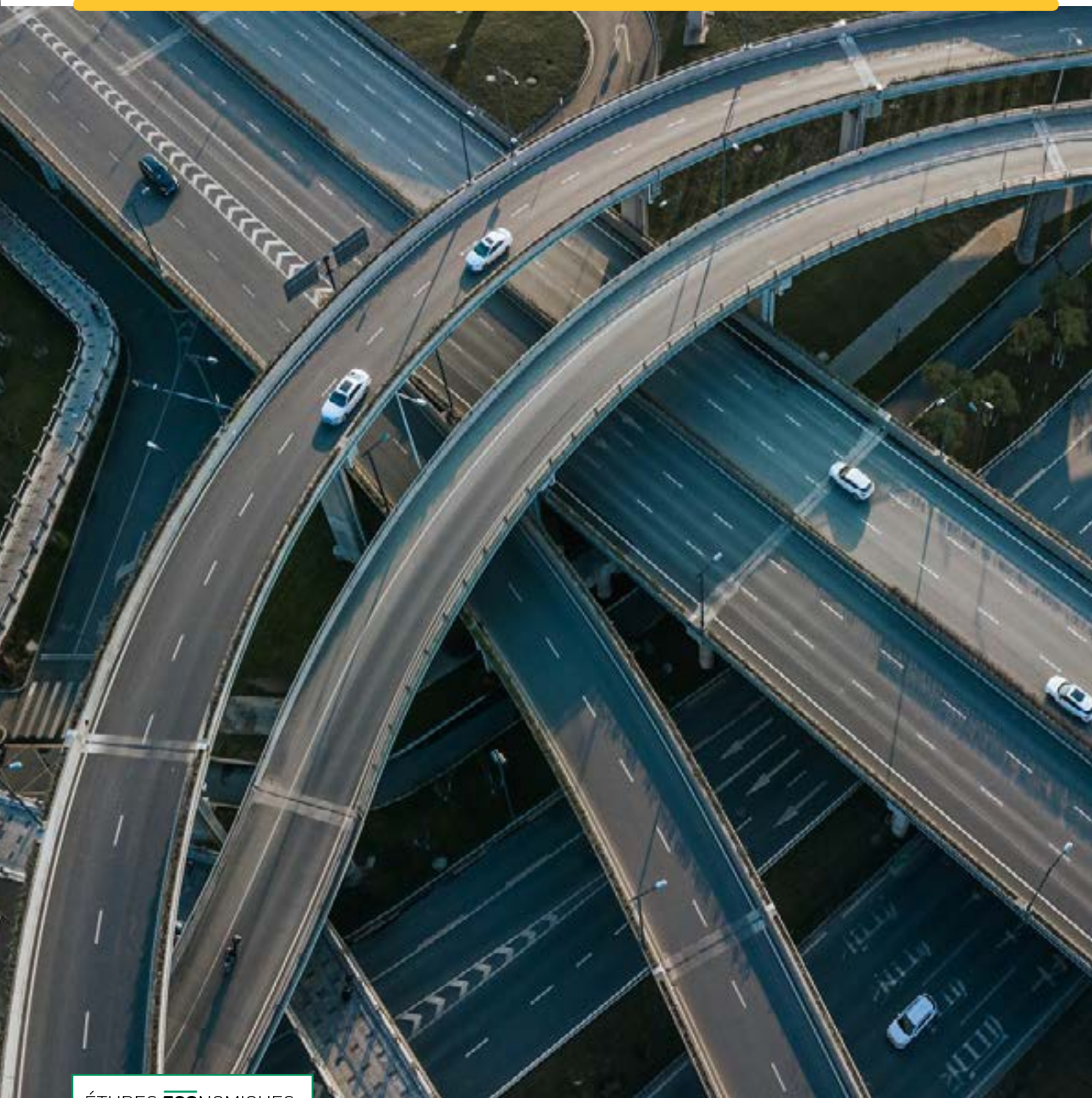


ECOPERSPECTIVES

2^e trimestre 2023



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3

À chaque objectif son outil ou comment concilier stabilité des prix et stabilité financière

Les banques centrales doivent-elles, au nom de la préservation de la stabilité financière, cesser de durcir leur politique monétaire, malgré une inflation toujours élevée ? Doivent-elles, au contraire, ne pas dévier de leur route et augmenter leurs taux directeurs jusqu'à être convaincues du reflux de l'inflation et de sa convergence vers l'objectif de 2%, au risque de déstabiliser la sphère financière ?

