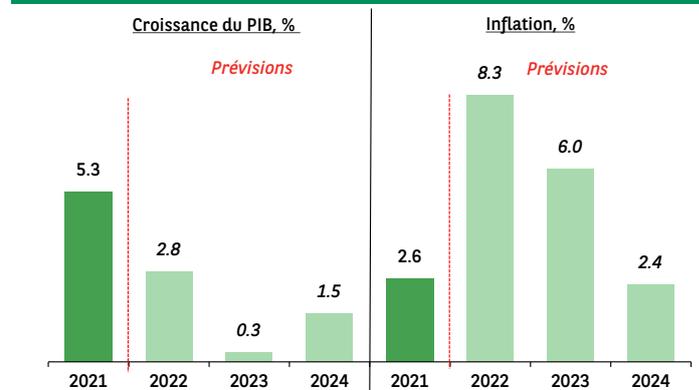
Des signes avant-coureurs sont visibles dans les enquêtes de confiance. La détérioration du climat des affaires n'est pas aussi prononcée que la baisse de la confiance des ménages mais elle commence à atteindre des cotes d'alerte. Le PMI composite dans le secteur manufacturier est passé sous le seuil critique des 50 en juillet et a poursuivi sa baisse en août (49,6). Celui dans les services n'en était plus qu'à un cheveu selon l'estimation flash d'août (50,2), après quatre mois consécutifs de recul plutôt marqué, et l'estimation finale, révisée en baisse, l'a fait basculer (49,8). L'indice du sentiment économique de la zone euro (ESI) a également accusé une baisse franche en juillet (généralisée à l'ensemble des secteurs), le faisant descendre sous le seuil de référence 100, puis un nouveau recul en août, de moindre ampleur (concernant seulement l'industrie et les services).

Il faut s'attendre, en outre, à une poursuite de la détérioration de ces enquêtes à l'horizon des prochains mois, voire à une baisse plus marquée. Les économies d'énergie demandées pour faire face à la crise vont peser sur l'activité. Et la dégradation du climat des affaires ne mesure probablement pas encore toute l'étendue des dégâts au regard aussi de la multiplication des exemples d'entreprises et de secteurs en difficulté, du fait de l'accumulation des chocs et de leur propagation dans l'économie.

Pour l'heure, les perspectives d'emploi, d'après les enquêtes, commencent seulement à être un peu moins positives. Par ailleurs, le maintien des créations sur un bon rythme au premier semestre (qui permet à l'emploi de se situer près de 2% au-dessus de son niveau pré-pandémie), la baisse continue depuis un an et demi du taux de chômage (6,6% de la population active en juillet) et les difficultés de recrutement toujours fortes permettent de tempérer quelque peu les inquiétudes. La récession vers laquelle la zone euro semble se diriger pourrait rester « technique », c'est-à-dire limitée à deux trimestres de baisse modérée du PIB (-0,2% t/t au T3 et -0,3% t/t au T4 2022 selon nos prévisions). La bonne saison touristique et les mesures de soutien budgétaire constituent aussi des éléments amortisseurs importants à court terme (qui pourraient d'ailleurs reporter la récession sur le T4 2022 et le T1 2023). Cette contraction contenue suppose aussi que la crise énergétique reste sous contrôle, ce qui n'est pas acquis. La capacité d'adaptation des entreprises, leur situation financière globalement favorable avant la guerre en Ukraine, le matelas d'épargne dont disposent certains ménages, les besoins d'investissement pour décarboner l'économie sont, en revanche, des soutiens plus fiables.

En 2023, l'atténuation des divers chocs devrait permettre un rebond modéré de la croissance. Nos prévisions de croissance pour 2022 et 2023 sont très proches de la moyenne du consensus de septembre (0,1 point en dessous en 2022, 0,1 point au-dessus en 2023). Mais l'importante dispersion

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

des prévisions en 2023 (+1,3% / -0,8%) illustre l'incertitude et la difficulté à appréhender la situation actuelle et son évolution.

La situation sur le front de l'inflation reste difficile. Certes, certaines pressions inflationnistes en amont diminuent (délais de livraison, prix des intrants et du pétrole). Cependant, l'effet baissier sur l'inflation mettra du temps à se concrétiser, d'autant qu'il est contrebalancé par des pressions inflationnistes qui vont encore *crecendo* (prix du gaz et de l'électricité, prix alimentaires, diffusion des hausses de prix passées, salaires, euro). Le niveau élevé et la généralisation de l'inflation l'ont rendue persistante, et donc plus difficile à réduire. D'après nos prévisions, le pic serait proche - l'inflation frôlerait 10% sur un an en septembre - mais elle resterait peu ou prou sur ce rythme jusqu'à la fin de l'année. Par ailleurs, l'incertitude reste grande sur le *timing* et le niveau du pic. Dans notre scénario, l'inflation commencerait à refluer un peu plus nettement à partir du printemps 2023. Elle s'élèverait toutefois encore à environ 3% a/a fin 2023 et n'atteindrait l'objectif de la BCE que fin 2024.

Face à la poursuite de l'envolée de l'inflation, la BCE est passée à la vitesse supérieure et a procédé à une hausse extraordinaire de 75 points de base (pb) de ses taux directeurs lors de sa réunion du 8 septembre. Ce geste, qui n'est pas appelé à être la norme, devrait toutefois être suivi d'un autre de même ampleur le 27 octobre et de +50 pb le 15 décembre. Le taux de dépôt atteindrait alors 2%, soit le niveau estimé du taux neutre. Nous nous attendons, ensuite, à ce que la BCE en reste là, le temps d'évaluer l'ampleur de la modération de la croissance et de l'inflation (avec le risque toutefois de devoir en faire plus compte tenu de la lenteur attendue de la désinflation).

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

8

DE L'EAU DANS LE GAZ

La question n'est plus désormais de savoir si l'Allemagne tombera ou non en récession, mais plutôt de savoir quand et dans quelle ampleur. La surprenante résistance de son PIB au 2^e trimestre ne doit pas cacher les perspectives très dégradées d'ici la fin d'année. Entre les contraintes d'approvisionnement qui perdurent, le nouveau risque de pénuries d'énergie, l'envolée des coûts de production et une inflation élevée et généralisée qui détériore fortement le pouvoir d'achat des ménages, l'Allemagne ne devrait pas échapper à un recul de son PIB. L'ampleur de la baisse devrait néanmoins rester modérée.

Certes, le PIB allemand a dépassé les attentes au 2^e trimestre en se stabilisant (+0,1% t/t), contrairement à la baisse prévue. Cela s'explique en grande partie par le soutien de la consommation publique qui a une nouvelle fois enregistré une vive progression (+2,3% t/t). Les autres moteurs de la demande intérieure, la consommation privée comme l'investissement, sont à des niveaux dégradés (respectivement à -1,6% et -2% sous leur niveau de fin 2019).

Sur la seconde moitié de l'année, les perspectives allemandes sont lourdement menacées par le risque de pénuries d'énergie, notamment depuis le 2 septembre, date à laquelle Gazprom a décidé d'interrompre ses livraisons de gaz via le gazoduc NordStream1. Même si les stocks de gaz devraient être remplis d'ici début novembre, ce qui constitue une sécurité à court terme, ils ne peuvent pallier que deux mois de consommation. En cas de risque de *blackout*, le gouvernement allemand pourrait rationner volontairement l'approvisionnement des secteurs industriels qui consomment le plus d'énergie. Quatre grands secteurs apparaissent comme particulièrement énergivores : l'industrie chimique, la fabrication de bois/papier, l'industrie métallurgique, la production de caoutchouc/plastique (*graphique 2*). Un arrêt, même partiel, de ces industries aurait un impact majeur sur l'activité du pays puisque, d'une part, ils représentent près d'un tiers de la valeur ajoutée de l'industrie (31,9%, soit 6,2% du PIB) et, d'autre part, ce sont également des fournisseurs d'un grand nombre d'autres secteurs.

Les premiers indicateurs disponibles pour le trimestre en cours montrent déjà une dégradation assez nette de l'activité économique. La production manufacturière (-1% m/m en juillet à -4,8% sous son niveau d'avant-crise) et les nouvelles commandes adressées à l'industrie (-1,1% m/m en juillet, soit une baisse de -9,3% depuis début 2022) sont en recul. Du côté du commerce extérieur, la détérioration de la situation est tout aussi perceptible avec une nette réduction de l'excédent commercial (EUR -800 mns sur un mois en juillet à EUR 5,4 mds contre près de EUR 20 mds fin 2019). Les enquêtes confirment l'effritement de l'activité à la fin du 3^e trimestre. Les PMI pour le mois d'août se dégradent aussi bien dans l'industrie que dans les services, et se situent tous deux sous leur niveau théorique d'expansion. Sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance du PIB atteindrait 1,4% grâce à un acquis de croissance de +1,8% à la fin du T2, mais le PIB se contracterait ensuite sur la deuxième partie de l'année. En revanche, l'activité serait en quasi-stagnation en 2023 avec un taux de croissance prévu à 0,4%.

