

EDITORIAL

2

Les inquiétudes sur les perspectives de croissance grandissent

Aux États-Unis comme dans la zone euro, le niveau d'activité est très élevé mais la croissance a déjà nettement marqué le pas. Elle devrait rester faible en glissement trimestriel jusqu'à la fin de l'année. Les doutes sur les perspectives conjoncturelles se renforcent en raison de la conjonction d'une inflation élevée, de l'incertitude géopolitique et du resserrement des politiques monétaires.



ÉTATS-UNIS

3

Accélération de la normalisation monétaire.



ALLEMAGNE

7

Après l'inflation importée, l'inflation domestique ?



PAYS-BAS

11

De l'inflation... au-delà des prix à la consommation



DANEMARK

15

Souveraineté industrielle: du rêve à la réalité



CHINE

4

Dégradation des perspectives de croissance



FRANCE

8

Un choc de pouvoir d'achat dilué, mais bien présent



BELGIQUE

12

En attendant le rebond



NORVÈGE

16

En réponse à l'inflation, un resserrement monétaire et budgétaire coordonné



JAPON

5

Une singularité assumée, mais jusqu'à quand ?



ITALIE

9

Une reprise de meilleure qualité dans un monde plus complexe



GRÈCE

13

Des perspectives toujours encourageantes



PRÉVISIONS

17



ZONE EURO

6

Plus d'inflation que de croissance



ESPAGNE

10

Bonne résistance aux chocs



ROYAUME-UNI

14

Au bord de la récession ?

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES INQUIÉTUDES SUR LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE GRANDISSENT

Aux États-Unis comme dans la zone euro, le niveau d'activité est très élevé mais la croissance a déjà nettement marqué le pas. Elle devrait rester faible en glissement trimestriel jusqu'à la fin de l'année. Les doutes sur les perspectives conjoncturelles se renforcent en raison de la conjonction d'une inflation élevée, de l'incertitude géopolitique et du resserrement des politiques monétaires. D'après les enquêtes, les prix des intrants et les délais de livraison se replient mais demeurent à des niveaux élevés. La croissance des salaires reste forte aux États-Unis et elle se redresse dans la zone euro, laissant craindre une baisse de l'inflation plus lente que prévu.

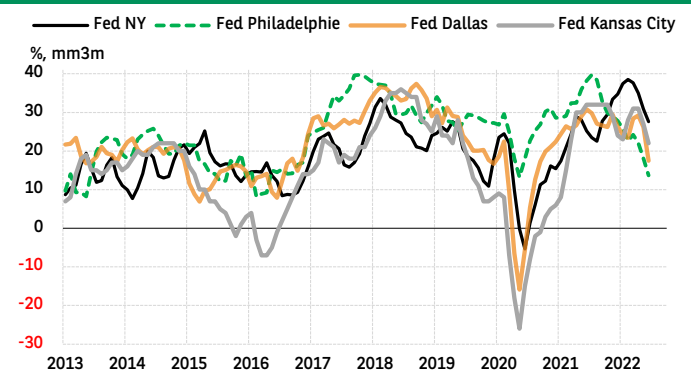
Les niveaux d'activité sont très élevés aux États-Unis et dans la zone euro, comme en témoignent les pénuries de main d'œuvre et des carnets de commandes bien garnis. Cependant, la croissance a déjà nettement ralenti et elle devrait rester faible en glissement trimestriel jusqu'à la fin de l'année.

Les perspectives conjoncturelles suscitent de plus en plus d'inquiétudes. Même si les problèmes d'approvisionnement commencent à se résorber aux États-Unis et dans la zone euro, ils continuent de brider la croissance, directement - la longueur des délais de livraison restreint l'activité - et indirectement, via une inflation élevée qui freine la demande. Par ailleurs, l'incertitude géopolitique reste grande. L'inflation élevée entame le pouvoir d'achat des ménages et exerce des pressions sur les marges bénéficiaires des entreprises. Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté et entraînent à la hausse le coût du financement extérieur, du fait de la remontée du taux d'intérêt sans risque et de l'élargissement des *spreads* des obligations d'entreprises. Comme le montre le graphique 1, les entreprises américaines ont revu à la baisse leurs plans d'investissement. Les conditions de financement se sont également détériorées pour les ménages. Aux États-Unis, le bond des taux hypothécaires s'est accompagné d'un accroissement significatif de logements invendus. Les actions sont en net repli par rapport à leur pic récent sous l'effet conjugué de la révision à la baisse des prévisions de croissance bénéficiaire, de la hausse des taux sans risque et d'une augmentation de la prime de risque exigée, ce qui reflète une montée de l'aversion des investisseurs pour le risque.

La conjugaison d'une croissance ralentie et d'une inflation élevée est préoccupante. Cette dernière oblige les banques centrales à resserrer sensiblement la politique monétaire pour la ramener vers leurs objectifs afin d'éviter un désarrimage des anticipations d'inflation et conserver, par conséquent, leur crédibilité. Mais cela aura pour effet de renforcer les inquiétudes des ménages et des entreprises concernant les perspectives de croissance. Pour lever toute ambiguïté, Jerome Powell a déclaré que les relèvements de taux de la Réserve fédérale seraient inconditionnels. Même s'ils provoquent une récession, le taux des fonds fédéraux augmentera jusqu'à ce que le FOMC ait la certitude d'avoir atteint son objectif d'inflation. Sans surprise, les craintes de récession aux États-Unis gagnent du terrain. En Europe, la croissance trimestrielle est faible de sorte qu'il ne faudra pas grand-chose pour que l'économie entre en récession « technique » (deux trimestres consécutifs de croissance légèrement négative). Une véritable récession semble, néanmoins, improbable à court terme en raison de l'acquis de croissance hérité de 2021, du rattrapage de la demande dans le monde de l'après-Covid-19, de la robustesse du marché du travail, de l'épargne accumulée, des effets positifs de la relance budgétaire et de besoins d'investissement massifs.

Les orientations de la BCE sont également devenues plus restrictives ces dernières semaines. Dans un tel contexte, d'après les enquêtes, l'allègement des pressions sur les prix des intrants et les délais de livraison, est une bonne nouvelle (graphique 2 pour les États-Unis ;

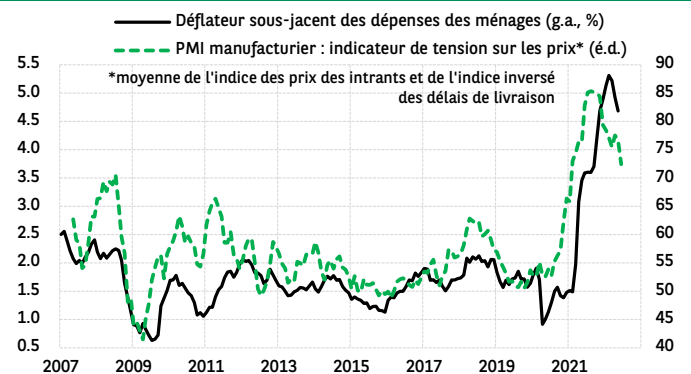
SECTEUR MANUFACTURIER : INDICATEURS DE DÉPENSES FUTURES D'INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ENQUÊTES DES RÉSERVES FÉDÉRALES DE NEW-YORK, PHILADELPHIE, DALLAS ET KANSAS CITY

ÉTATS-UNIS : PMI MANUFACTURIER ET INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : S&P GLOBAL, BEA, BNP PARIBAS

on observe une évolution similaire dans la zone euro), même si les niveaux restent très élevés. Ce facteur combiné à la forte croissance des salaires en cours aux États-Unis, leur rebond dans la zone euro et le risque de nouvelles hausses des prix de certaines matières premières (énergie, denrées alimentaires) laisse craindre une dérive de l'inflation plus lente que prévu, qui obligerait les banques centrales à poursuivre le resserrement monétaire.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉTATS-UNIS

3

ACCÉLÉRATION DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE

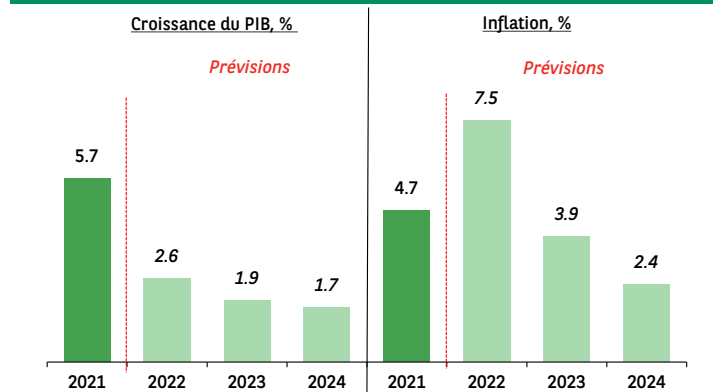
Le rebond inattendu de l'inflation en mai a contraint la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) à accélérer la normalisation de sa politique monétaire. Mi-juin, le Comité fédéral d'open-market (FOMC) a décidé d'une hausse de 75 points de base (pb) de son principal taux directeur, tandis que la Fed démarre en parallèle son programme de réduction de bilan (QT, *quantitative tightening*). Pour l'heure, l'économie américaine tient bon, portée par des fondamentaux robustes comme l'emploi. Toutefois, l'activité ralentit face au durcissement des conditions de crédit et à la détérioration des perspectives économiques mondiales. L'atterrissage à venir de l'économie américaine se fera sous tension.

La hausse de l'inflation se poursuit avec une augmentation annuelle de l'indice des prix à la consommation (CPI) de 8,6% en mai, principalement due à la remontée des prix de l'énergie (+2,4 points de contribution) et de l'alimentation (+1,3 point). À l'inverse, l'inflation sous-jacente annuelle continue de décroître (6% contre 6,2% en avril et 6,5% en mars). En revanche, l'inflation sous-jacente en rythme mensuel reste forte (+0,6% m/m), portée par une demande agrégée robuste (comme en atteste la hausse du taux d'utilisation des capacités de production, à 78,9% en avril, bien au-dessus de son niveau d'avant-crise) et des tensions le long des chaînes d'approvisionnement plus fortes et durables que prévu. Et du côté des enquêtes de conjoncture, la poursuite de la hausse des prix des intrants depuis le début de 2022 (82 en mai contre 73 en janvier selon l'indice ISM) pourrait bien continuer d'alimenter l'inflation au cours des prochains mois.

Dynamisées par un marché du travail au plein-emploi, avec un taux de chômage de 3,6% en mai, les augmentations de salaires, de caractère inflationniste, sont à surveiller de près. Les difficultés de recrutement poussent aussi les salaires horaires nominaux (AHE) à la hausse (+5,2% en glissement annuel en mai), notamment dans le secteur des loisirs et de l'hôtellerie (+10,2%), des services aux entreprises (+6,5%) ou encore de la santé (+5,7%). Cette hausse du coût du travail, associée à la baisse de la productivité (-0,6% entre le T1 2022 et le T1 2021), commence à peser sur les marges des entreprises. Ces augmentations de salaires favorisent néanmoins le retour des personnes sorties du marché du travail, notamment les inactifs néo-retraités, ce qui devrait atténuer quelque peu les tensions sur le marché du travail et le choc d'inflation sur le pouvoir d'achat. L'administration Biden entend également revoir la politique migratoire des États-Unis afin d'augmenter le nombre de visas de travail pour lutter contre les pénuries de main-d'œuvre.

La conduite de la politique monétaire, pour faire atterrir en douceur l'économie, s'exerce sur le fil du rasoir. L'inflation demeure à un niveau encore bien trop élevé et les signes de ralentissement de l'économie font déjà craindre une récession, dont le *timing* et l'ampleur restent difficile à appréhender. Pour autant, la remontée des taux directeurs se fait à un rythme très soutenu. Lors de sa dernière réunion mi-juin, le FOMC a opté pour une hausse de 75 points de base (pb) et pourrait bien maintenir ce rythme lors de sa prochaine réunion en juillet. Au total, nous tablons sur 175 pb de hausses supplémentaires des *Fed funds* d'ici la fin de l'année. Leur fourchette haute atteindrait alors 3,5%, point final de ce cycle de resserrement. Le démarrage de la réduction de la taille de son bilan inquiète également quant à ses effets sur l'économie réelle et la stabilité financière. Entre juin et août, la Fed ne réinvestira plus les USD 47,5 mds d'actifs qui arriveront à échéance chaque mois. Et à partir de septembre, elle prévoit d'accélérer l'allègement de son bilan à hauteur de USD 95 mds par mois. Reste à savoir dans quelle mesure l'économie américaine pourra résister à une normalisation monétaire aussi rapide.