ÉTATS-UNIS

5

Tangage à l'atterrissage ?

CHINE

6

Récupération

JAPON

7

Banque du Japon :
du mouvement d'ici juin ?

ZONE EURO

8

La BCE maintient le cap

ALLEMAGNE

9

La croissance s'est affaiblie, mais l'emploi résiste

FRANCE

10

La croissance devrait rester affaiblie

ITALIE

11

La reprise reste soutenue

ESPAGNE

12

Face à la seconde vague d'inflation

BELGIQUE

13

La consommation privée pourrait parer la tempête à venir

ROYAUME-UNI

14

Récession retardée

PRÉVISIONS

15



À CHAQUE OBJECTIF SON OUTIL OU COMMENT CONCILIER STABILITÉ DES PRIX ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Les récentes difficultés rencontrées par quelques banques régionales américaines ont ravivé le débat sur un éventuel conflit entre la poursuite de la stabilité des prix et le maintien de la stabilité financière. Les banques centrales, et la Réserve fédérale en particulier, doivent-elles, au nom de la préservation de la stabilité financière, cesser de durcir leur politique monétaire, malgré une inflation toujours élevée ? Doivent-elles, au contraire, ne pas dévier de leur route et augmenter leurs taux directeurs jusqu'à être convaincues du reflux de l'inflation et de sa convergence vers l'objectif de 2%, au risque de déstabiliser la sphère financière ? Ne pas dévier, c'est le choix qu'ont fait la Fed et la BCE lors de leur réunion du mois de mars, arguant de la solidité globale des systèmes bancaires, du manque de visibilité sur les conséquences des récentes turbulences et de leur attention toujours importante portée au risque inflationniste. Ainsi, sauf ralentissement brutal de l'économie, la Fed comme la BCE n'en ont probablement pas encore terminé avec les hausses de taux.

Le cycle actuel de resserrement monétaire a été, à plusieurs égards, atypique. Les taux ont été relevés à un rythme inédit. À la réaction, initialement négative, des actifs risqués, comme les actions et les obligations d'entreprises (baisse des marchés boursiers et élargissement des spreads des obligations d'entreprises l'année dernière), a succédé un mode « *risk-on* » (appétit pour le risque), les marchés se basant sur l'hypothèse que le pic des taux, et en particulier des *Fed Funds*, n'était plus si éloigné.

Le cycle de hausse des taux se terminera-t-il aussi de manière atypique ? Les événements récents, qui ont affecté dans le courant du mois de mars quelques banques régionales américaines, ont soulevé la question de savoir si la Fed allait être contrainte, au nom de la stabilité financière, de mettre un terme à sa politique de resserrement monétaire, voire de l'inverser et d'abaisser ses taux, malgré la persistance d'une inflation élevée. En quelques jours à peine, les marchés ont, de fait, complètement réévalué à la baisse la trajectoire future des taux directeurs américains¹. Et le rendement des bons du Trésor américain à 2 ans, très sensible aux changements de perspective de politique monétaire, a fait preuve d'une volatilité extrême. Son repli enregistré le 13 mars dernier a été d'une ampleur inédite depuis le krach boursier d'octobre 1987.

LA DÉPENDANCE DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE À LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La question d'un éventuel conflit entre la poursuite de la stabilité des prix – ramener, dans les meilleurs délais, l'inflation vers la cible de 2% – et le maintien de la stabilité financière fait débat depuis de nombreuses années. L'argument en faveur d'un arbitrage repose sur le raisonnement suivant : une politique monétaire très accommodante – plusieurs années de taux à la borne zéro et d'assouplissement quantitatif – finit par créer des déséquilibres financiers (tels que des emprunts excessifs en vue de financer des projets, en particulier dans l'immobilier) et alimente un recours important à l'endettement conduisant à comprimer les primes de risque et à des niveaux de valorisation élevés sur les marchés financiers, rendant la sphère financière vulnérable à un changement de cap et à un durcissement de la politique monétaire.