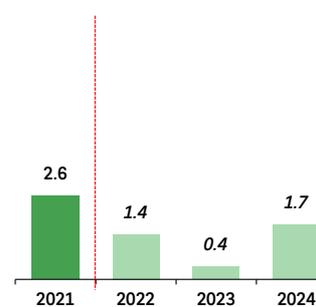
L'Allemagne doit par ailleurs faire face à une inflation très élevée. L'indice harmonisé des prix à la consommation est ressorti en hausse de +8,3% sur un an en août. Le choc énergétique s'est très rapidement propagé aux biens manufacturés, dont la hausse atteint 14,7% a/a. Les pressions inflationnistes devraient se poursuivre sur la fin d'année et l'inflation atteindrait +8,1% en moyenne sur 2022, puis ralentirait significativement en 2023 à +4,7%.

Si les prix ne cessent d'accélérer, les revenus distribués aux travailleurs (incluant le salaire et les primes) ont, quant à eux, ralenti en termes nominaux au 2^e trimestre (+2,9% a/a après +4% a/a au T1) du fait de la réduction des primes, qui a conduit à une très forte baisse des salaires réels (-4,4% a/a après -1,8% a/a au T1). Face à une telle

CROISSANCE ET INFLATION

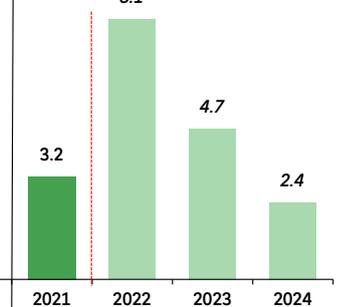
Croissance du PIB, %

Prévisions



Inflation, %

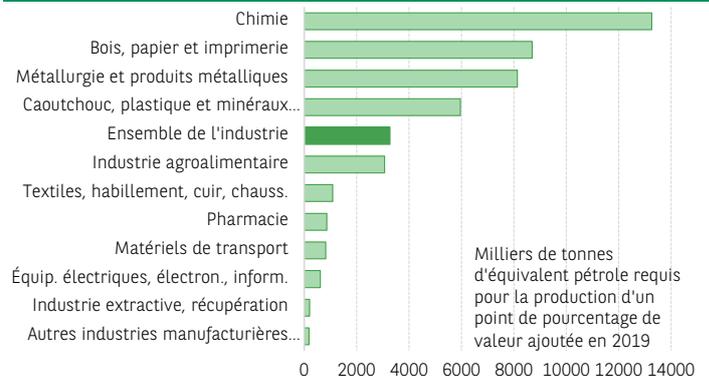
Prévisions



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ALLEMAGNE : INDICE D'INTENSITÉ ÉNERGÉTIQUE DE L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ENQUÊTE ANNUELLE SUR LES CONSOMMATIONS D'ÉNERGIE DANS L'INDUSTRIE (EACEI, 2019), CALCUL BNP PARIBAS

détérioration du pouvoir d'achat, le gouvernement d'Olaf Scholz a annoncé le 4 septembre dernier de nouvelles mesures de soutien pour un montant de EUR 65 mds (soit 1,8% du PIB). Parmi elles : un chèque énergie pour les retraités (EUR 300) et pour les étudiants (EUR 200). Avec un montant total de dépenses dépassant 3,5% de son PIB selon les estimations de Bruegel, l'Allemagne est désormais l'un des pays les plus interventionnistes d'Europe face au choc inflationniste et à la crise énergétique.

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE RÉCESSION À VENIR ?

La croissance française a surpris à la hausse au 2^e trimestre (+0,5% t/t), soutenue par l'impact positif de la levée des restrictions liées à la Covid-19 sur le tourisme et les loisirs. Le reste de l'économie a quasi-stagné selon nos estimations (+0,1% t/t) en raison de l'accélération de l'inflation. Après un 1^{er} trimestre négatif (-0,2% t/t, y compris « après retraitement »), cela indique une récession évitée de peu. À l'avenir néanmoins, la détérioration des enquêtes de conjoncture, l'impact du prix de l'énergie sur les entreprises, la sécheresse et la baisse de la production d'électricité renforcent le risque récessif.

La levée des restrictions sanitaires liées à la Covid-19 à partir du mois de mars a fortement contribué à la hausse surprise de la croissance française au 2^e trimestre (+0,5% t/t). Le secteur de l'hébergement-restauration et les dépenses des non-résidents en France (tourisme, principalement, et voyages d'affaires) expliquent à eux seuls la croissance de la consommation des ménages et des exportations, montrant la dynamique par ailleurs assez faible des autres moteurs de la croissance. Les chiffres de l'emploi confirment ce sentiment en clair obscur, avec 187 000 créations nettes au 1^{er} semestre, mais, dans le même temps, une contraction de 36 000 postes dans l'intérimaire.

D'OU PART-ON ?

Cette performance positive de la croissance au 2^e trimestre peut surprendre compte tenu du choc inflationniste en cours. On pourrait en effet s'attendre à ce qu'il ait plus pesé sur l'activité, notamment parce qu'il a lourdement affecté la confiance des ménages dès mars (-7 points sur 1 mois). Celle-ci a été la première à se dégrader sous l'effet de la nette hausse du prix du pétrole qui a suivi le déclenchement de la guerre en Ukraine (+23% en mars). On peut réconcilier les chiffres avec cette réalité, en corrigeant la variation du PIB de l'impact de l'évolution des restrictions liées à la Covid-19¹. Au 1^{er} trimestre, la croissance reste à -0,2% t/t mais, au 2^e trimestre, cette correction implique une progression du PIB limitée à 0,1% t/t. La succession de ces deux chiffres souligne une récession évitée de peu.

L'impact du choc inflationniste est perceptible au travers de la dynamique du pouvoir d'achat des ménages, en repli tant au 2^e trimestre (-1,1% t/t) qu'au 1^{er} (-1,6% t/t). Les autres postes de dépenses des ménages portent davantage la marque des contraintes de pouvoir d'achat (replis assez nets dans l'agroalimentaire, le matériel de transport et les biens d'équipement).

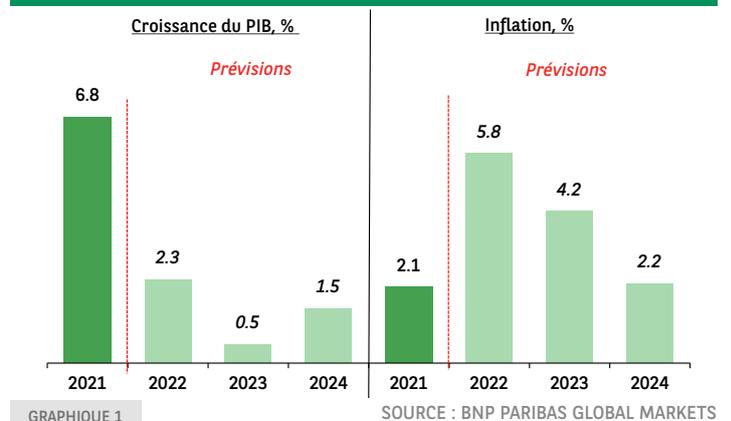
Par ailleurs, les statistiques de l'activité dans la construction restent dynamiques. Elles semblent davantage liées à un carnet de commandes qui s'est en grande partie rempli par le passé et aux retards pris dans les chantiers (contraintes de coûts et rareté de la main d'œuvre), alors que les nouvelles commandes sont en baisse.

OÙ VA-T-ON ?

Les indicateurs avancés se sont tous détériorés, qu'il s'agisse du climat des affaires calculé par l'Insee (-10 points pour l'indice dans le secteur manufacturier entre février et août) ou les ménages (-17 points sur l'indice synthétique entre décembre 2021 et août 2022, le solde d'opinion à -37 sur l'opportunité de faire des achats importants en août, le plus bas depuis la crise de 2008) ou encore des indices PMI (qui fleurissent désormais avec le seuil des 50, synonyme de contraction). Il apparaît donc que le momentum de croissance s'étiolle. Après un 1^{er} semestre déjà peu dynamique, et considérant que les effets exceptionnels liés au tourisme et aux loisirs ne boosteraient pas la croissance au-delà du 3^e

¹ La consommation des ménages est retraitée en figeant les postes services de transport, hébergement-restauration à leur niveau du 4^e trimestre et en annulant la moitié de la baisse observée au T2 sur les produits agroalimentaires (selon l'hypothèse que la baisse de la consommation de produits agroalimentaires correspond en partie à l'accroissement des dépenses en restauration). Les exportations sont retraitées en figeant le tourisme à son niveau du 4^e trimestre.

CROISSANCE ET INFLATION



trimestre, le risque d'une récession est important.

Par ailleurs, le secteur manufacturier présente des caractéristiques qui, combinées, sont typiques d'une situation précédant une récession : une nette baisse de la demande (les carnets de commande ont diminué de 7,3 à 5,9 mois entre février et août 2022 selon nos estimations), et des stocks désormais au-dessus de la normale.