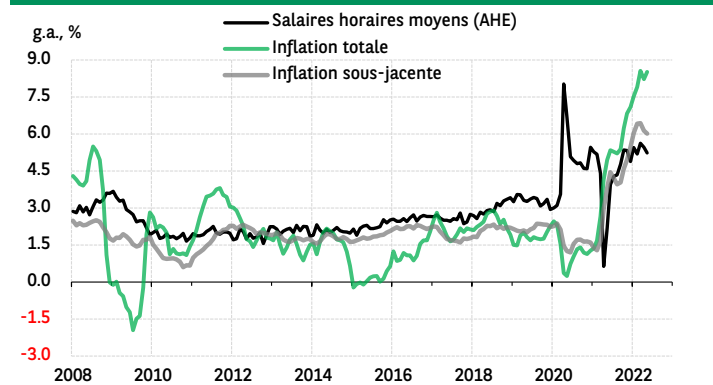
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

SALAIRES ET INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DÉGRADATION DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

L'activité s'est contractée en avril et mai 2022 en raison de sévères restrictions à la mobilité imposées dans des régions industrielles comme Shanghai. Depuis fin mai, ces restrictions sont progressivement levées, et l'activité a commencé à rebondir. Cependant, les risques baissiers restent élevés, et les autorités continuent d'assouplir les politiques budgétaire et monétaire. Alors que la demande de crédit ne se redresse que légèrement malgré la baisse des taux d'intérêt, l'environnement international et les risques de sorties de capitaux pourraient limiter la marge de manœuvre de la banque centrale.

L'activité économique s'est redressée depuis fin mai avec la levée progressive des restrictions à la mobilité à Shanghai et dans l'ensemble du pays. La production industrielle a commencé à rebondir, grâce notamment à la reprise des exportations, tandis que l'activité dans les services s'est encore contractée en mai. Les investissements ont quant à eux ré-accélééré, tirés par les projets d'infrastructures.

À court terme, la croissance devrait se raffermir, mais les risques baissiers restent élevés. D'abord, la situation sanitaire demeure incertaine et les autorités devraient maintenir une stratégie zéro Covid jusqu'à fin 2022. Ensuite, la consommation privée va souffrir de la dégradation du marché du travail. Le taux de chômage a grimpé de 5,1% fin 2021 à 5,9% en mai 2022. Il est plus élevé encore dans les 31 grandes villes du pays (6,9% en mai). Plus inquiétant, le taux de chômage des 16-24 ans a atteint 18,4% en mai, un record.

Les effets négatifs de la hausse des prix à la consommation sur le pouvoir d'achat des ménages devraient en revanche être modérés. L'IPC n'a augmenté que de 2,1% en g.a. en avril et mai. L'inflation sous-jacente est faible (0,9%) en raison de l'atonie de la demande intérieure, tandis que la hausse des prix alimentaires et de l'énergie reste limitée en dépit des tensions au niveau mondial, du fait de la baisse continue des prix de la viande et des contrôles partiels des prix des céréales et de l'énergie.

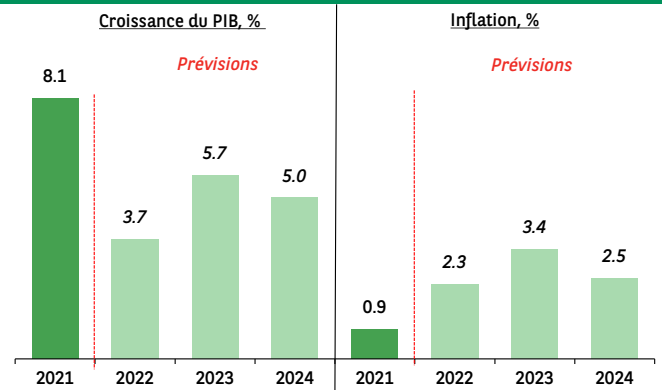
Par ailleurs, la crise dans l'immobilier et la construction perdure (les transactions immobilières ont chuté de 24% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2022), ce qui freine l'emploi, la consommation de biens durables et l'investissement. Des mesures ont été introduites pour encourager les transactions, et les conditions de prêts hypothécaires et de financement à court terme des promoteurs immobiliers ont été légèrement assouplies, mais les autorités gardent leurs objectifs de modération des coûts du logement et de désendettement des promoteurs.

Enfin, les exportations ont rebondi en mai (+16,8% en g.a. contre 3,7% en avril) et devraient se renforcer à court terme grâce à la diminution des problèmes logistiques. Cependant, les exportations ne seront pas un moteur de croissance aussi puissant en 2022 qu'en 2021 compte tenu du ralentissement du commerce mondial.

Conséquence des risques baissiers sur la croissance, l'assouplissement du policy mix se poursuit. Sur le plan budgétaire, les mesures de soutien consistent essentiellement en de nouveaux investissements dans les infrastructures ainsi qu'en des aides aux entreprises, visant notamment à soutenir les PME et le secteur manufacturier (via des baisses d'impôts, des subventions ou le paiement différé des cotisations de sécurité sociale). La diminution des taxes à l'achat de voitures particulières, qui figurait dans le nouveau dispositif de mesures annoncé fin mai, est l'une des rares mesures visant à soutenir la consommation privée. Certaines provinces ont également procédé à des versements en espèces aux ménages, mais leur montant reste faible.

Les taux d'intérêt sur les prêts et les taux monétaires ont diminué depuis le début de l'année, mais la marge de manœuvre de la banque centrale se réduit dans l'environnement international actuel et compte tenu des risques de sorties de capitaux.

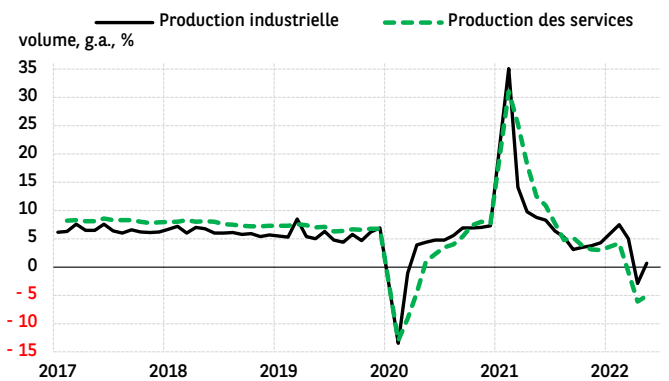
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CHINE : REDÉMARRAGE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Par ailleurs, les autorités ont largement recours à des instruments de politique de crédit tels que les quotas de prêts alloués aux banques et les programmes de prêts ciblés (visant à soutenir les PME, les zones rurales et les secteurs les plus fragilisés par la crise du Covid). Cependant, l'efficacité de la politique monétaire et de crédit se heurte à la faiblesse de la demande de prêts. L'accélération de la croissance du crédit, de fait, reste limitée.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

UNE SINGULARITÉ ASSUMÉE, MAIS JUSQU'À QUAND ?

Depuis le début de l'année 2022, le Japon fait face à une remontée de l'inflation, certes modérée, mais inédite depuis 2014, tandis que sa croissance a reculé au T1. Le yen s'est déprécié significativement en raison de la politique très accommodante de la Banque du Japon, en décalage avec les autres grandes banques centrales qui ont entamé leur resserrement monétaire. En juin 2022, son gouverneur, Haruhiko Kuroda, jugeait encore la poursuite de la politique de contrôle des taux « nécessaire » pour rehausser l'inflation sous-jacente à un niveau « stable et durable ». Or, la dépréciation de la devise accentue l'inflation importée et détériore davantage le pouvoir d'achat des ménages. À quelques semaines des élections législatives du 25 juillet, le gouvernement renforcera vraisemblablement ses mesures de soutien au pouvoir d'achat.

La Banque du Japon (BoJ) justifie la poursuite de sa politique de contrôle de la courbe des taux en insistant sur le caractère « temporaire » de l'inflation actuelle. L'intégralité de la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), de 2,5% en avril 2022, est en effet imputable à l'accroissement des prix de l'énergie et de l'alimentation, des produits essentiellement importés donc fortement soumis à la flambée des prix internationaux des matières premières, que la guerre en Ukraine a amplifiée. Hors énergie et denrées alimentaires périssables (cible d'inflation de la BoJ), l'IPC n'a augmenté que de 0,8% a/a en avril 2022. La faiblesse de ce chiffre est l'autre argument mis en avant par le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, pour poursuivre la politique de contrôle des taux, jugée « nécessaire » pour rehausser l'inflation sous-jacente à un niveau « stable et durable »¹.

L'absence de hausse généralisée des prix traduit la faiblesse de la demande intérieure, à l'origine du retard de performance qu'accumule le Japon avec les autres pays avancés depuis la reprise de 2021. Au T1 2022, le PIB réel se situait encore 2,5% en dessous de son niveau de 2019, alors qu'il excédait 3,7% aux États-Unis et 0,5% en zone euro. Le PIB japonais s'est contracté au T1 2022 (-0,1% t/t). La consommation de biens durables (-0,8% t/t) et semi-durables (-1,8% t/t) a notamment décliné, freinée par les difficultés d'approvisionnement des entreprises, elles-mêmes pénalisées par les pénuries de composants et les ruptures sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, particulièrement en Chine. La consommation de services (-0,1% t/t) s'est également repliée sous l'effet des mesures sanitaires instaurées cet hiver pour freiner l'expansion du variant Omicron.

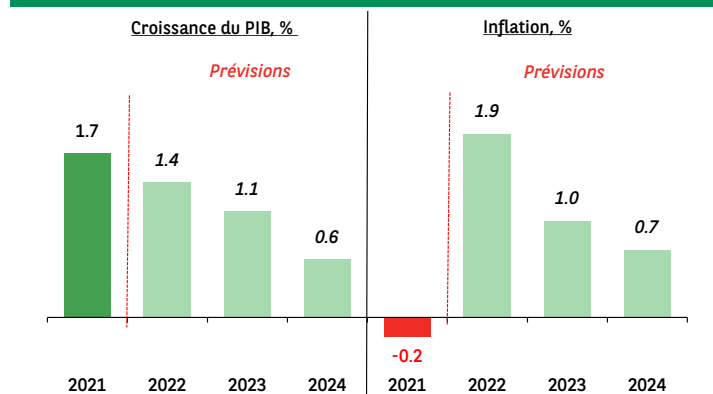
La divergence de politique monétaire entre la BoJ et la Fed a conduit à une forte dépréciation du yen, en chute de 22% par rapport au dollar américain depuis le début de l'année. La détérioration de l'excédent courant japonais pèse également sur la devise. La hausse des prix de l'énergie a renchéri le coût des importations, tandis que la fermeture des frontières, due aux mesures sanitaires, a réduit les recettes extérieures. Au T1 2022, le commerce extérieur a ainsi soustrait 0,4 point de croissance au PIB japonais, la hausse des importations (+3,3% t/t) dépassant nettement celle des exportations (+1,1% t/t).

SOUTIEN AUX MÉNAGES

La dépréciation du yen accentue l'inflation importée, dont l'impact est fortement ressenti par les ménages. Au T1 2022, le pouvoir d'achat a baissé de 2,5% t/t². Pour limiter cette chute, le gouvernement a déployé, depuis fin avril 2022, des mesures de soutien à hauteur de JPY 6,2 trilliards (USD 48,2 mds), qui incluent notamment un chèque de JPY 50 000 (USD 391) par enfant pour les ménages modestes. Majoritairement financées par de la dette, ces mesures aggravent davantage les finances de l'État.