En effet, lorsque celle-ci est restrictive, certains projets deviennent non rentables, les primes de risque augmentent, les valorisations boursières se dégonflent et les écarts de taux des obligations d'entreprises s'élargissent.

Cela ne conduit pas forcément à une crise financière – définie par une instabilité forte et une correction désordonnée des cours des actifs et des flux de crédit – d'autant que, dans une certaine mesure, le durcissement des conditions financières fait partie intégrante de la transmission monétaire. D'ailleurs, ce qui surprenait jusqu'à peu était, au contraire, la résilience des marchés financiers à la remontée « expéditive » des taux des *Fed funds*, source même d'un débat, début février, sur la perte d'efficacité de la politique monétaire du fait de l'assouplissement des conditions monétaires et financières².

Le contre-argument, qui défend l'idée qu'il n'y a pas de conflit, insiste sur le fait qu'un tel arbitrage soulèverait, en effet, le risque pour une banque centrale de perdre en crédibilité dans sa lutte contre l'inflation, alors même que le niveau de cette dernière reste très élevé et que la désinflation est lente. Sachant aussi qu'une telle perte de crédibilité est de nature, d'ailleurs, à faire remonter les taux, exacerbant, au lieu de les apaiser, les fragilités de certains établissements bancaires.

Les difficultés rencontrées en mars 2023 par certains établissements bancaires régionaux américains ont ravivé les craintes concernant la stabilité financière et ont poussé les pouvoirs publics à prendre rapidement des mesures d'endiguement³. Face à ces turbulences, la question s'est très rapidement posée de savoir si la Fed devait faire une pause dans son resserrement, afin de calmer le jeu. Devait-elle arbitrer en faveur de la stabilité financière au détriment de la stabilité des prix ?

UN OUTIL POUR CHAQUE OBJECTIF

Le débat a été tranché en mars, en faveur de la stabilité des prix. La Fed n'a pas dévié de sa route, mettant en avant la solidité globale du système bancaire, le niveau beaucoup trop élevé de l'inflation et le manque de visibilité sur les conséquences possibles des récentes turbulences. La semaine précédente, la BCE avait déjà remonté une nouvelle fois ses taux, insistant sur le fait que l'inflation dépassait largement la cible de la banque centrale et que, pour chaque objectif, il existe un outil spécifique pour l'atteindre (principe de séparation) : les hausses de taux pour la stabilité des prix, les dispositifs divers de liquidité et le TPI (*Transmission Protection Instrument*) pour la stabilité financière et la bonne transmission de la politique monétaire.

La stabilité des prix et la stabilité financière peuvent donc être préservées en même temps. Enfin, dans leur communication récente, les deux banques centrales ont intégré explicitement dans leur fonction de réaction les conditions macroéconomiques et financières dans leur évaluation de la trajectoire de l'inflation.

1 Le taux des fonds fédéraux anticipé par les marchés pour décembre prochain a, à un moment donné, reculé de 150 points de base à environ 4,0 % avant de rebondir.

2 William De Vilder, édito Ecoweek du 6 février 2023 :

3 La Fed a décidé de mettre à disposition des liquidités supplémentaires via la création d'un nouveau Programme de financement bancaire à terme (*Bank Term Funding Program* ou BTFP), les titres apportés en garantie étant valorisés au pair. Le département du Trésor a approuvé les mesures devant permettre à la FDIC de mener à bien les résolutions de Silicon Valley Bank et de Signature Bank de manière à garantir l'entière protection des déposants, qu'ils soient assurés ou non. Le 19 mars, la Fed a annoncé, conjointement avec la BCE, la Banque du Canada, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale suisse, l'augmentation de la fréquence (d'hebdomadaire à quotidienne) de ses opérations de *swap* de change en dollars.