Cela étant, la hausse du prix de l'énergie survient dans un contexte de sécheresse. Celle-ci a renforcé la baisse de la production électrique (en accélération depuis qu'elle a débuté en mars, -23% a/a en juillet) et a pesé sur la production agricole, engendrant une hausse en août de 1,7% m/m (la plus forte depuis janvier 2002) de la composante alimentaire de l'indice des prix de l'Insee. Au global, d'après nos prévisions, l'inflation se stabiliserait autour du niveau d'août (5,9% a/a) d'ici à la fin de l'année, la baisse du pétrole (renforcée par la ristourne sur le carburant) équilibrant les tensions inflationnistes perceptibles par ailleurs. Dans un mouvement similaire au reste de la zone euro, les prix à la production des entreprises devraient, quant à eux, voir leur hausse s'accroître, ce qui reflèterait la hausse des prix de gros de l'électricité (+7,9% m/m en Allemagne en août). Cela augure de contraintes sur les entreprises, en lien avec un risque de pénurie pour cet automne/hiver, et accroît la probabilité d'une récession.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



D'UNE REPRISE SOLIDE À DES PERSPECTIVES INCERTAINES

Au cours du premier semestre 2022, l'économie italienne a progressivement gagné en vigueur. Au deuxième trimestre 2022, le PIB réel était 1,1% plus élevé qu'au quatrième trimestre 2019. L'acquis de croissance pour 2022 est de 3,5%. La reprise est généralisée aux différents secteurs d'activité. Le secteur de la construction a poursuivi sa croissance, enregistrant une forte augmentation par rapport au niveau d'avant la crise, tandis que l'industrie manufacturière et les services ont également progressé, bénéficiant de la reprise du tourisme. Les perspectives globales pour l'économie italienne sont devenues cependant plus incertaines. Les ménages et les entreprises se montrent extrêmement prudents. Entre mai et juillet 2022, la production industrielle a reculé de plus de 1,5% par rapport au trimestre précédent. La valeur du commerce de détail a continué d'augmenter, tandis que le volume des ventes a chuté, souffrant de l'accélération de l'inflation.

UNE REPRISE SOLIDE ET GÉNÉRALISÉE AU PREMIER SEMESTRE

Au cours du premier semestre 2022, l'économie italienne a progressivement gagné en vigueur. Le PIB réel a augmenté de 0,1% t/t au premier trimestre et de 1,1% t/t au deuxième trimestre, le taux de croissance en glissement annuel étant légèrement inférieur à 5%. L'acquis de croissance pour l'ensemble de 2022 est de 3,5%. L'Italie s'est déjà remise des pertes enregistrées lors du choc récessif de 2020 dû au Covid-19, avec un PIB réel supérieur de 1,1% à celui du 4^e trimestre 2019.

Au deuxième trimestre, la reprise a été généralisée aux différents secteurs d'activité. Le secteur de la construction a continué de progresser, bien qu'à un rythme plus lent. La valeur ajoutée y est supérieure de près de 30% à celle du quatrième trimestre 2019. Ce solide rebond reflète l'impact positif des mesures fiscales destinées à améliorer l'efficacité énergétique des logements existants.

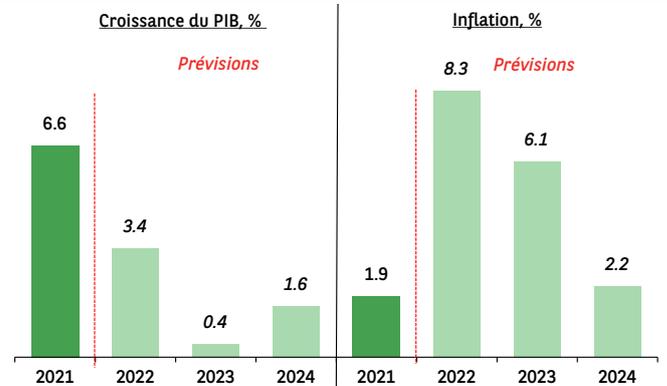
Après un gain de +0,1% t/t au quatrième trimestre 2021 et un repli de -0,9% t/t au premier trimestre 2022, le secteur manufacturier est reparti à la hausse, grâce à l'évolution favorable de la demande extérieure. Au 2^e trimestre, la valeur ajoutée dans ce secteur a augmenté de 1,5% t/t, grâce à la solide augmentation de la production dans l'électronique, le bois et le papier, les équipements électriques et machines.

Soutenue par l'amélioration de la pandémie de Covid-19 et l'assouplissement des restrictions sociales, la valeur ajoutée des services a augmenté de 1% t/t au deuxième trimestre, après un tassement de -0,1% t/t au premier. Le commerce, le transport et le stockage ont continué d'afficher une croissance solide et dynamique. L'hébergement et la restauration ont bénéficié de la levée des restrictions et de la reprise du tourisme. La valeur des dépenses des non-résidents en Italie a atteint près de EUR 12 mds, soit environ trois fois plus qu'au deuxième trimestre 2011 et légèrement plus qu'au deuxième trimestre 2019.

LE RÔLE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

La reprise de l'économie italienne a été stimulée par la demande intérieure, alors que la contribution nette des exportations était toujours négative, les importations ayant augmenté davantage que les exportations (respectivement, +3,3% et +2,5% t/t). Au deuxième trimestre, la consommation des ménages a grimpé de plus de 2,5% t/t, contribuant ainsi à hauteur de 1,5 point de pourcentage à la croissance, et reflétant l'amélioration des conditions du marché du travail. Le nombre de personnes occupant un poste a dépassé les 23 millions, et le taux d'emploi a retrouvé son niveau d'avant le Covid-19. Au deuxième trimestre, l'investissement a augmenté pour le huitième trimestre consécutif. La formation brute de capital fixe dépasse ainsi de 15% son niveau du quatrième trimestre 2019.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les perspectives de l'économie italienne sont cependant plus incertaines, en raison de la détérioration du contexte mondial, de la persistance des tensions géopolitiques et de la poursuite de la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. Les ménages et les entreprises se montrent extrêmement prudents.

En juillet, les entreprises italiennes ont augmenté leur réserve de liquidités. La valeur des dépôts bancaires des sociétés non financières a augmenté de plus de EUR 20 mds sur une base mensuelle, pour atteindre EUR 435 mds.

L'évolution de l'activité dans le secteur manufacturier commence à porter la trace de la hausse des coûts et de l'affaiblissement de la demande extérieure. En juillet, la production industrielle n'a augmenté que de 0,4% m/m ; plusieurs secteurs, tels que le bois, la chimie, l'électronique et les produits métalliques ayant connu une baisse d'activité. Entre mai et juillet 2022, la production a reculé de plus de 1,5% par rapport au trimestre précédent.

L'impact de la hausse des prix sur les dépenses des ménages est de plus en plus évident. En août, l'indice des prix à la consommation pour l'ensemble du pays (NIC) a augmenté de près de 8,5% a/a, les plus fortes hausses ayant été enregistrées par les composantes énergie et alimentation. En juillet, alors que la valeur du commerce de détail a continué à croître, les ventes en volume ont baissé de 0,9% par rapport à l'année précédente, celles des denrées alimentaires ayant chuté de plus de 3,5%.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com

ESPAGNE

11

LE CHOC INFLATIONNISTE EST RUDE

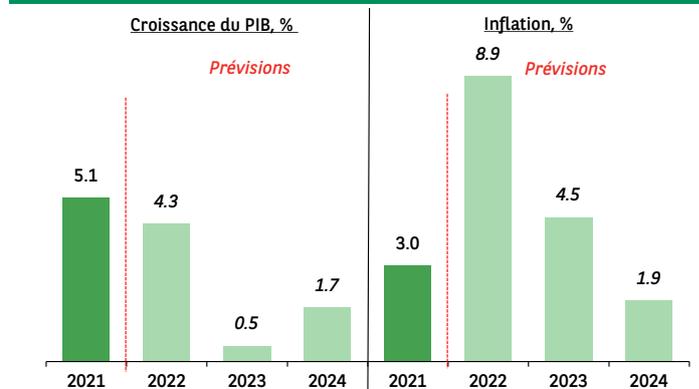
L'hiver s'annonce difficile. Bien que l'Espagne soit structurellement moins vulnérable aux ruptures énergétiques, le choc inflationniste est violent et il ne fléchit pas, avec une inflation à plus de 10% en août. La composante « hors énergie » progresse sans relâche. Malgré l'action du gouvernement, la baisse du pouvoir d'achat des ménages espagnols sera parmi les plus importantes de la zone euro. Si le tourisme a certainement permis à l'activité de résister au troisième trimestre, nous nous attendons à une contraction au quatrième trimestre 2022, qui se prolongerait au cours de l'hiver. Les créations d'emplois ont été une nouvelle fois solides cet été, mais les enquêtes d'opinion anticipent, elles aussi, un fléchissement.

L'inflation espagnole ne montre aucun signe de répit. La hausse des prix à la consommation s'est maintenue au-dessus de 10% en août, à 10,5% a/a. Elle a néanmoins légèrement fléchi par rapport à juillet (10,8% a/a), en raison de la diminution des prix dans le transport privé (-3,5% sur un mois), elle-même alimentée par la baisse des prix à la pompe. À l'inverse, l'inflation sous-jacente (hors énergie et aliments périssables) continue de grimper, à 6,4% a/a en août. Le gouvernement peine à contenir la poussée généralisée de l'inflation. Si la plupart des mesures visaient jusqu'à présent à alléger la facture énergétique, un éventail d'actions plus large va progressivement être mis en œuvre. Le gouvernement compte par exemple parvenir à un accord avec les grandes entreprises de la distribution sur un plafonnement des prix des produits de première nécessité¹.