¹ "The Bank's Thinking on Monetary Policy: Toward Achieving the Price Stability Target in a Sustainable and Stable Manner", discours BOJ (6 juin 2022)
² Households Family Income Survey, Statistics Japan, avril 2022

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'OCDE s'attend désormais à un déficit public de 6,9% du PIB en 2022, contre -5,7% en 2021. Les autorités japonaises ont, par ailleurs, renoncé à l'objectif de réaliser un excédent budgétaire primaire d'ici 2025. Toutefois, les recettes fiscales seront soutenues par le rebond attendu de la consommation privée, permise par le retrait des mesures sanitaires et la réouverture des frontières aux touristes. En place depuis mars 2020, la levée partielle de cette mesure permettra, selon le gouvernement, 20 000 entrées quotidiennes dans le pays, ce qui reste néanmoins très inférieur à la moyenne de 88 000 en 2019 (METI).

Au-delà des mesures conjoncturelles, le gouvernement compte transformer son modèle de croissance pour favoriser l'émergence d'un « nouveau capitalisme », plus soutenable et équitable à long terme. Il s'agirait de mieux partager la valeur ajoutée entre profits et salaires. Les trois « flèches » érigées par son prédécesseur Shinzo Abe pourraient alors laisser place à des politiques redistributives envers les ménages et des mesures plus strictes à l'égard des entreprises. Une feuille de route plus précise de ce plan devrait être présentée à l'issue de l'élection de la Chambre des Conseillers en juillet 2022, élection pour laquelle le parti au pouvoir, le Parti libéral-démocrate, fait une nouvelle fois office de favori.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

(avec la collaboration d'Elias Krief, stagiaire)



ZONE EURO

6

PLUS D'INFLATION QUE DE CROISSANCE

Jusqu'ici relativement résistante aux chocs, la croissance de la zone euro devrait plus nettement ralentir dans les prochains mois. Une récession n'est pas à exclure mais ce n'est pas notre scénario central, la croissance disposant aussi de relais importants (rattrapage post-Covid-19, surplus d'épargne, besoins d'investissement, soutiens budgétaires). Notre scénario a certaines apparences de la stagflation mais s'en écarte par une hausse du taux de chômage qui resterait contenue. La BCE s'apprête à amorcer la remontée de ses taux directeurs pour contrer le choc inflationniste. Nous tablons sur une hausse cumulée de 250 points de base du taux de dépôt, ce qui le porterait à 2% à l'automne 2023.

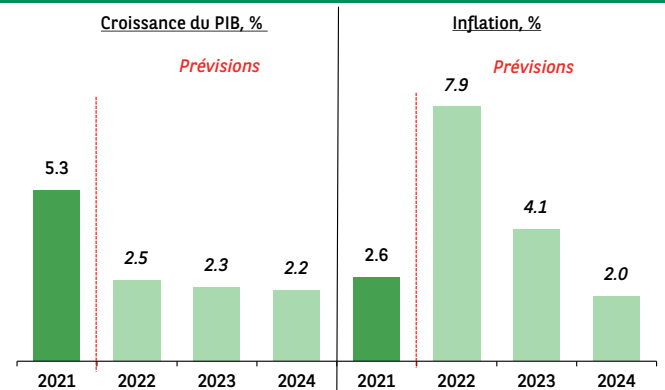
L'environnement économique de la zone euro devrait continuer de se dégrader à court terme avant de s'améliorer. À la persistance de l'envolée de l'inflation et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, dues à la guerre en Ukraine et à la stratégie zéro-Covid de la Chine, se sont ajoutées, en mai-juin, la chute des marchés actions et la remontée rapide des taux longs sur fond de normalisation monétaire accélérée, effective et attendue. Cette normalisation, nécessaire, ne va pas sans remous.

L'inflation, qui continue d'augmenter et de se renforcer, est le problème central. Elle a atteint 8,1% a/a en mai (+0,7 point par rapport à avril) et le pic ne serait pas atteint. Elle reste essentiellement due à la composante « énergie » (pour une petite moitié) mais l'inflation sous-jacente monte aussi (3,8% a/a, +0,3 point par rapport à avril, contribution relative – croissante depuis 1 an – de 44% des prix des produits manufacturés et contribution relative – décroissante – de 56% des prix des services). L'inflation sous-jacente explique près d'un tiers de l'inflation totale (une part à peu près stable depuis un an), la composante « alimentation » en explique désormais 20%. En un an, l'importance relative de cette composante a plus que doublé quand celle de l'énergie a baissé de 10 points. Autre indicateur de diffusion : le pourcentage de composantes de l'IPCH et de l'indice sous-jacent, dont le glissement annuel est supérieur à 2%, est de l'ordre de 70% en mai, comme en avril. Les mesures alternatives de l'inflation sous-jacente (*supercore*, médiane, moyenne tronquée), qui s'échelonnent de 4% à 7% a/a, montrent également l'étendue du problème. Sans surprise, les anticipations d'inflation sont aussi tirées à la hausse, modérément pour le moment.

Toutes les nouvelles économiques ne sont pas mauvaises. La détérioration du climat des affaires dans l'industrie, les services et la construction est demeurée limitée jusqu'en mai, dernier point disponible. Les indices restent à un niveau élevé, compatible avec une croissance nettement positive. Le climat des affaires dans le commerce de détail et la confiance des consommateurs, plus exposés au choc inflationniste, ont accusé, en mars et avril, une baisse marquée mais qui ne s'est pas accentuée en mai. Les signaux du côté du marché du travail restent rassurants, tant du point de vue du taux de chômage (bas et stable), des difficultés de recrutement (toujours importantes), du jugement (élevé) des entreprises sur l'emploi ou des craintes (faibles) des ménages sur le chômage. Par ailleurs, la croissance dispose de relais importants : rattrapage post-Covid-19, surplus d'épargne, besoins d'investissement et soutiens budgétaires.

Une baisse de régime plus nette est toutefois attendue dans les prochains mois. Après +0,6% t/t au T1 2022 (un chiffre « gonflé » par la contribution de 0,4 point du bond de près de 11% t/t du PIB irlandais), le PIB de la zone euro reculerait de -0,2% t/t au T2, et serait suivi d'une croissance à peine positive au T3 (+0,1% t/t). Viendrait ensuite un rebond plus net au T4 (+0,5% t/t), permis par les facteurs de soutien et la diminution attendue du choc inflationniste et des tensions sur l'offre, qui se prolongerait en 2023. En 2022, la croissance s'élèverait à 2,5% en moyenne annuelle, un chiffre élevé en apparence (grâce à l'acquis de croissance de 2,5% du T1 2022) mais faible en réalité (au regard du glissement annuel de 1% au T4 2022).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les prévisions actuelles en moyenne annuelle (les nôtres et celles des autres organismes internationaux) ont aussi pour particularité d'avoir les apparences de la stagflation : l'inflation est nettement supérieure à la croissance réelle en 2022 et 2023, la situation se normalisant quelque peu en 2024. C'est au niveau de l'évolution du taux de chômage, dont la remontée devrait être contenue, que l'on s'écarte d'un scénario de stagflation.

Dans ce contexte, la BCE a confirmé mettre fin, le 1^{er} juillet, à ses achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP. Elle s'apprête aussi à amorcer la remontée de ses taux directeurs, avec une hausse annoncée de 25 points de base (pb) du taux de dépôt le 21 juillet. Un geste plus important ne peut être exclu. Nous tablons ensuite sur deux hausses de 50 pb en septembre et en octobre, suivies de trois autres de 25 pb en décembre, février et mars. Deux dernières hausses de 25 pb en juin et septembre 2023 viendraient compléter le cycle, portant à 2% le taux de dépôt, dans la fourchette de notre estimation du taux neutre (1,5-2,5% en nominal ; -0,5-+0,5% en réel). À ce niveau, la politique monétaire de la BCE ne serait donc pas restrictive. Un nouvel outil pour lutter contre les écartements injustifiés des *spreads* au sein de la zone euro, et ne pas contrecarrer la normalisation et la bonne transmission de la politique monétaire, est également en préparation.

Notre scénario, comme celui de la BCE, fait l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie. Le ralentissement de la croissance (subi via le choc inflationniste et recherché via la normalisation monétaire) resterait sous contrôle (grâce aux soutiens susmentionnés) et suffirait à modérer l'inflation, dont la diminution atténuée, en retour, la pression baissière sur la croissance. L'idée est que le choc inflationniste actuel est intrinsèquement désinflationniste et non stagflationniste.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

7

APRÈS L'INFLATION IMPORTÉE, L'INFLATION DOMESTIQUE ?

L'Allemagne fait partie des pays de la zone euro les plus touchés par le conflit russo-ukrainien, ce qui se traduit par de faibles perspectives de croissance et une inflation élevée. Le PIB allemand progresserait d'à peine +1,3 % en 2022, contre +2,5 % pour la zone euro. En moyenne annuelle, le PIB resterait inférieur de 0,9 % à son niveau de fin 2019. En parallèle, l'inflation atteindrait +8,1 % en 2022, sous le poids des prix de l'énergie. Entre la hausse du salaire minimum promise par le gouvernement et les revalorisations attendues dans de nombreuses branches, la croissance des salaires devrait fortement accélérer en 2022, mais serait insuffisante pour compenser le choc inflationniste.

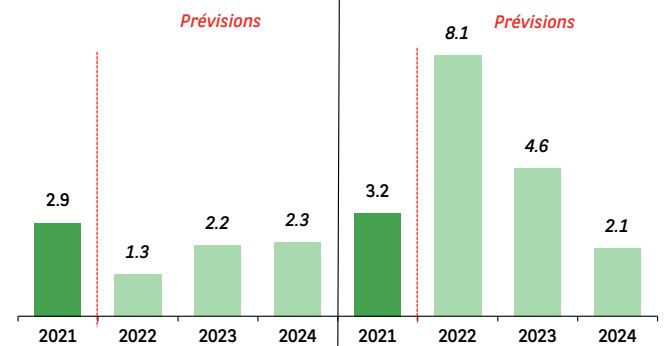
L'Allemagne a sensiblement réduit ses importations d'énergie provenant de Russie (d'environ 35 % depuis le début du conflit), en augmentant les livraisons de gaz naturel venues de Norvège et des Pays-Bas, ainsi que les importations de gaz naturel liquéfié (GNL). Néanmoins, les difficultés d'approvisionnement et le contexte géopolitique pèsent lourdement sur son économie. Bien que le PIB ait enregistré une légère croissance (+0,2 % t/t) au T1 2022 tirée entièrement par l'investissement, la consommation des ménages et le solde commercial se sont repliés et portent tous deux les marques de la guerre en Ukraine. Les perspectives pour le T2 sont dégradées. La consommation a décroché en avril (-5,4 % m/m pour les ventes au détail) et le commerce extérieur s'enlise. L'indicateur avancé de l'institut de Kiel suggère que le solde commercial chuterait au T2 à un plus bas depuis deux décennies. Enfin, l'activité future attendue par les chefs d'entreprise est très faible : les dirigeants interrogés par l'Ifo ou les analystes sondés par le ZEW sont clairement pessimistes (avec un solde d'opinions de, respectivement, -17,8 en mai et -27,6 en juin). Il en va de même des attentes des ménages (-9,3 en mai) (cf. graphique 2).

Le contexte géopolitique a fortement renchéri les prix de l'énergie et des matières premières. L'inflation s'est établie à +7,9 % a/a en mai, soit un plus haut historique depuis février 1952 en Allemagne de l'Ouest. Elle reste principalement portée par les prix de l'énergie (+38,3 % a/a en mai) mais l'inflation se propage aussi aux biens (+13,6 % a/a), de nombreuses entreprises ayant déjà répercuté une partie de la hausse de leurs coûts de production dans leurs prix de vente finaux. Si l'inflation n'affecte pas encore les services (+2,9 % a/a), l'augmentation prévue du salaire minimum (de EUR 9,82 par heure actuellement à EUR 12 en octobre) pourrait changer la donne puisqu'elle va concerner de nombreuses branches (agence d'intérim, service de nettoyage, service de sécurité). Pour autant, il est peu probable qu'une boucle prix-salaires s'installe dans le pays. Malgré un contexte favorable aux renégociations avec un taux de chômage au plus bas (3% au sens du BIT en mai) et un taux d'emplois vacants à son plus haut historique (4,1% au T1 2022), l'inflation évolue à des niveaux trop élevés pour que les salariés soient entièrement compensés. Les discussions ouvertes depuis le début de l'année entre les syndicats et le patronat semblent s'orienter vers des hausses de 4% en moyenne, complétées par des primes, mais qui ne suffiront pas à maintenir en moyenne le pouvoir d'achat des ménages en territoire positif.

Face au choc inflationniste, le gouvernement ne soutient que faiblement les ménages et les entreprises (les aides sont limitées et les critères d'octroi stricts). Le déficit public atteindrait à peine 2,5 % du PIB cette année (contre -3,7 % en 2021). Le ministre des Finances, Christian Lindner, a pour objectif de respecter le dispositif constitutionnel qui cantonne le déficit structurel de l'État fédéral à -0,35 % du PIB. En outre, une forte réduction du ratio de dette publique (de l'ordre de 3 points de PIB) s'amorcerait dès 2022.

CROISSANCE ET INFLATION

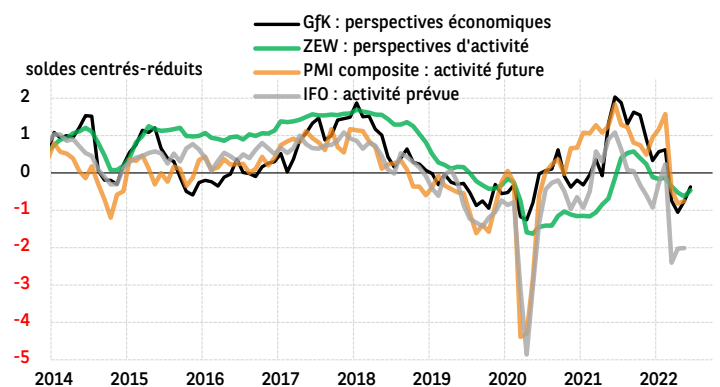
Croissance du PIB, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ALLEMAGNE : PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : IFO, ZEW, GfK, S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

Les seules marges de manœuvre pourraient venir de la création d'un fonds spécial hors bilan dont les dépenses n'apparaîtraient pas dans le déficit public de l'administration fédérale, comme cela a été voté pour le plan d'investissement de EUR 100 mds dans la défense.

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UN CHOC DE POUVOIR D'ACHAT DILUÉ, MAIS BIEN PRÉSENT

L'économie française est prise en étau entre trois évolutions aux effets divergents : un choc inflationniste qui pèse sur la consommation des ménages, un choc d'offre négatif (contraintes d'approvisionnement dans l'industrie) et la levée des restrictions sanitaires (qui bénéficie à la croissance à partir du T2 2022, après avoir pesé au T1). Les mesures gouvernementales, qui ont limité l'inflation, n'ont pas empêché une croissance négative au T1. Toutefois, l'impact positif de la levée des restrictions sanitaires et un rebond du pouvoir d'achat devraient permettre le retour à une croissance positive au T3 (+0,3% t/t).

La France a subi une contraction du PIB au T1 2022 (-0,2% t/t), qui s'explique largement par le repli de 1,5% t/t de la consommation des ménages. Selon nos calculs, près des deux tiers de ce repli de la consommation s'expliqueraient par l'accélération de l'inflation (5,2% a/a en mai selon l'indice Insee, 5,8% a/a selon l'indice harmonisé), un tiers correspondant à des « occasions perdues » de consommation (impact des restrictions sanitaires liées à la vague Omicron en début d'année sur l'hébergement-restauration et les transports, contraintes d'offre qui ont limité les ventes d'automobiles et de textile).

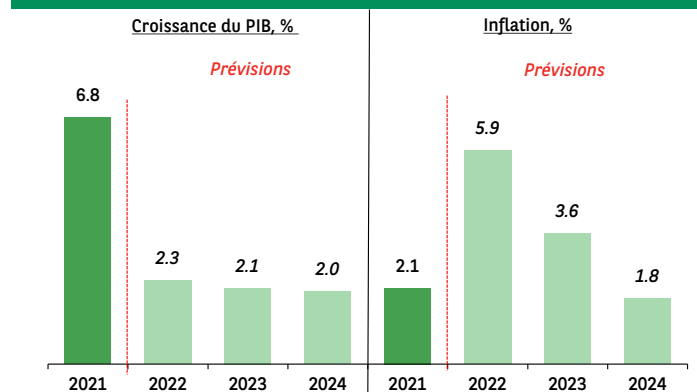
L'INFLATION SE DIFFUSE DE PLUS EN PLUS

Le choc inflationniste que la France a subi sur l'année écoulée tire sa source des prix de l'énergie (+28% a/a à fin mai). D'ici à la fin de cette année, nous anticipons que les prix de l'énergie devraient se stabiliser au niveau élevé actuel. *A contrario*, tous les autres prix devraient continuer d'augmenter. Selon nos calculs, les hausses à venir sur l'alimentation (+4,2%) et les services (+2,2%) sont équivalentes à celles déjà enregistrées sur les cinq premiers mois de 2022 et supérieures concernant les biens manufacturés (+2,9% contre 1,9%). Par conséquent, le pic d'inflation n'est pas encore atteint et devrait se rapprocher de 6,5% a/a au mois de septembre.

Cette dynamique inflationniste pèse sur le pouvoir d'achat des ménages (-1,8% t/t au T1 selon l'Insee) et leur consommation (-1,5% t/t). La baisse du pouvoir d'achat a été limitée par les mesures adoptées par le gouvernement mais pas évitée. Le gel du tarif réglementé du gaz au niveau d'octobre 2021, la hausse plafonnée à 4% de celui de l'électricité en février 2022 et la ristourne de 18 centimes par litre sur le carburant (jusqu'en juillet 2022, et probablement prorogée) ont évité deux points d'inflation (selon nos estimations et celles de l'Insee). Toutefois, ce n'est qu'à partir du T3 qu'un rebond du pouvoir d'achat devrait survenir (+0,9% t/t selon nos prévisions). Un nouveau paquet de mesures est attendu dans les prochaines semaines, dont la hausse du traitement des fonctionnaires et celle des retraites (coûts respectifs de EUR 4 mds et EUR 5 mds en 2022 avec une hypothèse à +4% d'augmentation) et la perspective d'un chèque alimentation ponctuel en septembre (que nous estimons à EUR 1,2 md). En définitive, la perte de pouvoir d'achat atteindrait 0,8% en 2022 selon nos estimations, un chiffre légèrement moindre qu'en 2013 (-1,1%), le pire de l'histoire, mais avec une cause différente, puisque c'est l'accroissement de la fiscalité qui l'avait à l'époque pénalisé. En 2022, selon nos calculs, l'action du gouvernement est inversement favorable, puisque la perte de pouvoir d'achat aurait pu atteindre 3,1% sans les mesures anti-inflation.

Conséquence de ce choc inflationniste, plus important que précédemment anticipé, notre prévision de croissance pour 2022 est nettement revue à la baisse, de 0,9 point de pourcentage, à 2,3% en moyenne annuelle.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'EXISTENCE DE RELAIS DE CROISSANCE

Pour atteindre ce chiffre, la croissance française devrait progressivement se renforcer. Nous anticipons une croissance nulle au T2 et un léger rebond de 0,3% t/t au T3. Ce n'est nullement parce que le choc inflationniste cesserait de peser, même s'il devrait moins peser, mais parce que des relais de croissance vont se manifester. La normalisation de l'économie post-Covid reste partielle et la levée des restrictions sanitaires à partir de février 2022 devrait la favoriser. Il est ainsi probable que le secteur de l'hébergement-restauration et les services de transport retrouvent, d'ici au T3, leur niveau de consommation d'avant-Covid.

En parallèle, l'aéronautique a nettement contribué à la croissance des exportations dès le T1. À partir du T2, le tourisme devrait s'y ajouter. Par exemple, le Grand Paris a accueilli près de 12,1 millions de touristes entre janvier et mai, dont 80% sont des étrangers (contre 3,7 millions et 15,1 millions sur la même période de 2021 et 2019). Certes, ces deux éléments vont masquer une dynamique des autres postes d'exportation plus mitigée (en adéquation avec une croissance qui ralentit également dans les autres pays, notamment en zone euro), mais ils devraient permettre de maintenir les exportations en croissance.

Ces relais devraient permettre à l'économie française de renouer avec la croissance à partir du T3 et la soutenir de façon plus modérée par la suite. Il sera donc nécessaire que les déterminants fondamentaux de la croissance - la consommation des ménages et l'investissement - se raffermissent pour qu'elle dure.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



UNE REPRISE DE MEILLEURE QUALITÉ DANS UN MONDE PLUS COMPLEXE

À la différence des précédentes récessions, l'économie italienne a déjà rattrapé le terrain perdu en 2020. L'acquis de croissance pour 2022 s'élève à 2,6 % après que le PIB ait progressé de 0,1% au T1 2022. En glissement annuel, la croissance a dépassé les 6 %. La valeur ajoutée du secteur de la construction a continué de croître, l'activité manufacturière a reculé et l'activité dans les services a continué de stagner. La reprise économique est principalement tirée par la vigueur de l'investissement. La consommation privée a décliné, les ménages italiens demeurant extrêmement prudents. Les importations ont connu une forte hausse, ce qui a ramené le solde courant en territoire négatif. En 2021, la reprise économique a été moins soutenue dans les régions du Sud du pays.

Au T1 2022, le PIB réel a peu progressé, de 0,1% t/t mais, mesurée en glissement annuel, la croissance affiche un résultat bien plus flatteur, dépassant les 6%. Contrairement aux précédentes récessions, l'économie italienne a déjà rattrapé le terrain perdu en 2020. L'acquis de croissance pour 2022 est de 2,6%. Au début de 2022, le secteur des services a été déprimé par l'aggravation de la pandémie, se traduisant par une stagnation de la valeur ajoutée et une baisse du chiffre d'affaires des secteurs de l'hébergement et de la restauration. Les recettes liées aux déplacements internationaux ont augmenté, mais elles demeurent très en deçà de leur niveau pré-covid. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre et la forte hausse des cours des matières premières ont continué de peser sur l'activité industrielle. Au T1 2022, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a ainsi chuté de presque 1%. Celle du secteur de la construction a, en revanche, connu une nouvelle hausse.

En Italie, la reprise économique est liée principalement à la vigueur de l'investissement. Ce dernier a augmenté de plus de 3% en moyenne sur une base trimestrielle depuis le début de 2021, soutenu par les incitations fiscales et des conditions financières encore favorables. Au T1 2022, l'investissement a ainsi dépassé d'environ 15% son niveau du T4 2019. Le taux d'investissement a augmenté, dépassant 21%, mais il reste en deçà du niveau de l'Allemagne ou de la France.

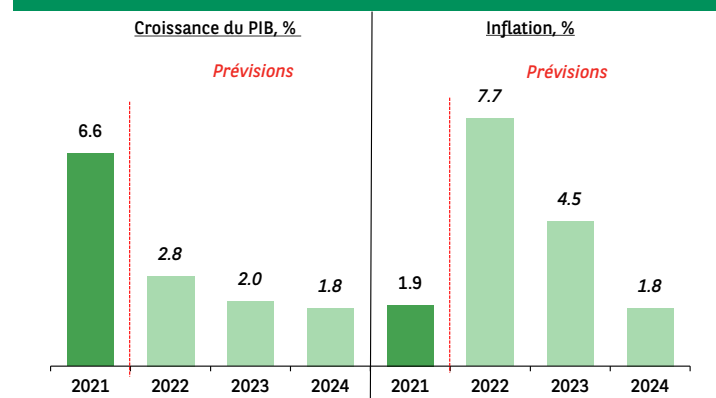
Au T1 2022, la consommation a chuté de 0,8%, après avoir stagné au T4 2019. Au début de 2022, la confiance des ménages s'est détériorée sur fond de résurgence de la pandémie et dégradation du scénario mondial. Les ménages sont restés extrêmement prudents, ce qui s'est traduit par une nouvelle hausse de l'épargne de précaution, comme en atteste le stock de dépôts bancaires qui atteint près de EUR 1 180 mds, soit EUR 15 mds de plus qu'en décembre 2019. Compte tenu de la progression encore modérée des salaires, la hausse de l'inflation a davantage affaibli le pouvoir d'achat, les ménages à bas revenus subissant plus fortement la hausse du prix des denrées alimentaires et de l'énergie.