L'activité économique en Espagne a jusqu'ici gardé le cap. Le PIB réel a augmenté de 1,3% au cours du premier semestre, un niveau légèrement au-dessus de la moyenne de la zone euro (1,1%). Ces bons chiffres doivent néanmoins être tempérés par l'effet de rattrapage dont bénéficie l'économie espagnole. Son redressement post-confinement est moins important que celui de ses voisins européens. À la fin du premier semestre, le PIB espagnol se situait encore 2,5% en deçà de son niveau pré-pandémie du T4 2019, alors que les PIB italien et français avaient déjà plus que comblé ce déficit et que le PIB allemand avait tout juste retrouvé son niveau pré-Covid. Même si elle a fortement rebondi au T2 (+3,2 t/t), la consommation privée devrait à terme pâtir de la baisse du pouvoir d'achat des ménages, particulièrement importante en raison de l'inflation élevée. Selon nos estimations (mai 2022²), la baisse du pouvoir d'achat dépasserait 4% en 2022 en moyenne annuelle, l'une des pertes les plus importantes en zone euro. Malgré un renforcement des mesures de soutien cet été (baisse de la TVA sur le gaz de 21% à 5% effective du 1er octobre au 31 décembre 2022, subventions au transport ferroviaire) et le prolongement de celles déjà existantes (ristourne de 20 centimes sur le litre d'essence jusqu'à la fin 2022), nous prévoyons désormais une contraction de l'activité de 0,4% t/t au dernier trimestre 2022.

L'emploi a pourtant continué de surprendre favorablement, accentuant le décalage avec l'évolution du PIB. Selon l'agence pour l'emploi espagnol (SEPE), le nombre de travailleurs inscrits à la sécurité sociale augmente une nouvelle fois en août (+62 136), avec des gains généralisés à l'ensemble des trois grands secteurs : services, industrie et construction. Au cours des huit premiers mois de l'année par rapport à la même période un an auparavant, l'emploi a progressé de 1,7% (+334 000). Cela a permis de faire reculer le taux de chômage à 12,6%, son plus bas niveau depuis septembre 2008. Cette dynamique risque toutefois de s'enrayer. Les enquêtes d'opinion fléchissent, aussi bien

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

celle de la Commission européenne (l'indice des consommateurs pour les perspectives de chômage à 12 mois sont au plus haut depuis 18 mois), que les enquêtes PMI (l'indice emploi composite est au plus bas depuis le premier trimestre 2021, à 50,4).

L'Espagne est structurellement mieux placée pour palier une rupture totale d'approvisionnement en gaz russe. Les importations en provenance de Russie constituent, comparativement aux autres pays européens, une petite partie des importations totales de gaz du pays (à hauteur de 13% en 2021). Les tensions diplomatiques avec l'Algérie ont certes entraîné une baisse des livraisons de gaz provenant de ce pays, mais l'Espagne semble capable de les substituer ces baisses par des livraisons d'autres fournisseurs, notamment par du gaz naturel liquéfié (GNL) en provenance des États-Unis³. L'Espagne possède par ailleurs les infrastructures GNL les plus développées d'Europe (un tiers des infrastructures européennes⁴), bien qu'une grande partie ne soit actuellement pas utilisée. À cet effet, le gouvernement a annoncé son intention de rouvrir le site de regazéification d'El Musel (nord-ouest du pays) à partir de janvier prochain, dix ans après sa fermeture.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Díaz y Garzón contactan con la distribución para intentar poner tope al precio de 20 o 30 productos básicos, El País, 5 septembre 2022. :

² BNP Paribas Ecoflash : Inflation des prix de l'énergie en zone euro : réactions des gouvernements et implications sur le pouvoir d'achat des ménages, 20 mai 2022.

³ Spain Not at Risk If Russia Cuts Gas Flow, Network Operator Says, Bloomberg, 12 juillet 2022.

⁴ Natural Gas in Europe, The Potential Impact of Disruptions to Supply, IMF Working Paper, juillet 2022, tableau page 9.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BELGIQUE

12

LA TENSION MONTE

Le PIB belge a augmenté de 0,2% t/t au deuxième trimestre 2022. La consommation privée a continué de progresser au cours du premier semestre mais elle devrait ralentir sous le poids de l'inflation qui reste à son plus haut niveau historique. L'augmentation des coûts salariaux et de l'énergie pèse sur les entreprises, et les dépenses d'investissement restent éloignées de leur niveau d'avant la pandémie. Une récession semble inévitable dès la fin de cette année. Une politique budgétaire active devrait l'atténuer mais le coût pour les finances publiques sera considérable.

Le PIB belge a dépassé de 2% son niveau d'avant la pandémie juste avant l'été. La consommation privée a accéléré en avril, mai et juin. En revanche, la formation brute de capital fixe s'est tassée du premier au deuxième trimestre 2022. Enfin, la balance commerciale a peu contribué à la croissance, les volumes d'importation et d'exportation ayant affiché des taux de croissance négatifs proches.

Les pressions haussières sur les prix et l'incertitude géopolitique continueront à peser sur les perspectives économiques, tandis que le soutien budgétaire compensera quelque peu le resserrement monétaire. Nous prévoyons une entrée en récession d'ici la fin de l'année, car la demande intérieure devrait ralentir davantage. Une normalisation des marchés de l'énergie ouvre la voie à une normalisation de la croissance d'ici le second semestre 2023. La croissance du PIB sur l'ensemble de 2022 atteindrait 2,4%, principalement en raison de la forte croissance enregistrée en 2021 et de l'effet d'acquis qui en résulte. Pour 2023, nous prévoyons une croissance de 0,4% seulement.

UNE INFLATION À DEUX CHIFFRES

L'inflation en glissement annuel, mesurée par l'IPCH, métrique préférée de la BCE, a franchi la barre des 10% en juin. Elle devrait rester à deux chiffres durant le reste de l'année. L'impact des prix de l'énergie semble avoir culminé cet été, mais l'inflation sous-jacente et la hausse de la composante alimentaire accélèrent désormais. En effet, les prix moyens des aliments et des boissons non alcoolisées ont augmenté de plus de 1% par mois depuis le début de l'année.

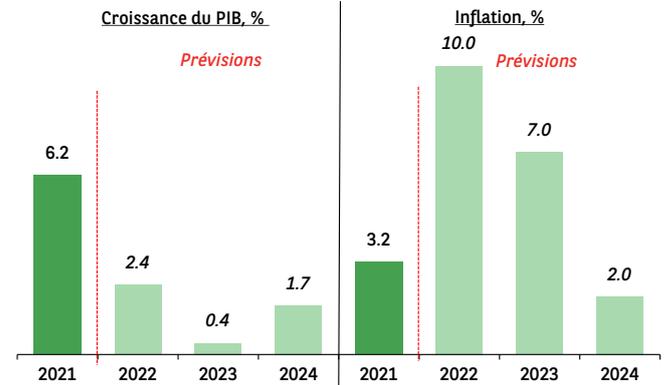
L'indexation des salaires est une caractéristique de l'économie belge : les salaires et les transferts de revenus dans l'ensemble de l'économie sont liés à l'indice de santé et augmentent automatiquement pour s'aligner sur cet indice. Ainsi, les salaires pourraient mettre un certain temps à rattraper l'inflation galopante actuelle.

Le pouvoir d'achat moyen se stabiliserait cette année et augmenterait de 0,7% en 2023, selon les calculs du Bureau fédéral du Plan. Toutefois, cette moyenne cache des situations individuelles très diverses. Pour les plus démunis qui ne bénéficient pas pleinement du soutien social, l'inflation pourrait atteindre jusqu'à 2 points de plus que pour la moyenne de la population.

Le taux de chômage s'est établi à 5,3% juste avant l'été, à peine au-dessus de son plancher d'avant la pandémie (5,1%). La confiance des consommateurs a poursuivi son redressement inégal depuis la chute record enregistrée au début de l'invasion russe.

La consommation de biens non durables a été élevée avant l'été, ce qui a compensé la baisse des achats de biens durables. Les chiffres récents laissent toutefois présager une détérioration des ventes au détail. L'appétit pour les achats importants diminue également, car la hausse des taux hypothécaires pèse sur la capacité de remboursement des ménages. Depuis le début de l'année, le nombre de permis de construire dans l'immobilier résidentiel a ainsi diminué de 3,4% au cours des cinq premiers mois par rapport à 2021.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

Les entreprises souffrent dans presque tous les secteurs. Le secteur manufacturier, en particulier, est gagné par le pessimisme. La réduction des carnets de commandes s'ajoute aux difficultés persistantes d'approvisionnement en matières premières et de recrutement. Jusqu'à présent, on n'observe toutefois pas d'augmentation significative du nombre de faillites. En fait, sur une base hebdomadaire, on en dénombre moins qu'avant le début de la pandémie. Au cours de l'été, on a constaté une légère hausse du nombre de faillites d'entreprises de la construction, mais la vague très attendue de fermetures ne s'est pas concrétisée. L'investissement des entreprises reste en revanche décevant. Le rebond du premier trimestre a été de courte durée et a été suivi d'une nouvelle baisse marquée, qui laisse l'investissement des entreprises 4% sous son niveau d'avant-Covid. Il reste à voir dans quelle mesure les entreprises vont suspendre, voire annuler, les investissements prévus en raison de la détérioration de l'environnement économique.