Au T2 2022, la contribution du commerce extérieur a été négative (-0,3%). La valeur des importations énergétiques a atteint EUR 27 mds, contre EUR 10 mds au T1 2021, et celle des biens intermédiaires s'est établie à EUR 56 mds. Le solde courant a enregistré un déficit de EUR 8,6 mds, contre un excédent de EUR 7,5 mds un an plus tôt, la balance des biens passant d'un excédent de EUR 13 mds à un déficit de EUR 3,7 mds tandis que le déficit de la balance des services est resté inchangé.

LE FOSSÉ NORD-SUD

La situation actuelle masque des tendances très divergentes entre les différentes régions. Durant la décennie qui a précédé la pandémie, l'écart entre les régions du centre et du nord et celles du sud s'est creusé. La dépendance plus grande à la demande intérieure et aux dépenses publiques de l'économie méridionale a contribué à cet écart de performance. En 2019, le PIB réel des régions du sud était encore

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

inférieur de 10% au niveau de 2007, tandis que celui de l'Italie centrale et de l'Italie du nord était inférieur de seulement 2%. La pandémie a eu une incidence similaire sur les régions du centre et du nord et sur celles du sud. D'après les dernières estimations disponibles, la reprise de 2021 a toutefois été moins vigoureuse dans le sud du pays. La divergence entre les deux zones est particulièrement évidente si l'on regarde le marché du travail : en 2020 (dernière année pour laquelle une comparaison est possible), le taux d'emploi de la population masculine était de 74,1 % dans le nord et de 70,4% dans le centre, tandis que dans le sud, il était d'environ 56% ; pour les femmes, les valeurs étaient de 59%, 55,2% et de 32,5%. Dans le sud, le taux d'inactivité atteint un niveau spectaculaire de 60% chez ces dernières. Au cours de la dernière décennie, le secteur des entreprises s'est également affaibli dans les régions méridionales : les entreprises y sont en moyenne plus petites (2,9 employés contre 4,3 en moyenne), et elles accusent un retard dans les technologies numériques.

Une utilisation efficace des ressources fournies par le Plan national de relance et de résilience (PNRR), le volet italien du plan européen de relance, pourrait contribuer à réduire l'écart entre le nord et le sud de l'Italie. Ces ressources, ainsi que celles du fonds complémentaire, des fonds structurels et du Fonds de développement et de cohésion, représentent environ EUR 200 mds à la disposition de régions méridionales jusqu'en 2030.

Paolo Ciocca

Simona Costagli

paolo.ciocca@bnlmail.com simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

10

BONNE RÉSISTANCE AUX CHOCS

Après un rebond d'activité en 2021 plus faible que ses voisins européens, l'Espagne devrait connaître un taux de croissance soutenu en 2022, supérieur à 4%. Malgré les contrecoups de la guerre en Ukraine sur l'inflation et le pouvoir d'achat, le marché du travail garde le cap avec 186 000 emplois supplémentaires créés au cours des cinq premiers mois de l'année. Cette dynamique devrait se prolonger cet été avec la reprise plus marquée de l'activité touristique, même si les perturbations actuelles qui affectent les compagnies aériennes en Europe pourraient ternir ces perspectives. Par ailleurs, le pic de l'inflation pourrait intervenir tardivement cette année, la hausse des prix dans l'alimentation et les équipements ménagers gagnant actuellement en vigueur.

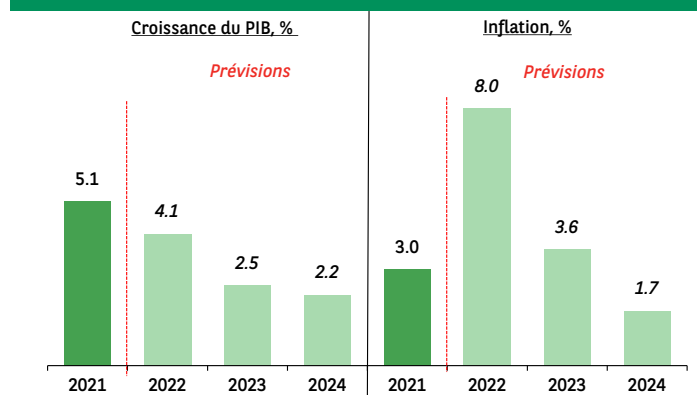
La dynamique des embauches est restée bien orientée dans le pays et n'a montré, jusqu'à cet été, aucun signe d'essoufflement. Près de 186 000 nouveaux emplois nets supplémentaires ont été créés entre janvier et mai 2022, poursuivant sur la lancée de 2021 (+473 000). Le taux de chômage est redescendu à 13,3% en avril. Par rapport à février 2020, qui correspond au pic d'emploi précédant le premier confinement, les embauches ont été significatives dans les secteurs de l'information et de la communication (+87 511), ainsi que dans les différents secteurs publics, notamment l'éducation (+119 044) et la santé (137 864). À l'inverse, l'emploi dans la finance et l'assurance (-13 177), l'hôtellerie (-23 295) ainsi que les activités de commerce (-10 738) accuse encore un déficit par rapport au niveau d'avant-Covid.

Si la situation sur le front de l'emploi reste bonne, elle reste compliquée sur le front de l'inflation. Celle-ci s'est rapprochée du seuil des 10% a/a en mars, à 9,7% (indice harmonisé), avant de refluer à 8,5% en mai. Nous anticipons une décélération plus importante à partir du T4 2022, même si son niveau devrait rester élevé (au-dessus de 3%) jusqu'à la fin du premier semestre 2023. L'instauration, le 15 juin dernier, d'un bouclier tarifaire sur le prix du gaz naturel permettra de contenir la hausse des prix énergétiques pour les ménages (+34,2% a/a en mai). Néanmoins, l'augmentation des prix à la consommation s'accroît dans d'autres postes de dépenses, notamment les produits alimentaires et boissons non alcoolisées (+11,0% a/a), les équipements ménagers (+5,9%) et la restauration-hôtellerie (+6,3%). Les prix à la production ont poursuivi leur envolée au printemps (+45,1% a/a en avril). Bien que partiellement absorbée par les marges des entreprises, cette hausse sera répercutée aussi sur les prix de vente et les prix à la consommation.

HAUSSE MODÉRÉE DES SALAIRES

Les salaires ont enregistré une hausse importante au T1 (+4,3% a/a selon l'INE), mais une boucle prix-salaire ne s'est jusqu'ici pas véritablement matérialisée. En effet, cette augmentation résulte principalement d'effets d'entraînement liés à la revalorisation du salaire minimum interprofessionnel (SMI) sur les grilles salariales les plus basses. Le SMI a été revalorisé de 3,6%, à EUR 1000, en janvier. À l'exception de trois secteurs (énergie, information et communication, finance et assurance), l'ensemble des branches d'activité enregistrent des hausses de salaires, celles-ci étant particulièrement marquées dans l'hôtellerie. Le salaire de base moyen dans cette branche (EUR 1120,16 mensuels au T1 2022) est le plus proche du SMI et les salaires ont augmenté de deux tiers (68,4%) par rapport au T1 2021.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La hausse des salaires est donc pour le moment principalement le résultat des mesures gouvernementales, plutôt que des décisions des entreprises, même si dans certains secteurs, comme l'hôtellerie, le manque de main d'œuvre contribue aussi à tirer les rémunérations vers le haut. De plus, un quart seulement des travailleurs est couvert par une clause permettant de réviser, totalement ou partiellement, les salaires en fonction de l'inflation¹.

Dans ce contexte, le soutien de l'État aux ménages et aux entreprises (EUR 17 mds jusqu'à présent, hors bouclier tarifaire²) pourrait se renforcer au cours de l'été. Un prolongement des réductions de taxes sur les produits énergétiques, qui expirent pour l'heure en juillet, est probable. L'introduction d'une taxe extraordinaire sur les fournisseurs d'énergie, similaire à celle mise en place en Italie, est aussi envisagée.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Voir *Solo uno de cada cuatro trabajadores tiene cláusula de revisión salarial contra la inflación*, El País, 10 juin 2022

² Voir 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.



PAYS-BAS

11

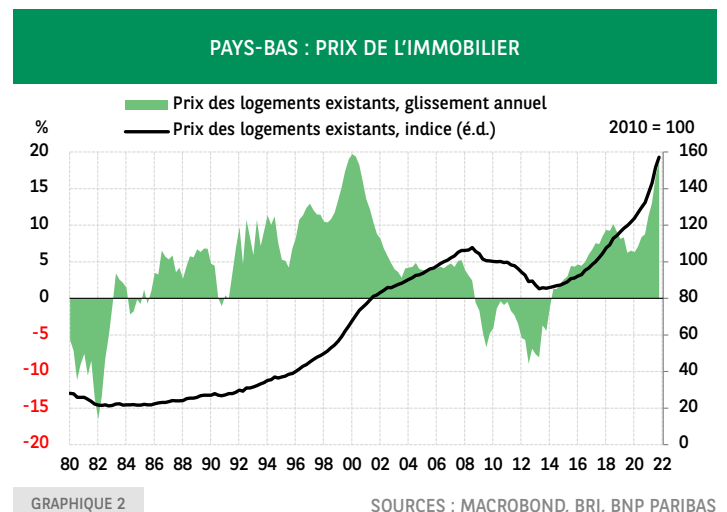
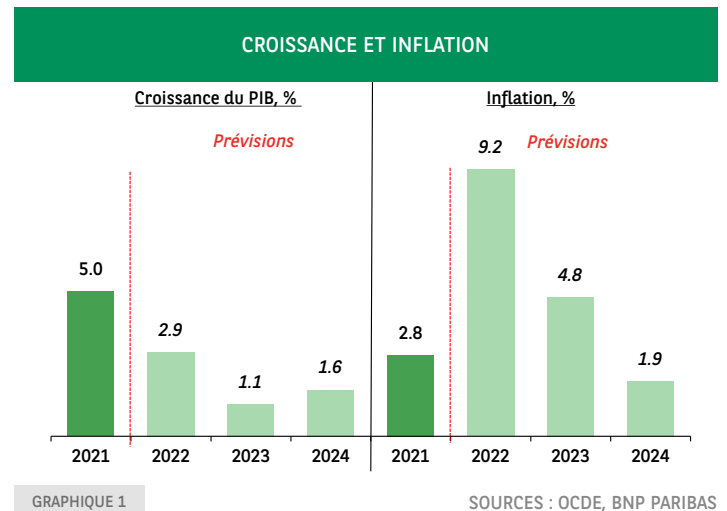
DE L'INFLATION ... AU-DELÀ DES PRIX A LA CONSOMMATION

Avec un mix énergétique composé à près de 90% d'énergies fossiles, les Pays-Bas sont touchés de plein fouet par la forte hausse des prix du gaz et du pétrole depuis le début du conflit russo-ukrainien. Cela se traduit par un taux d'inflation parmi les plus élevés d'Europe. Malgré cela, la consommation des ménages résiste et les entreprises sont une majorité à penser que l'activité restera vigoureuse dans les mois à venir. La bonne tenue de l'activité permet au gouvernement de cantonner son soutien à une série de mesures limitées afin de poursuivre le désendettement des administrations publiques. Par ailleurs, le pays doit faire face à un autre type d'inflation, aussi inquiétante, celle de l'immobilier, le nombre trop faible de logements ne répondant pas aux besoins. Les prix des logements se sont ainsi envolés de 29 % depuis la fin 2019.

Malgré une dépendance à la Russie limitée (seulement 23% de l'énergie utilisée aux Pays-Bas provient de la Russie), le pays, dont le mix énergétique est composé à près de 90% d'énergies fossiles, doit relever un véritable défi. Pour diversifier ses approvisionnements, le gouvernement néerlandais mise sur ses infrastructures portuaires (Rotterdam est le premier port d'Europe) en augmentant le recours au gaz naturel liquéfié (GNL). Cela doit lui permettre de compenser les moindres importations en provenance de Russie mais aussi pallier la fermeture en octobre 2022 du Groningue (plus grand gisement de gaz naturel d'Europe occidentale, qui couvrirait 40% des besoins de gaz du pays). Cette très forte exposition aux énergies fossiles, dans le contexte de flambée des prix de l'énergie, explique pourquoi la hausse de la composante « énergie » de l'indice des prix avoisine encore les 70% a/a en mai (après un pic en mars à +103% a/a) et tire l'inflation totale à des niveaux inédits (+10,2% a/a en mai). En moyenne en 2022, l'inflation atteindrait 9,2% selon les prévisions de l'OCDE. Sur le second semestre de l'année, l'inflation énergétique laisserait progressivement sa place à celle des produits manufacturés, les entreprises industrielles répercutant une partie de la hausse des prix de production (+27,4% a/a en avril) sur leur prix de vente.

Ces poussées inflationnistes ont eu raison de la confiance des ménages qui s'établissait très proche de son plus bas historique en mai (-47). Pour autant, leur consommation ne flanche pas (les ventes au détail en avril dépassent de près de 7% leur niveau de fin 2019). Cette bonne dynamique se reflète dans la confiance des entreprises dont les perspectives d'activité sont bien orientées, portées par les secteurs en pleine expansion comme l'industrie des composants électroniques. Au global, le tracker du cycle des affaires calculé par le Bureau central de la statistique néerlandais (CBS) se maintient à un haut niveau en juin. Avec un acquis de croissance de +2,8% au T1 2022, la croissance du PIB resterait élevée aux Pays-Bas en 2022 (+2,9% en moyenne annuelle). Face à une activité résiliente pour le moment, les mesures de soutien public se limitent à des compensations monétaires pour les ménages les plus modestes, comme l'octroi d'un chèque énergie, et des réductions sur les prix de l'énergie (baisse de la TVA sur le pétrole et le diesel de 21% à 9%). Cela permet au gouvernement de contenir son déficit public et de poursuivre la baisse de son ratio d'endettement amorcée dès 2021.

Aussi inquiétant, si ce n'est plus, les Pays-Bas souffrent d'un autre type d'inflation : celle qui s'abat sur les prix de l'immobilier depuis 2014. Les causes relèvent davantage de problèmes structurels que d'un choc conjoncturel. Dans le pays le plus densément peuplé d'Europe, où les besoins de nouveaux logements sont estimés à environ 1 million d'unités d'ici 2030, les prix des logements anciens ont progressé de +19,7% a/a en avril. Ce phénomène s'explique par une pénurie croissante de logements ainsi que par des dispositifs fiscaux incitant à la détention de biens immobiliers. Le récent redressement du crédit



à l'habitat (+2,3% a/a à la fin du T1) soutient également la demande alors que l'endettement des ménages est déjà très élevé (avoisinant les 200 % du revenu disponible en 2021).

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

(avec la collaboration de Romane Surel, alternante)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BELGIQUE

12

EN ATTENDANT LE REBOND

Le PIB belge a progressé de 0,5% au premier trimestre 2022, tandis que l'inflation continue de battre des records. La confiance des ménages a été mise à mal au début de l'invasion russe en Ukraine, ce qui pourrait plomber la croissance du PIB belge. L'indexation des salaires devrait atténuer l'impact de l'inflation sur la consommation du secteur privé au détriment de la compétitivité des entreprises belges. Dans un environnement de hausse des taux, l'assainissement budgétaire demeure essentiel.

Le PIB belge a enregistré une croissance trimestrielle de 0,5% au T1 2022, portée par un rebond de l'investissement et de la consommation privée. Toutefois, les pressions sur les prix et les incertitudes géopolitiques pèsent fortement sur les perspectives économiques. Le PIB devrait rester atone au cours de l'été et il ne repartirait à la hausse qu'à la fin de l'année, lorsque l'inflation aura atteint son point d'inflexion. La croissance attendue de 2,3% sur l'ensemble de l'année semble attester de la vigueur de l'économie mais près de 2% de cette croissance est attribuable à un effet de base élevé dû à la vigueur de la reprise en 2021. Nous tablons sur une normalisation progressive de la croissance du PIB et de l'inflation vers la fin 2023.

LES MÉNAGES PÉNALISÉS

L'IPC a progressé de 9,9% a/a en mai, un record historique. L'IPCH pour le même mois devrait battre le record de février, l'estimation flash s'établissant actuellement également à 9,9%. Pour l'heure, les prix de l'énergie restent la cause principale de cette évolution. Toutefois, les prix des denrées alimentaires sont également en forte augmentation, avec une hausse de 1% en moyenne par mois depuis le début de l'année. L'inflation sous-jacente devrait atteindre son point haut juste après la fin de l'été.

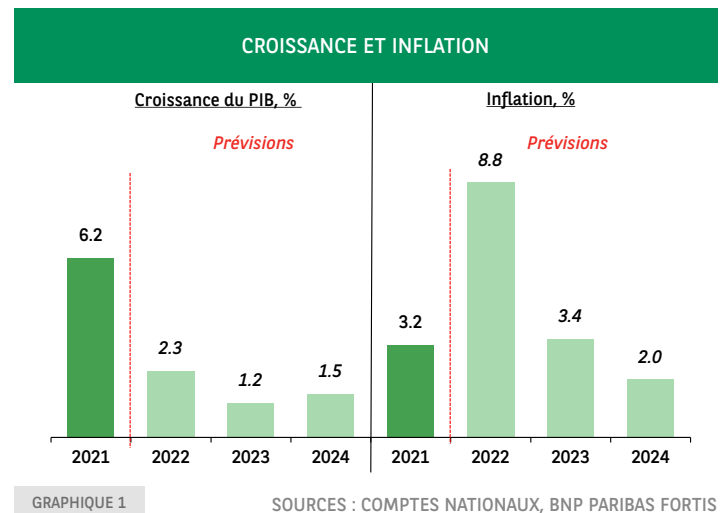
Tous les ménages ne sont pas pénalisés dans la même proportion par la hausse des prix. Une étude récente de la banque centrale (BNB) montre que pour les ménages du quintile de revenu le plus bas, le taux d'inflation est supérieur de 1% à celui des quintiles les plus élevés, bien que certaines mesures, telles que les tarifs sociaux, aient permis d'atténuer les effets de l'inflation. La BNB souligne que l'accroissement du revenu réel restera positif en 2022 grâce à la hausse de l'emploi. Le revenu réel par habitant devrait toutefois rester atone. Contrairement à la situation qui prévaut globalement dans la zone euro, les salaires réels en Belgique devraient enregistrer une hausse significative (4,5%) sur 2022-2024, dont la majeure partie aura lieu en 2023.

L'épargne cumulée (forcée) est principalement détenue par les ménages à haut revenu. Or, ceux-ci ne devraient pas contribuer beaucoup à la consommation du fait de leur plus forte propension à épargner.

À court terme, la situation actuelle devrait déprimer la consommation. Malgré le retour aux niveaux pré-covid des dépenses nominales en mai (d'après nos indicateurs internes), la situation reste préoccupante. En volume, la consommation privée, première composante du PIB total, reste en deçà de son niveau pré-pandémie, et nous prévoyons une nouvelle détérioration en raison de la perte de pouvoir d'achat, avant une stabilisation à la fin de l'année.

ENTREPRISES : L'INVESTISSEMENT DEVRAIT CROÎTRE

Les investissements des entreprises non financières ont progressé de presque 3% au T1 2022. Cette dynamique devrait perdurer, un nombre plus faible d'entreprises évoquant les pénuries de main-d'œuvre ou d'équipements comme un frein à la production. Plus particulièrement, les entreprises du secteur manufacturier, qui connaissent des taux



d'utilisation élevés, seront sans doute en mesure d'accroître leurs capacités de production à court terme.

Les coûts salariaux horaires pourraient connaître une augmentation de 12% sur la période 2022-2023, une évolution due presque entièrement au mécanisme d'indexation salariale. Sur la même période, on pourrait assister à une détérioration d'environ 5% de l'écart salarial avec la France, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Une étude récente de la BNB sur les micro-entreprises belges fournit une estimation de la capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts sur leurs prix. Elle est estimée à 60% et elle est généralement plus élevée pour les entreprises sensibles aux coûts énergétiques. La majorité des entreprises belges qui participent à l'enquête de confiance des entreprises signalent également leur intention de relever leurs prix de vente au cours des trois prochains mois. Au total, les marges bénéficiaires devraient diminuer quelque peu, mais rester supérieures à leur moyenne à long terme sur l'ensemble de la période de prévision, ce qui est favorable à l'investissement et peut aussi expliquer le nombre encore contenu des faillites.

Les perspectives demeurent négatives du point de vue des finances publiques. Les mesures de soutien des revenus visant à lutter contre la hausse des prix de l'énergie, le coût de la campagne de rappel vaccinal et les dépenses liées aux réfugiés ukrainiens ont contribué à la hausse des dépenses publiques. Le déficit ne devrait pas être ramené en deçà du seuil de 3% en 2023. Un nouvel assainissement budgétaire est toutefois nécessaire, la hausse des taux d'intérêt ayant cessé d'être une perspective lointaine.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DES PERSPECTIVES TOUJOURS ENCOURAGEANTES

À plus de 10% au printemps, l'inflation constituera le principal frein à l'activité en Grèce en 2022. L'économie a néanmoins bien résisté jusqu'à présent. Le taux de chômage est au plus bas depuis 2010 et le rebond du PIB est soutenu depuis la fin du confinement de 2020. Une période récessive est peu probable cette année. Le tourisme devrait notamment bénéficier d'une saison estivale solide. Par ailleurs, la Grèce sortira officiellement le 20 août 2022 du programme de surveillance de la Commission européenne, démarré en juin 2018. Le pays a aussi procédé, en mai dernier, au dernier remboursement des créances contractées auprès du FMI durant la crise de 2011 (EUR 1,9 md). Onze ans après le déclenchement de celle-ci, la Grèce fait un pas de plus vers une normalisation de son système économique.

La Grèce a été l'une des premières économies de la zone euro à se redresser depuis la fin du confinement de 2020. Après un rebond de 8,0% en 2021, le PIB réel a crû à nouveau sensiblement au T1 2022 (+2,3% t/t), soutenu par la consommation privée (+2,5% t/t) et les investissements (+3,7% t/t). À la fin du premier trimestre 2022, l'activité en Grèce dépassait de 2,5% son niveau pré-pandémique, un chiffre trois fois supérieur au niveau moyen en zone euro. Le taux de chômage est redescendu à 12,5% au mois d'avril, un plus bas depuis 12 ans. Ce chiffre doit cependant être pris avec recul puisque la population active a chuté fortement depuis le déclenchement de la crise financière mondiale en 2008/2009, et notamment parmi les jeunes¹. Néanmoins, l'économie grecque a fait preuve jusqu'ici de résilience, et les risques de récession sont plus contenus qu'ailleurs en Europe. Le pays bénéficiera probablement d'une saison estivale de très bonne tenue, même si les mouvements sociaux et les pénuries de main d'œuvre, auxquels est confronté actuellement le transport aérien, pourraient ternir quelque peu ces perspectives.

Les facteurs de risque pour le second semestre 2022 se concentrent essentiellement autour des conséquences du resserrement monétaire en zone euro (et la remontée des taux obligataires) et, surtout, de l'inflation. Cette dernière gagne en effet du terrain, la barre des 10% ayant été franchie en mai (10,5% a/a en termes harmonisés). Si les prix de l'énergie (+60,9% a/a) constituent encore très largement le principal facteur de cette hausse de l'inflation, les prix dans l'alimentation (+12,0% a/a), la restauration et l'hôtellerie (+5,1% a/a), ainsi que les équipements ménagers (5,1% a/a), s'envolent. Une bonne partie des produits de consommation est importée. Le pays pâtit donc fortement de la hausse des cours mondiaux liée aux pénuries et aux perturbations dans le commerce international. Une nouvelle accélération de l'inflation cet été n'est pas à écarter, la hausse des prix à la consommation s'étant accentuée sensiblement au cours du premier semestre 2022.