FINANCES PUBLIQUES

Les dépenses induites par la Covid ont creusé le déficit budgétaire persistant du gouvernement. La crise énergétique a encore aggravé la situation, le gouvernement fédéral ayant déjà dépensé près de 1% du PIB pour soutenir les ménages et les entreprises à mesure que les prix du gaz et de l'électricité grimpaient. Un rapport récent du Bureau fédéral du Plan dresse un tableau noir : le déficit devrait osciller autour de 5%, du moins dans un avenir prévisible. Par conséquent, la dette publique pourrait dépasser 110% du PIB d'ici fin 2025. Comme le cycle des taux d'emprunt toujours plus bas est désormais rompu par une BCE énergique, le gouvernement De Croo doit relever les défis qui se présentent à lui.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PORTUGAL

13

UN CHOC ÉNERGÉTIQUE MOINS IMPORTANT

Avec un risque de pénuries énergétiques relativement contenu, le Portugal enregistrerait cette année une croissance économique parmi les plus importantes de la zone euro. Plusieurs facteurs favorables sont à l'œuvre. L'acquis de croissance par rapport à 2021 est important, et le PIB réel a connu une forte hausse au T1 (+2,4% t/t) avant de se stabiliser au T2. Le rebond du tourisme a, par ailleurs, soutenu l'activité cet été. Malgré les mesures d'aides aux ménages et aux entreprises, estimées par le gouvernement à EUR 4 mds jusqu'ici en 2022, le solde budgétaire primaire devrait enregistrer un léger excédent cette année. Depuis son arrivée au pouvoir en 2015, et malgré les crises successives, le premier ministre António Costa maintient une rigueur budgétaire assumée qui a peu entravé la croissance économique du pays.

Le Portugal n'est pas épargné par le choc inflationniste, qui est sans équivalent récent. Avec une inflation proche des 10% en août (9,3% a/a), les mesures prises par le gouvernement pour endiguer la flambée des prix énergétiques ne suffisent pas. La hausse de ces derniers a ralenti quelque peu – mais reste toujours très forte à +24% a/a en août – grâce notamment à l'impact du bouclier tarifaire sur les prix de l'électricité, instauré au printemps dernier, et au repli du prix du pétrole. Cependant, la diffusion de l'inflation à l'ensemble des postes de consommation s'amplifie : la mesure sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) enregistrerait en août sa plus forte progression depuis près de trente ans, à 6,5% a/a. La baisse du pouvoir d'achat due à la hausse de l'inflation, mais aussi à l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt sur le service de la dette, détériore significativement la situation financière des ménages portugais. Leur capacité à épargner est, en effet, au plus bas depuis 2008 (d'après une enquête de la Commission européenne).

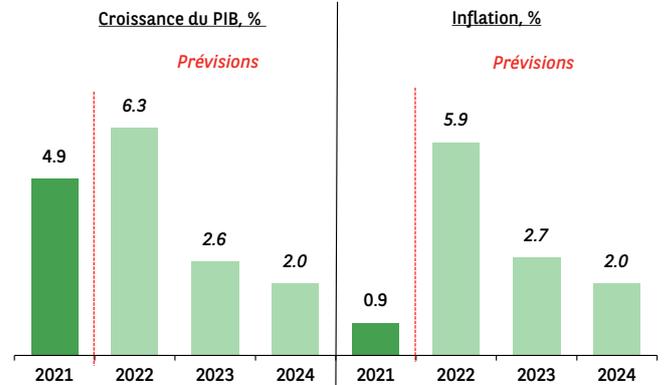
Cette baisse du pouvoir d'achat des ménages ne serait néanmoins visible dans les chiffres de la croissance qu'au dernier trimestre de 2022. L'activité au troisième trimestre devrait avoir bénéficié d'une fréquentation touristique revenue à des niveaux très proches de 2019, à défaut d'avoir totalement comblé l'écart : le taux d'occupation dans l'hôtellerie a atteint 70% en juillet dernier, contre 71,1% en juillet 2019 (d'après INE). Par ailleurs, le marché du travail a montré, jusqu'à présent, une bonne résistance aux chocs : le taux de chômage s'inscrivait à 5,9% en juillet, un niveau légèrement inférieur à celui de la fin 2019.

L'évolution du marché immobilier va être scrutée de près en raison du resserrement des conditions de crédit en cours. Pour l'heure, la dynamique des prix a été impressionnante. Mis à part un ralentissement pendant la crise sanitaire, la hausse des prix dans l'immobilier s'est accélérée sans relâche depuis 2015, avec un record à 16% a/a en juillet dernier. Pour juguler la demande, le gouvernement a restreint, début 2022, les zones d'achats résidentiels accessibles aux investisseurs étrangers souhaitant bénéficier du visa doré (Golden Visa), excluant une grande partie des villes du littoral sous tensions. L'impact de cette mesure ne se fait toutefois pas encore ressentir sur les prix, le manque d'offre de logements jouant encore fortement.

TRAJECTOIRE DE RIGUEUR BUDGÉTAIRE MAINTENUE

Une nouvelle enveloppe budgétaire de EUR 2,4 mds a été débloquée début septembre pour soutenir les ménages face au choc inflationniste. Elle comprend une baisse de la TVA sur l'électricité de 13% à 6%, effective du 1er octobre 2022 au 31 décembre 2023, une revalorisation des pensions, et l'envoi d'un chèque de EUR 125 à près de 5,8 millions de citoyens. Le prix des abonnements dans les transports publics sera gelé en 2023, tandis que l'augmentation des loyers sera plafonnée à 2%. S'ajoutent à ces dépenses des mesures plus structurelles, comme l'assouplissement, pour les ménages et les PME, des conditions légales

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

pour passer du tarif de marché au tarif régulier pour le gaz, une mesure annoncée cet été. Avec ce dernier coup de pouce, l'interventionnisme du gouvernement d'António Costa se situe dans la moyenne des pays de la zone euro, avec EUR 4 milliards budgétés pour l'ensemble des mesures « anti-inflation » annoncées jusqu'ici en 2022. C'est l'équivalent de 1,9% du PIB national (2019).

Dans son programme de stabilité, le gouvernement tablait sur une réduction progressive de la dette publique, à 100% du PIB d'ici à 2025 contre 121% aujourd'hui (T2 2022). Bien que ces prévisions soient traditionnellement optimistes, et qu'elles ont été faites en amont du dernier paquet budgétaire, l'excédent primaire attendu par le gouvernement (0,3% en 2022, 1,6% en 2023) semble, en l'état actuel, atteignable : en cumulé au cours des sept premiers mois de l'année, la balance primaire du gouvernement général a enregistré un excédent de EUR 4,4 mds. Cela correspond à un niveau très proche de celui de 2019 (EUR 4,87 mds) et bien meilleur qu'à la même période en 2021 (déficit de EUR -2,93 mds). En 2019, la balance primaire a enregistré un excédent de 3,1% du PIB. En dépit de la succession de crises récentes, le premier ministre António Costa poursuit donc une certaine rigueur budgétaire, assumée depuis son arrivée au pouvoir en novembre 2015, qui n'a pas été préjudiciable à l'activité du pays. Depuis cinq ans, la croissance a été supérieure à celle de la zone euro dans son ensemble.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FINLANDE

14

POLITIQUE DU LOGEMENT : L'HISTOIRE D'UNE GRANDE RÉUSSITE

La Finlande, à l'instar des autres pays nordiques, s'est montrée particulièrement résistante jusqu'ici aux chocs actuels, mais le ciel s'assombrit sur le « pays du soleil de minuit ». Après cinq trimestres consécutifs de croissance, portée par une demande intérieure robuste, l'activité devrait fortement ralentir au second semestre 2022 sous l'effet des tensions géopolitiques persistantes, du resserrement des conditions financières et des hausses de prix. Celles-ci pèsent sur les marges des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages. En parallèle d'une conjoncture de moins en moins clémente, la Finlande peut cependant se réjouir de ses efforts structurels, et en particulier du succès de sa politique du logement. Entre l'éradication des sans-abris, un parc de logements résidentiels en pleine expansion et une inflation immobilière qui reste contenue, les résultats sont spectaculaires.

L'activité économique finlandaise a enregistré un 5^e trimestre d'expansion au T2 2022, avec une croissance du PIB dynamique de +0,9% (t/t). Ce dernier se situe désormais 3,5% au-dessus de son niveau pré-covid et le PIB finlandais a même refermé l'écart de production. Ce dynamisme est porté par une demande intérieure robuste où la consommation privée et l'investissement dépassent significativement leur niveau d'avant-covid (respectivement +3% et +3,7% par rapport au T4 2019). En revanche, le commerce extérieur reste grevé par les exportations qui demeurent 3,7% sous leur niveau d'avant-Covid, contrairement aux importations qui sont en forte croissance (+9,7% par rapport au T4 2019).

Le second semestre devrait toutefois être bien moins rayonnant. L'économie finlandaise devrait fortement ralentir en raison, d'une part, d'un repli de l'investissement engendré par la forte hausse des coûts de production des entreprises et, d'autre part, d'une baisse de la consommation privée due à l'érosion du pouvoir d'achat des ménages. Les enquêtes de conjoncture signalent ces moins bonnes perspectives : la détérioration assez nette de la confiance des ménages (-19 points en août sur un an) et des climats des affaires sectoriels qui évoluent tous sous leur moyenne de long terme (hormis dans l'industrie).

La Commission européenne prévoit une croissance en moyenne annuelle du PIB de 1,8% en 2022 mais Bruxelles ne disposait pas encore des chiffres du 2^e trimestre au moment de sa prévision. Or, ceux-ci ayant été meilleurs qu'attendu, la croissance devrait être plus forte qu'anticipé. L'inflation, quant à elle, atteindrait 6,4% en moyenne annuelle en 2022 avant de diminuer sensiblement à 2,8% en 2023.