Pour renforcer les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises, le gouvernement envisage notamment de prolonger la baisse de la TVA dans la restauration et les transports, ainsi qu'à étendre la suppression de la taxe de solidarité à l'ensemble de la population en 2023 (elle ne concerne pour l'instant que les employés du secteur privé). Les marges budgétaires sont néanmoins minces. En effet, le déficit primaire atteindrait 4,1% du PIB en 2022 selon les prévisions de l'OCDE.

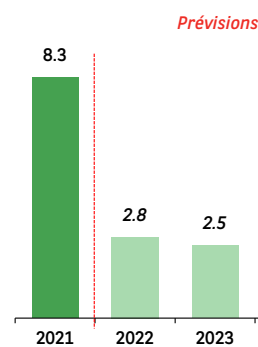
PLUS L'ÉPICENTRE DES CRAINTES DE LA ZONE EURO?

Alors que les inquiétudes portant sur une possible fragmentation de la zone euro s'intensifient et que les taux d'intérêt souverains grecs sont sensiblement remontés, l'écart de taux avec le Bund allemand est resté inférieur à celui observé en Italie. Cela pourrait traduire en partie des dynamiques de fond désormais plus favorables à la Grèce.

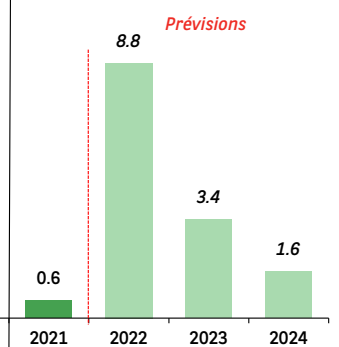
¹ Une baisse de 372 000 ou -7,3% entre le T3 2009 et le T1 2022.
² Voir Fiscal Sustainability report, Commission européenne, Avril 2022

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Même si le niveau de l'endettement public reste supérieur à celui de l'Italie, les besoins de financement de l'État grec se sont réduits plus significativement (22,4% du PIB en 2021 contre 30,6% en Italie) et cet écart devrait, selon les projections de la Commission européenne, se creuser².

La situation politique apparaît également plus stable qu'en Italie, où la coalition menée par Mario Draghi reste fragile. Le Premier ministre grec, Kyriakos Mitsotakis, dispose d'une majorité confortable au Parlement (La Nouvelle Démocratie compte 158 sièges sur 300) et d'une solide popularité. Les prochaines élections générales en Grèce auront lieu en août 2023, ce qui laisse du temps au gouvernement pour avancer sur plusieurs réformes de fond telles que la création d'une nouvelle taxe foncière, la refonte du système cadastral, ou encore la privatisation de la société publique de gaz (Public Gas Corporation).

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



ROYAUME-UNI

14

AU BORD DE LA RÉCESSION ?

L'inflation se poursuit, portée par les singularités de l'économie britannique. D'un côté, le marché du travail opère au plein emploi, ce qui favorise les hausses de salaires ; de l'autre, l'économie britannique, très exposée aux répercussions de l'invasion de l'Ukraine, subit une forte pression sur les prix de l'énergie. Malgré une remontée de son taux directeur précoce, alimentée ensuite par plusieurs hausses successives, la Banque d'Angleterre peine à enrayer la dynamique des prix. Le gouvernement n'a d'autre solution que de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Déjà à l'œuvre, le ralentissement de l'économie risque de s'aggraver.

L'inflation se poursuit depuis le début de l'année (+9,1% a/a en mai), portée par une forte augmentation des prix des biens (+12% a/a en avril) et des services (+5% a/a en avril). Malgré les hausses successives du taux directeur décidées par le Comité de politique monétaire (MPC), l'inflation sous-jacente poursuit sa hausse à un rythme soutenu (+6,2% a/a). Du côté des prix de l'énergie, la dynamique est sidérante. En avril, les prix des composantes énergétiques de l'indice des prix à la consommation ont fortement augmenté : +113% pour les hydrocarbures, +95% et +54% pour ceux du gaz et de l'électricité.

Ces pressions inflationnistes frappent durement les ménages, dont la confiance en l'avenir s'effondre à des niveaux historiques. L'indice GfK recule à -40 points avec des anticipations très négatives sur les 12 prochains mois concernant la situation de l'économie (-56) et l'état de leurs finances (-25).

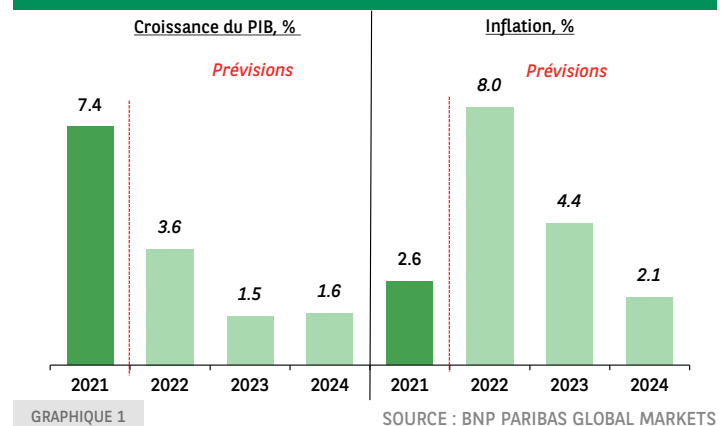
S'il n'a toujours pas retrouvé son niveau pré-pandémie, le marché du travail demeure pour autant résilient. Entre février et avril 2022, le taux d'emploi a continué d'augmenter pour s'établir à 75,6% mais il demeure inférieur de 0,9 point à son niveau d'avant-Covid. Porté par une dynamique salariale à la hausse, le taux d'activité augmente (79%), ce qui contribue à augmenter la quantité de main d'œuvre disponible. Le retour d'inactifs sur le marché du travail ne se traduit toutefois pas nécessairement par un retour à l'emploi. Le taux de chômage, bien qu'historiquement bas, repart ainsi à la hausse au mois d'avril (+0,1 point) par rapport à mars, mais reste très proche du plein emploi (3,8%).

Les tensions sur le marché du travail conduisent à une hausse significative des salaires nominaux. La croissance des salaires moyens (primes incluses) s'établit à 6,8% a/a, bénéficiant bien plus au secteur privé (+8%), notamment au secteur financier et des services aux entreprises (+10,6%), qu'au secteur public (+1,5%). Néanmoins, ce sont les versements de primes et de bonus, notamment dans le secteur de la finance et des services aux entreprises, qui permettent de rendre la croissance des salaires moyens réels positive (AWE) (+0,4%). Face à des dynamiques salariales encore trop timides et inégales selon les secteurs pour compenser la perte de pouvoir d'achat, le mécontentement social se fait sentir et les menaces de grèves se multiplient, notamment dans les secteurs des transports et de la santé.

Face à la montée de ces contestations, Rishi Sunak, le Chancelier de l'Échiquier, a décidé de soutenir le pouvoir d'achat des ménages avec la mise en place d'un plan de soutien de GBP 15 mds. Plus important et ciblé qu'anticipé, il devrait soutenir la consommation, ou du moins limiter sa contraction cet automne. Cette mesure vient également contrebalancer l'augmentation attendue de la pression fiscale à laquelle font face les ménages depuis février 2020 (augmentation des cotisations sociales en avril 2022 et nouvelle taxe pour financer les secteurs de la santé et de l'aide à la personne en avril 2023).

Dans un contexte aussi tendu économiquement que politiquement, les indicateurs négatifs sont nombreux. Alors que les mesures de soutien aux ménages ne devraient être en place cet automne, l'inflation continue de croître et le ralentissement de la croissance est déjà perceptible. La contraction de la croissance s'accroît depuis plusieurs mois (-0,3% en avril m/m contre -0,1% en mars m/m). Au mois de mai, le ralentissement

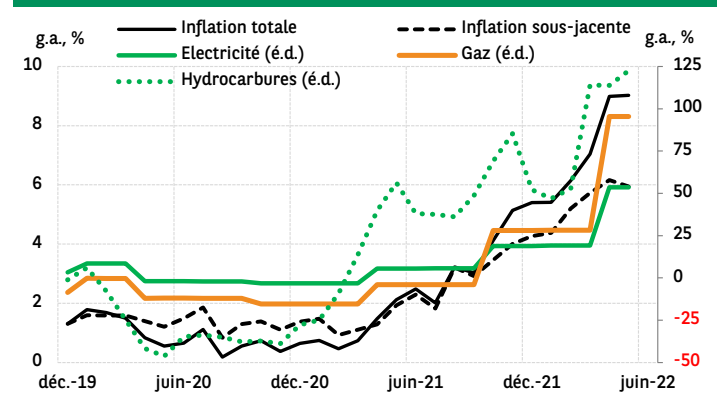
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

ROYAUME-UNI : HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, BNP PARIBAS

se confirme avec une contraction des ventes au détail (-4,7% a/a en mai). Du côté, des enquêtes de conjoncture (PMI Flash), les résultats ne sont pas bons non plus, l'indicateur PMI du secteur manufacturier est en baisse (53,4) et celui du secteur des services stagne à un faible niveau (53,4). La Banque d'Angleterre (BoE) poursuit donc son resserrement monétaire à un rythme jusqu'ici régulier et modéré de 25 points de base, mais sans réussir à ce stade à ralentir l'inflation. La nécessaire poursuite du resserrement monétaire ne devrait qu'affaiblir davantage la croissance avec le risque d'entraîner le Royaume-Uni dans une récession avant la fin de l'année.

Félix Berte felix.berte@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DANEMARK

15

SOVERAINETÉ INDUSTRIELLE : DU RÊVE A LA RÉALITÉ

Le Danemark se singularise par une reprise économique bien plus forte que dans les autres pays européens. L'économie danoise a ainsi retrouvé très vite son niveau d'avant-crise, et même dépassé sa trajectoire de croissance pré-pandémie. L'industrie est en pleine expansion grâce à son positionnement sur des segments de marché à haute valeur ajoutée. Pour autant, cette dynamique est menacée à court terme par les pressions inflationnistes dans un contexte de tensions sur le marché du travail. La Banque centrale n'a pas encore enclenché de mouvement en direction d'une normalisation de sa politique monétaire, mais elle prévoit un resserrement graduel et progressif à venir des conditions monétaires.

L'économie danoise a très fortement rebondi à la suite du choc pandémique. Le PIB danois évolue 6 % au-dessus de son niveau d'avant-crise (T4 2019) à la fin du 1^{er} trimestre 2022, et même 2,3 % au-dessus de la tendance du PIB observée avant la crise, ce qui en fait une exception en Europe. Ce dynamisme est porté par une industrie en pleine expansion. À l'heure où la réindustrialisation est au cœur du projet européen, le Danemark montre la voie avec une industrie qui regagne du terrain : en avril, la production manufacturière dépassait de 19,4% son niveau pré-Covid (cf. graphique 2). Cela s'explique par une industrie positionnée sur les produits à haute valeur ajoutée comme les produits pharmaceutiques, les machines d'équipement, ou encore les énergies renouvelables (i.e. fabrication d'éoliennes). Selon les prévisions de l'OCDE, la croissance du PIB devrait rester solide en 2022 (+3,0%) malgré le contexte géopolitique. Si le Danemark est autosuffisant d'un point de vue énergétique, l'activité serait ralentie par la demande mondiale moindre et la montée de l'inflation.

Au-delà du cycle, la dynamique de l'activité danoise s'inscrit dans un processus d'amélioration du potentiel de croissance à long terme. Portée par un investissement très dynamique (+12,2% au 1^{er} trimestre 2022 au-dessus de son niveau d'avant crise), notamment dans la rénovation de son parc immobilier et la digitalisation de l'économie, la nature de la croissance laisse penser que la productivité globale des facteurs pourrait en sortir renforcée.