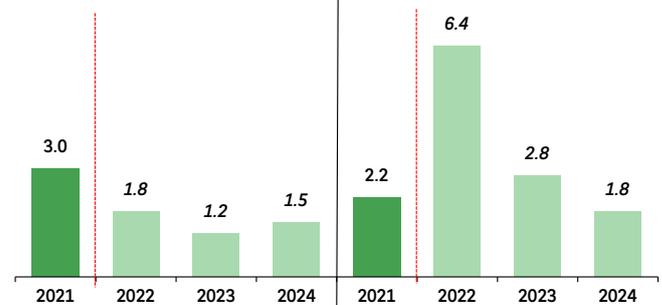
D'un point de vue plus structurel, la Finlande se démarque par une politique du logement qui fait figure d'exemple. Face aux besoins croissants, le pays a massivement investi dans le secteur de la construction afin que le nombre de logements construits reste en nette croissance. Sur les six premiers mois de l'année, les permis de construire s'établissent ainsi à 13,8% au-dessus de leur moyenne entre 2010 et 2019. De leur côté, les professionnels de la construction parviennent à surmonter les difficultés actuelles (problèmes d'approvisionnement, hausse des coûts de construction) et les mises en chantier de logements résidentiels évoluent sur les six premiers mois de l'année 15,5% au-dessus de leur moyenne 2010-2019.

Cette politique ambitieuse du logement, couplée à une stratégie dite de « zéro sans-abri »¹, a eu pour effet direct d'éradiquer presque entièrement l'existence des sans-logis. Indirectement, les flux massifs de logements mis sur le marché et destinés à la vente ont permis de limiter l'inflation immobilière (graphique 2). Ainsi, les prix des logements résidentiels finlandais n'ont progressé que de 10,3% entre le T4 2019 et T2 2022, tandis qu'ils ont augmenté de 32,9% en moyenne dans les pays de l'OCDE sur la même période.

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %

Prévisions

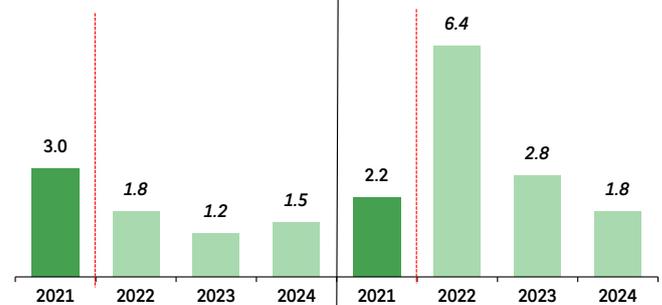


GRAPHIQUE 1

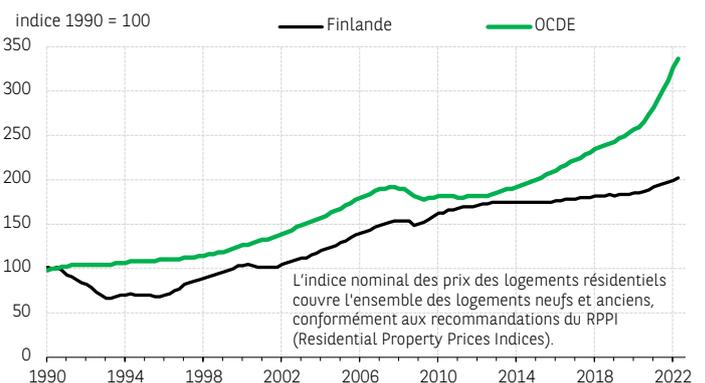
SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

Inflation, %

Prévisions



FINLANDE : PRIX NOMINAL DES LOGEMENTS RÉSIDENTIELS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, OCDE, BNP PARIBAS

Cela confère au pays une plus grande stabilité financière avec un risque moindre de correction à la baisse sur les prix immobiliers dans le contexte actuel de resserrement monétaire généralisé.

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

¹ OCDE (2021) "Finland's Zero Homeless Strategy: Lessons from a Success Story"



ROYAUME-UNI

15

UN SOUTIEN BUDGETAIRE ESSENTIEL

La croissance britannique s'est légèrement contractée au T2 mais l'économie ne devrait pas entrer en récession avant le T4. D'une part, le marché du travail continue d'opérer au plein-emploi, ce qui permet d'amortir en partie le choc d'inflation sur le pouvoir d'achat. D'autre part, le nouveau plan gouvernemental de soutien aux ménages et aux entreprises devrait atténuer la hausse des prix de l'énergie à venir. Face à une inflation persistante, la Banque d'Angleterre (BoE) accélère encore sa normalisation monétaire, au risque de précipiter la contraction de l'économie.

Le Royaume-Uni a subi une légère contraction de son PIB au T2 2022 (-0,1% t/t), qui s'explique principalement par le repli de la consommation des ménages (-0,2% t/t) et la baisse des dépenses publiques (-2,9% t/t). Selon nos prévisions, l'économie britannique devrait rebondir très légèrement au T3 grâce au plan de soutien du gouvernement de Boris Johnson, avant de connaître une contraction marquée du PIB au T4 2022, dans un contexte d'inflation persistante et de remontée des taux d'intérêt. Cette contraction du PIB pourrait être en partie atténuée par les nouvelles mesures de soutien annoncées par Liz Truss. Pour le moment, les enquêtes sur le climat des affaires signalent une contraction de l'activité industrielle et un ralentissement de l'activité du côté des services.

Bien que l'inflation ait légèrement ralenti en août (9,9% a/a), reflétant principalement une baisse des prix du carburant (86,2% a/a contre 114,1% en juillet), elle continue de se diffuser, comme en témoigne l'augmentation de l'inflation sous-jacente (6,3% a/a). L'inflation devrait continuer de croître pour atteindre un pic (probablement autour de 13,8% au T1 2023¹), avant de ralentir, tout en restant bien au-dessus de la cible de 2% d'inflation.

Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail, qui opère toujours à son plein-emploi (3,6% de taux de chômage entre mai et juillet), soutiennent la progression des salaires (+5,5% a/a en termes nominaux entre mai et juin, soit -2,6% en termes réels), ce qui atténue quelque peu le choc d'inflation pour les ménages. S'il n'existe pas de boucle prix-salaires pour le moment, les augmentations de salaires dans certains secteurs (transports, services postaux, etc.) devraient ralentir le rythme de désinflation en 2023.

Face à une inflation persistante et un marché du travail robuste, la BoE a accéléré la remontée de ses taux directeurs, avec une nouvelle hausse de 50 points de base lors de sa réunion du 22 septembre, portant le taux directeur à 2,25%. La BoE a, par ailleurs, annoncé le début de la vente des titres de dette du Trésor britannique (*gilts*) détenus dans le cadre de son programme *Asset Purchase Facility* (APF). Cette réduction de portefeuille de GBP 80 mds sur 12 mois devrait renforcer la normalisation monétaire et accroître la pression sur les finances publiques, déjà affectées par les récentes annonces budgétaires.

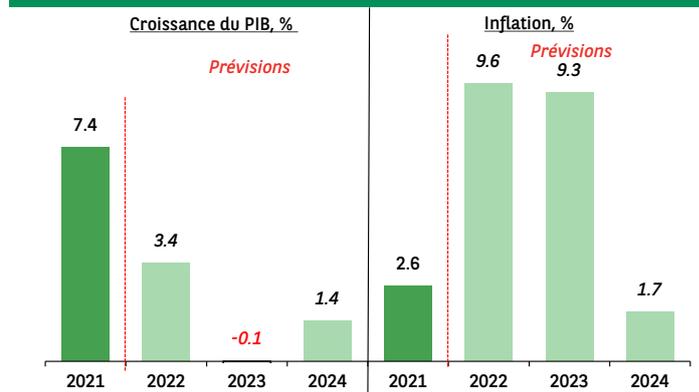
« LOW TAX, BIG STATE »

Pour faire face à la crise énergétique et à la hausse du coût de la vie, Liz Truss n'a eu d'autre choix que de mettre en place un plan de soutien massif à l'économie. D'une durée de deux ans à compter du 1^{er} octobre, ce programme s'articule autour de trois mesures. Le plan prévoit d'abord de plafonner la facture moyenne de gaz et d'électricité pour les ménages à GBP 2 500 par an, bien en dessous des GBP 3 548 estimées par l'Ofgem (autorité de régulation de l'énergie britannique). Pour ce faire, le gouvernement prépare une « garantie du prix de l'énergie » au niveau des fournisseurs ainsi que la suppression temporaire de la taxe environnementale sur l'énergie (*green levy*). Ce programme vient s'ajouter au plan de soutien des ménages (GBP 37 mds) annoncé en juin qui prévoyait notamment une aide ciblée (GBP 400 mds) pour les ménages les plus vulnérables.

Du côté des entreprises, le gouvernement propose de mettre en place un mécanisme de « garantie du prix de l'énergie » similaire, pour une durée de six mois, avant d'évoluer vers un dispositif plus ciblé, dont les mesures n'ont pas encore été précisées.

¹ Ce chiffre ne prend pas en compte les effets du nouveau plan de soutien. Les récentes mesures gouvernementales devraient nettement réduire l'inflation.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La troisième mesure phare du plan de soutien vise à garantir la stabilité sur le marché de l'électricité en assurant une liquidité suffisante. Le *HM Treasury* et la BoE vont mettre en place un fonds de liquidité (*Energy Markets Financing Scheme*) d'un montant de GBP 40 mds pour faciliter les appels de marge massifs auxquels font face les acteurs de marché.

Si les mesures de ce plan sont nécessaires pour atténuer le choc inflationniste, son ampleur pèsera lourdement sur les finances publiques. Selon les estimations du gouvernement, ce plan coûterait entre GBP 100 et 200 mds (soit entre 4,5 et 9% du PIB), bien au-dessus des GBP 80 mds du plan de soutien aux ménages lors de la crise du Covid-19. Le *Debt Management Office* (DMO) devrait publier prochainement une estimation plus fine des conséquences budgétaires de ce plan sur les finances publiques. Jusqu'à présent, aucune mesure compensatoire n'a encore été annoncée, le plan serait donc financé par un recours accru à l'emprunt public.

Les politiques fiscale et budgétaire annoncées mettent sous pression les finances publiques britanniques. D'un côté, Liz Truss annonce un plan de soutien sans mesure compensatoire. De l'autre, sa promesse de campagne de faire de la baisse d'impôt pour les ménages et les entreprises (d'environ GBP 30 mds) sa priorité, pourrait creuser davantage le déficit public. Conséquence directe de cette détérioration des perspectives budgétaires, les *gilts* (titres du Trésor britannique) ont vu leur rendement fortement augmenter sur l'ensemble de la courbe des maturités. Pour la première fois depuis 2011, le rendement des obligations souveraines à 10 ans (*10Y gilts*) a dépassé 3,2%. L'autre évolution remarquable se situe du côté du marché des changes : malgré ces taux d'intérêt plus élevés, la livre sterling a, en effet, continué sa chute, notamment vis-à-vis du dollar. Le 19 septembre, la GBP est tombée à 1,1410 USD, son plus bas niveau depuis 1985.

Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BLOCAGE INSTITUTIONNEL EN PERSPECTIVE

Après huit années passées dans l'opposition, les conservateurs ont repris les rênes du pouvoir en Suède dans un contexte peu favorable. Si l'activité économique a bien résisté jusqu'ici, elle montre des signes nets de ralentissement. Face à une inflation de plus en plus prégnante, la population demande davantage de soutien de la part des pouvoirs publics. Par ailleurs, le gouvernement devra rapidement se positionner à propos du processus d'adhésion à l'OTAN, avant de prendre la présidence de l'Union européenne le 1^{er} janvier 2023. Toute la difficulté sera de parvenir à former un gouvernement de coalition allant des Libéraux (centre-droit) aux Démocrates de Suède (extrême droite).

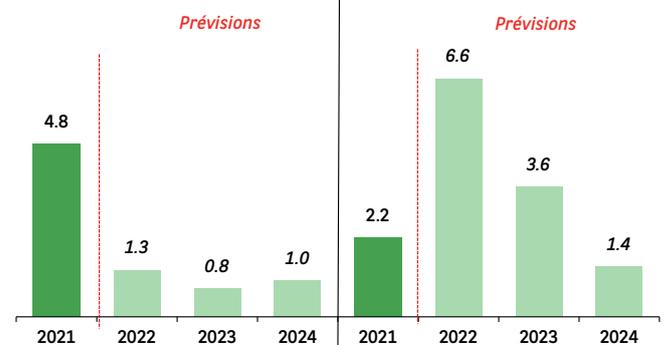
L'économie suédoise a enregistré une belle croissance au 2^e trimestre (+0,9% t/t). Elle a été portée par la consommation des ménages qui évolue 7,5% au-dessus de son niveau d'avant-crise et un investissement plus dynamique encore (+11,3% par rapport au T4 2019). Le 3^e trimestre devrait toutefois être marqué un net ralentissement de la croissance, comme le suggère l'indicateur mensuel du PIB, qui a stagné au mois de juillet à cause d'un net recul de la consommation des ménages. La prochaine mauvaise surprise pourrait venir de la production industrielle. En effet, les stocks de biens finis atteignent un niveau historiquement haut tandis que les intentions d'achat sont extrêmement détériorées (graphique 2). Dans ce contexte, la croissance du PIB devrait être quasi-nulle au second semestre 2022 et au début de l'année 2023. Elle devrait ensuite s'améliorer au cours de l'année et atteindre +0,8% en moyenne annuelle d'après la Commission européenne.

Les sondages annonçaient un scrutin extrêmement serré¹ lors des élections législatives en Suède. Ce fut le cas puisque le parti vainqueur n'a pas pu être annoncé le dimanche 11 septembre, jour de l'élection, mais le mercredi 14 septembre après que chaque voix a été comptée et recomptée. Les sociaux-démocrates et les autres partis formant la coalition gouvernementale ont été battus de seulement deux sièges et ne brigueront pas un 3^e mandat consécutif. La coalition de gauche a obtenu 173 sièges au Riksdag (parlement suédois) contre 176 sièges pour la droite composée de l'Alliance (Libéraux, Modérés, Chrétiens-Démocrates) et de l'extrême droite (Démocrates de Suède). Le parti d'extrême droite a d'ailleurs réalisé un score historique en obtenant 21% des voix, soit plus que n'importe quel autre parti de droite. Cependant, la victoire des conservateurs ne fait pas tout. Le leader des Modérés et de l'Alliance de droite, Ulf Kristersson, va maintenant tenter de constituer un gouvernement. Une tâche qui s'annonce complexe tant les dissensus sont importants entre l'extrême droite et les Libéraux qui ont, jusqu'alors, toujours refusé un compromis avec les Démocrates de Suède. En 2018, il avait fallu 134 jours à la gauche pour constituer un gouvernement. Il est probable qu'il en faille tout autant cette année.

La conséquence directe est un risque de paralysie parlementaire alors même que les Suédois sont frappés par les problèmes d'inflation et de pouvoir d'achat, que le processus d'adhésion à l'OTAN n'est pas finalisé, et que le pays devra prendre la présidence de l'Union européenne à compter du 1^{er} janvier 2023. Malgré tout, l'Alliance de droite affiche clairement ses objectifs. À court terme, elle souhaite soutenir le pouvoir d'achat des ménages grâce à des baisses de taxes sur le carburant, mais aussi en réduisant le barème de l'impôt sur le revenu. Ces mesures seraient financées à moyen terme par une réduction des prestations d'assurance-chômage et d'assurance-maladie, car l'Alliance souhaite maintenir la rigueur budgétaire.

CROISSANCE ET INFLATION

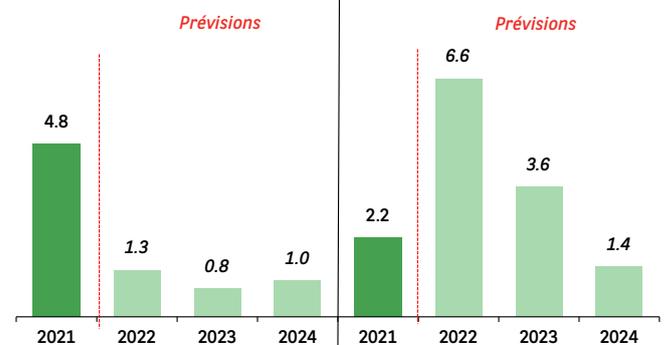
Croissance du PIB, %



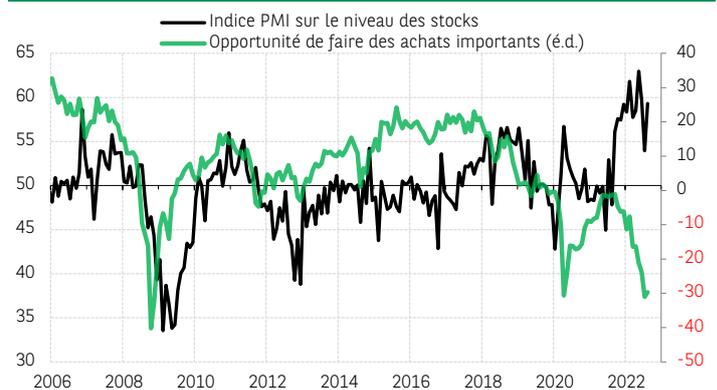
GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

Inflation, %



STOCKS ET CONSOMMATION : UN ÉCART DANGEREUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : S&P GLOBAL, SWEDBANK, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Cette orthodoxie, menée par les gouvernements successifs depuis 30 ans, a certes permis de réduire la dette publique (69% du PIB en 1995 à 36% en 2021) mais elle s'est traduite en parallèle par une envolée de la dette privée. Ainsi, l'endettement total du pays a crû de près de 65 points de pourcentage entre 1995 et 2021, passant de 118% du PIB à 215%.

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

¹ Comme nous le montrions dans l'EcoFlash « Les forces populistes peuvent-elles s'imposer en Suède ? »

FRANC SUISSE : UN BOUCLIER INDÉFECTIBLE CONTRE L'INFLATION

Le pays helvétique se démarque des autres pays européens par des pressions inflationnistes nettement moindres. La Suisse est protégée par sa monnaie forte mais aussi par une activité résiliente qui devrait continuer de croître sur la fin 2022 et en 2023. Si la Banque Nationale Suisse (BNS) devrait arguer des 3,5% d'inflation en août sur un an pour réhausser son taux directeur de 75 points de base le 22 septembre, et ainsi sortir de sa politique de taux négatifs. Il est peu probable que ce resserrement monétaire s'inscrive dans la durée car l'inflation montre déjà des signes de ralentissement.