L'économie danoise est toutefois menacée à court terme, comme de nombreux pays européens, par la montée de l'inflation qui a atteint +7,4% en mai sur un an, un plus haut depuis juin 1984, alimentée par la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Ces pressions inflationnistes pèsent sur le pouvoir d'achat des ménages dont le moral a très fortement décroché en mai pour atteindre son plus bas niveau historique (-22,4). Face à une inflation en pleine ascension, la Banque centrale du Danemark s'inscrit dans le sillage de la Banque centrale européenne en maintenant jusqu'ici ses taux inchangés (taux directeur à -0,6%), tout en durcissant progressivement son discours quant à la possibilité d'un resserrement monétaire courant 2022.

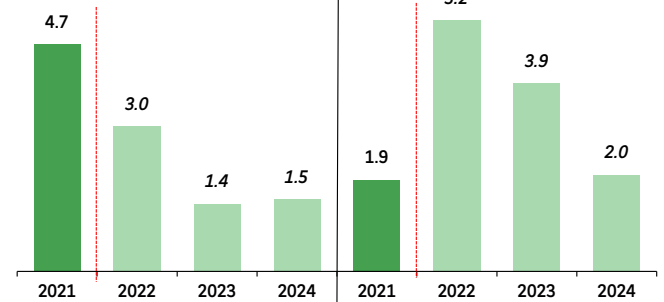
Par ailleurs, la situation sur le front de l'emploi continue de s'améliorer avec un taux de chômage à 4,3% en avril, proche de ses points bas historiques, et un taux de participation au marché du travail qui continue d'augmenter (80,1% au 1^{er} trimestre 2022). Le nombre d'emplois vacants évolue à son plus haut historique, signe que les pénuries de main-d'œuvre s'intensifient.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement a resserré la vis dès 2021 en dégagant un excédent à hauteur de 2,3% du PIB. La maîtrise des finances publiques devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années. Cela permettrait d'effacer les séquelles de la crise en ramenant le ratio de dette publique sur PIB à son niveau de 2019 (33,6%), après une augmentation de celui-ci de plus de 8 points en 2020 lors de la crise du Covid-19.

CROISSANCE ET INFLATION

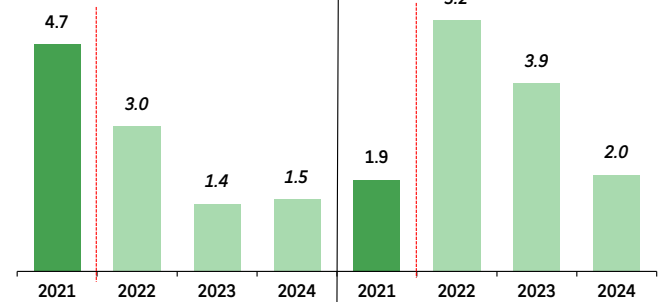
Croissance du PIB, %

Prévisions



Inflation, %

Prévisions

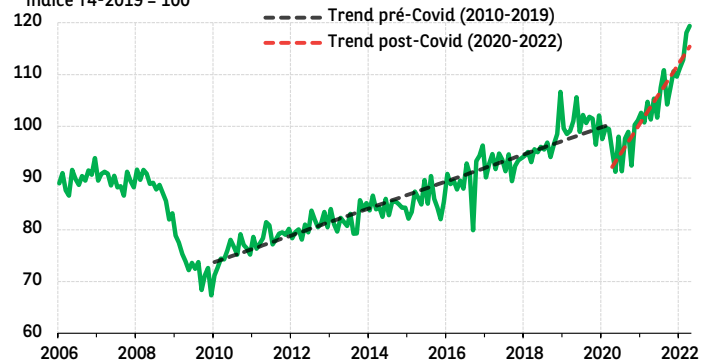


GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

DANEMARK : PRODUCTION INDUSTRIELLE

indice T4-2019 = 100



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

NORVÈGE

16

EN RÉPONSE À L'INFLATION, UN RESSERREMENT MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE COORDONNÉ

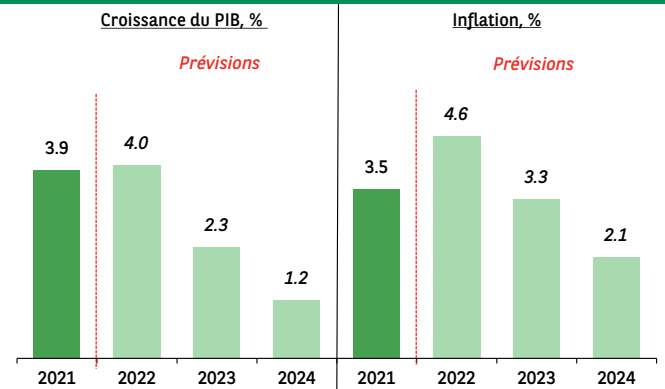
Après avoir été pénalisée par le variant Omicron, l'activité économique est repartie à la hausse dès le mois de février et devrait continuer de progresser, permettant à la croissance d'atteindre 4% en 2022. À son corps défendant, la Norvège est la grande gagnante de la guerre en Ukraine grâce à la hausse substantielle de ses rentes pétro-gazières qui devraient atteindre NOK 1 500 mds en 2022 (environ EUR 143 mds). Malgré une inflation plus modérée que dans les autres pays européens, la Banque centrale norvégienne s'est dite déterminée à resserrer autant que nécessaire les conditions monétaires pour casser la dynamique inflationniste. Pour ramener l'inflation à sa cible, la NorgesBank prévoit de relever, progressivement, son taux de dépôt jusqu'à 2,5% d'ici la fin 2023.

La Norvège a été sévèrement touchée par le variant Omicron en dépit des mesures sanitaires préventives mises en place fin 2021. L'activité a pâti de ces restrictions et le PIB *mainland* (hors activités pétrolières) a baissé de -1% (m/m) au mois de janvier avant de se redresser en février (+0,6% m/m), puis en mars (+1,2% m/m). Sur l'ensemble du 1^{er} trimestre 2022, le PIB a reculé de -0,6% t/t mais il reste bien supérieur à son niveau d'avant-crise (à hauteur de 2,7%). En tant que producteur d'énergie (8^e producteur mondial de gaz naturel, 15^e producteur mondial de pétrole), la Norvège est très peu dépendante de la Russie (moins de 8% de sa consommation d'énergie) et, par extension, elle est peu touchée, de ce point de vue, par le conflit russo-ukrainien. Le pays fait même figure, à son corps défendant, de grand gagnant de cette crise, car il bénéficie à la fois des hausses des prix de l'énergie et de nouvelles commandes de la part des pays souhaitant diversifier leurs approvisionnements. La banque Nordea estime que les revenus pétro-gaziers devraient atteindre presque NOK 1 500 mds en 2022 (soit environ EUR 143 mds).

Comparativement aux autres pays européens, la Norvège est bien moins touchée par la montée de l'inflation (+6,2% en mai 2022 sur un an, contre 8,1% en zone euro). Malgré une inflation plus modérée, le gouvernement a mis en place plusieurs mesures de soutien au pouvoir d'achat : subventions directes, réduction des taxes sur l'électricité, augmentation des allocations logement. Le coût total de ces mesures devrait frôler NOK 9 mds (soit EUR 860 mns). Le taux de chômage norvégien évolue, par ailleurs, à un niveau très bas (2,9% en mars 2022) et la hausse sensible du nombre d'emplois vacants (+41,4% a/a au T1) accroît le pouvoir de négociation des salariés. Les organisations syndicales et les dirigeants d'entreprises anticipent une hausse des salaires de 4% en 2022 d'après l'enquête trimestrielle de la Banque centrale du T2 2022 (NorgesBank). Grâce à une détérioration limitée du pouvoir d'achat, la consommation des ménages conserve une bonne dynamique (+0,6% m/m en avril), et dépasse très largement son niveau d'avant-crise (+4,8% par rapport à fin 2019).

Face aux pressions inflationnistes, la NorgesBank a été une des premières banques centrales à entamer une normalisation de sa politique monétaire. Alors que son taux directeur était à 0% jusqu'en septembre 2021, elle a depuis opéré trois hausses de 25 points de base (pb). Mais compte tenu de l'accélération plus rapide que prévu des prix, l'institut national de statistique (SSB) s'attend à une hausse inédite de 50 pb à la fin du mois de juin (plus forte hausse depuis une décennie). Pour être en ligne avec son objectif de stabilité des prix, soit une inflation sous-jacente proche de 2% à moyen terme, la Banque centrale a d'ores et déjà annoncé que son taux de dépôt devrait atteindre 2,5% à la fin 2023. Dans le même temps, le gouvernement a déclaré qu'il ferait aussi sa part du travail pour contenir l'inflation en limitant l'augmentation des dépenses publiques. Cela passera notamment par la suspension de plusieurs projets de construction. La Norvège se distingue ainsi par une coordination du levier monétaire et budgétaire (*policy mix*) tandis que la plupart des pays européens engagent encore des mesures de soutien.

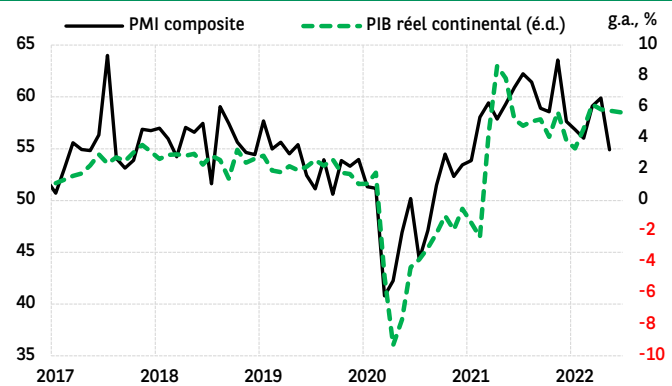
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

NORVÈGE : INDICATEURS D'ACTIVITÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NIMA/DNB MARKETS, STATISTIQUES DE NORVÈGE, BNP PARIBAS

Anthony Morlet-Lavidalie

anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

(avec la collaboration de Romane Surel, alternante)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

17

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022e	2023e	2024e	2021	2022e	2023e	2024e
États-Unis	5.7	2.6	1.9	1.7	4.7	7.5	3.9	2.4
Japon	1.7	1.4	1.1	0.6	-0.2	1.9	1.0	0.7
Royaume-Uni	7.4	3.6	1.5	1.6	2.6	8.0	4.4	2.1
Zone euro*	5.3	2.5	2.3	2.2	2.6	7.9	4.1	2.0
Allemagne	2.9	1.3	2.2	2.3	3.2	8.1	4.6	2.1
France	6.8	2.3	2.1	2.0	2.1	5.9	3.6	1.8
Italie	6.6	2.8	2.0	1.8	1.9	7.7	4.5	1.8
Espagne	5.1	4.1	2.5	2.2	3.0	8.0	3.6	1.7
Emergents								
Chine	8.1	3.7	5.7	5.0	0.9	2.3	3.4	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		17/06/2022	T3 2022e	T4 2022e	T2 2023e	T142023e
E-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50
	Treas. 10a	3.24	3.10	3.20	3.10	3.00
Z. euro	Taux de dépôt	-0.50	0.25	1.00	1.75	2.00
	Bund 10a	1.66	1.60	1.80	2.25	2.25
	OAT 10a	2.08	2.15	2.38	2.85	2.85
	BTP 10 ans	3.57	3.85	4.40	4.65	4.75
	BONO 10 ans	2.75	2.95	3.40	3.75	3.75
R-Uni	Taux BoE	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50
	Gilt 10a	2.46	2.30	2.50	2.65	2.50
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.24	0.25	0.25	0.45

Taux de change

Fin de période		17/06/2022	T3 2022e	T4 2022e	T2 2023e	T2 2023e
USD	EUR / USD	1.05	1.09	1.12	1.16	1.20
	USD / JPY	135	131	130	125	120
	GBP / USD	1.22	1.25	1.27	1.32	1.36
EUR	EUR / GBP	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	141	143	146	145	144

Brent

Fin de période		17/06/2022	T3 2022e	T4 2022e	T2 2023e	T2 2023e
Pétrole	USD/baril	113	120	122	125	125

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



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro - 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 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change