Après avoir stagné au 1^{er} trimestre 2021, le PIB suisse est en progression continue depuis la reprise post-Covid. Il a même retrouvé son rythme de croissance pré-Covid. Au 2^e trimestre 2022, le PIB a enregistré une hausse de +0,3% t/t, porté par le dynamisme de la consommation privée (+1,4% t/t), lui-même soutenu par le rebond de l'activité dans l'hôtellerie-restauration (+12,4% t/t). Toutefois, le rattrapage n'est pas encore terminé dans ce secteur puisque l'activité reste inférieure de 10% à son niveau d'avant-crise, tout comme dans le secteur des loisirs¹ (-17%). L'investissement reste le seul point noir du côté de la demande intérieure puisqu'il évolue toujours à un niveau inférieur à celui qui prévalait fin 2019, pénalisé par l'investissement dans la construction, qui se situe 6,4% en dessous son niveau d'avant-crise.

La Suisse ne devrait pas être épargnée par le ralentissement économique mondial au 2^e semestre 2022, mais le pays échapperait à la récession. La croissance atteindrait 2,5% cette année, puis ralentirait à 1,3% en 2023 selon l'OCDE. Les indicateurs avancés envoient des signaux contrastés mais, dans l'ensemble, l'activité continuerait de progresser. Les climats sectoriels du dernier baromètre KOF indiquent que la croissance resterait positive dans les services alors qu'elle ralentirait dans l'industrie. Le PMI manufacturier est, quant à lui, plus positif car, malgré un léger tassement sur les derniers mois, il reste nettement en zone d'expansion (56,4 en août). Pour la première fois depuis 2007, la Banque Nationale Suisse (BNS) a resserré sa politique monétaire le 16 juin dernier en réhaussant son principal taux directeur de 50 points de base (de -0,75% à -0,25%) ; elle devrait procéder à un nouveau tour de vis de 75 pb lors de sa prochaine réunion le 22 septembre. L'action tardive de la BNS, par rapport à la Réserve fédérale et à la Banque d'Angleterre, s'explique par le fait que le choc inflationniste reste modéré en Suisse. La BNS ne souhaite pas étouffer trop rapidement cette dynamique, après 20 ans de lutte contre la déflation (depuis 2000, la Suisse a connu 81 mois d'inflation négative, soit 42% du temps). Ce n'est qu'au début de l'année 2022 que l'inflation suisse a dépassé la cible² de la BNS alors que ce phénomène s'est produit dès la fin 2021 dans le reste de l'Europe. Par ailleurs, la poussée des prix reste modeste puisque l'inflation a atteint seulement 3,5% en août sur un an contre 9,1% en zone euro. En moyenne annuelle, l'inflation s'établirait à 2,8% en 2022 avant de se replier à 1,9% en 2023 selon les prévisions de l'OCDE.

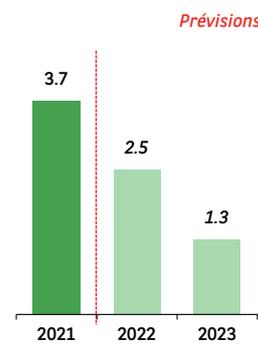
La principale raison expliquant l'inflation moindre en Suisse réside dans la force du franc suisse qui, jusqu'à présent, a permis de nettement contenir la progression des prix à l'importation. Un second élément déterminant est un marché intérieur très peu inflationniste (avec des entreprises maîtrisant leurs coûts, y compris la masse salariale) comme en témoignent les prix à la production, qui dépassent à peine la hausse des prix à la consommation (+4,1% en juillet sur un an) et qui montrent déjà des signes de détente puisqu'ils se sont repliés pour le 3^e mois consécutif. Il semble donc peu probable que la BNS s'engage dans un processus de resserrement monétaire aussi prononcé que la

¹ Ces secteurs ne représentent qu'une faible part de la valeur ajoutée : hébergement-restauration = 1,9%, Loisirs = 0,7%. En revanche, d'autres secteurs dont le poids dans la valeur ajoutée est beaucoup plus important évoluent bien au-dessus de leur niveau d'avant-crise : l'industrie manufacturière (+10,9% par rapport au T4 2019 ; poids dans la VA = 19,4%), secteur de la santé (+5,2% par rapport au T4 2019 ; poids dans la VA = 8,1%)

² La BNS assimile la stabilité des prix à une hausse annuelle inférieure à 2% des prix à la consommation. La déflation, soit une baisse persistante du niveau des prix, est contraire à l'objectif de stabilité.

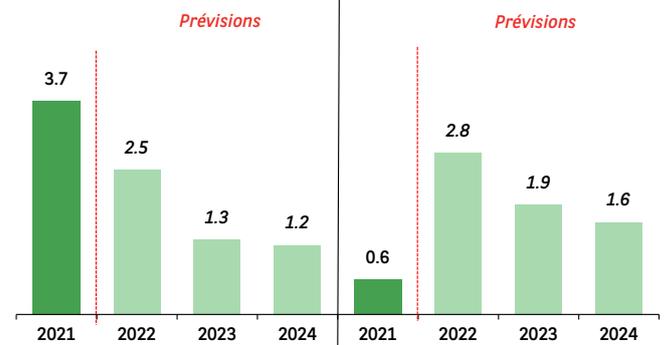
CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



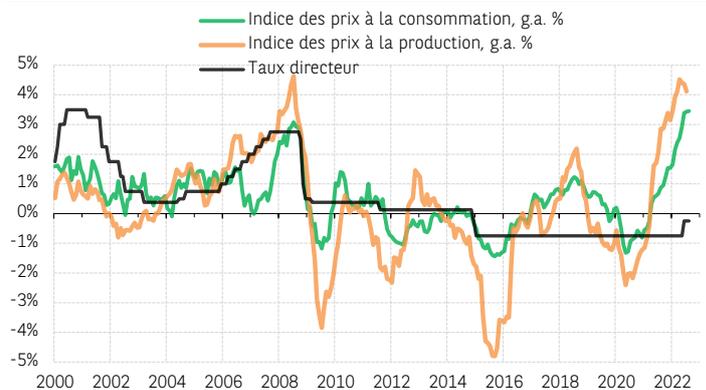
GRAPHIQUE 1

Inflation, %



SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

SUISSE : INFLATION, PRIX À LA PRODUCTION ET TAUX DIRECTEUR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, SNB, BNP PARIBAS

Réserve fédérale ou la BCE car l'inflation montre des signes de ralentissement et une augmentation des taux d'intérêt conduirait à renchérir davantage le franc, ce qui nuirait aux exportations et pèserait sur la conjoncture économique.

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

PRÉVISIONS

18

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5.7	1.7	1.0	0.9	4.7	8.0	4.4	3.9
Japon	1.7	1.3	0.8	0.6	-0.2	2.2	1.1	0.6
Royaume-Uni	7.4	3.4	-0.1	1.4	2.6	9.6	9.3	1.7
Zone euro	5.3	2.8	0.3	1.5	2.6	8.3	6.0	2.4
Allemagne	2.6	1.4	0.4	1.7	3.2	8.1	4.7	2.4
France	6.8	2.3	0.5	1.5	2.1	5.8	4.2	2.2
Italie	6.6	3.4	0.4	1.6	1.9	8.3	6.1	2.2
Espagne	5.1	4.3	0.5	1.7	3.0	8.9	4.5	1.9
Émergents								
Chine	8.1	3.0	5.3	5.0	0.9	2.3	3.1	2.5
Inde*	9.3	8.3	6.2	6.5	5.4	7.9	5.9	5.5
Brésil	4.6	1.5	0.0	1.2	8.3	11.0	7.1	4.3
Russie	4.5	-7.0	0.8	0.3	7.1	14.0	10.5	7.6

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

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Etats-Unis	<i>Fed Funds</i> (borne supérieure)	1.75	4.50	4.50	4.50	4.50
	<i>Treas. 10a</i>	2.97	3.55	3.50	3.45	3.30
Zone euro	Taux de dépôt	-0.50	2.00	2.00	2.00	2.00
	Bund 10a	1.37	1.90	2.20	2.20	2.10
	OAT 10a	1.80	2.55	2.90	2.85	2.75
	BTP 10 ans	3.29	4.40	4.60	4.50	4.40
	BONO 10 ans	2.46	3.20	3.70	3.60	3.50
Royaume-Uni	Taux BoE	1.25	3.00	3.00	3.00	3.00
	Gilt 10a	2.21	2.95	2.95	2.90	2.90
Japon	Taux BoJ	-0.04	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.25	0.25	0.25	0.45

Taux de change

Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
USD	EUR / USD	1.05	1.00	1.01	1.02	1.06
	USD / JPY	136	137	135	133	127
	GBP / USD	1.21	1.14	1.13	1.13	1.18
EUR	EUR / GBP	0.86	0.88	0.89	0.90	0.90
	EUR / JPY	142	137	136	136	135

Brent

Fin de période		T2 2022	T4 2022 e	T1 2023e	T2 2023 e	T4 2023 e
Pétrole	USD/baril	115	100	102	107	115

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro - Climat

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

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

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

Stéphane Colliac
France

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

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Anthony Morlet-Lavidalie
Allemagne, Europe du Nord

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

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change