VERS UNE ACCÉLÉRATION DE LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À L'ÉCONOMIE

On peut toutefois s'attendre à ce que les développements récents accélèrent la transmission de la politique monétaire. Les répercussions négatives sur les conditions de financement et d'accès au crédit, dont le durcissement est déjà engagé, devraient s'accroître, ce qui pèserait en retour sur la croissance et l'inflation. L'incertitude porte sur l'ampleur de ces effets négatifs. En considérant que ce durcissement supplémentaire fera une partie du travail des banques centrales, et qu'une certaine prudence s'impose dans un contexte plus instable et incertain, la Fed comme la BCE pourraient moins remonter leurs taux directeurs au cours de ce cycle. Mais, compte tenu de l'inflation encore très élevée et de la lenteur de la désinflation sous-jacente, sauf ralentissement brutal de l'économie, les banques centrales n'en ont probablement pas encore terminé avec les hausses de taux. La fin du cycle de resserrement s'est néanmoins soudainement rapprochée.

Nos nouvelles prévisions en date de la fin mars en prennent acte et situent désormais le point d'arrivée des taux directeurs plus tôt et 50 points de base (pb) plus bas qu'anticipé début mars : côté BCE, le taux de dépôt atteindrait 3,50% en juin après deux hausses supplémentaires attendues de 25 pb en mai et juin ; côté Fed, la fourchette du taux des *Fed funds* serait de 5,00-5,25% en juin après une ultime hausse de 25 pb en mai. Nous avons également révisé légèrement à la baisse nos prévisions de croissance et d'inflation aux États-Unis comme dans la zone euro (cf. tableau). L'année 2023 avait commencé sur une note plus positive qu'attendu mais depuis lors, l'incertitude et les risques baissiers sont remontés.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

CROISSANCE ET INFLATION

Variation en moyenne annuelle	Croissance		Inflation		Croissance				Inflation			
	2022		Nouveau scénario		Prévision début mars		Nouveau scénario		Prévision début mars			
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024		
États-Unis	2,1%	8,0%	1,4%	-0,1%	1,5%	0,0%	4,4%	2,6%	4,4%	2,6%		
Zone euro	3,5%	8,4%	0,7%	0,5%	0,7%	0,8%	5,3%	2,5%	5,2%	2,6%		

TABLEAU 1

SOURCE : BNP PARIBAS



ÉTATS-UNIS

5

TANGAGE À L'ATERRISSAGE ?

D'après l'estimation GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta, la croissance américaine resterait élevée au T1 2023 (3,2% en rythme trimestriel annualisé). Les nouvelles sur le front du marché du travail restent bonnes également. Tout irait pour le mieux si l'inflation ne perdurait pas également sur un rythme élevé, plaidant pour de nouvelles hausses de taux de la Fed, dont les effets ont récemment mis en difficulté certains modèles bancaires. Avant cela, nous nous attendions à ce que le resserrement des conditions d'accès au crédit entraîne l'économie en récession. Un durcissement supplémentaire pèserait plus nettement encore sur l'activité et, *in fine*, sur l'inflation. Au point que la Fed atteigne plus vite son taux terminal ? Nos nouvelles prévisions en date du 30 mars prennent acte de cette possibilité et situent désormais le point d'arrivée des *fed funds* à 5,25% (fourchette haute) en mai (au lieu de 5,75% en juillet précédemment).

Après le creux du S1 2022, la croissance s'est installée sur un rythme élevé au S2 (3% environ en rythme trimestriel annualisé au T3 comme au T4 2022), défilant ainsi le signal récessif de l'indicateur composite avancé du *Conference Board* (en baisse de 7% en glissement annualisé sur 6 mois en février 2023), et plus spécifiquement l'inversion importante de la courbe des taux (depuis juillet 2022 pour l'écart entre le taux à 10 ans et à 2 ans).

Il y a toutefois matière à relativiser la solidité de la croissance américaine au T4 2022. Un peu plus de la moitié s'explique, en effet, par la contribution positive des variations de stocks (après deux trimestres de contribution très négative). La consommation des ménages a perdu de l'allant et les exportations se sont repliées (les importations ayant baissé encore plus, la contribution du commerce extérieur est néanmoins positive).

Le point le plus négatif, et le maillon faible le mieux identifié, est le marché immobilier. L'investissement résidentiel baisse pour le septième trimestre d'affilée. C'est l'un des effets les plus visibles du resserrement monétaire en cours mais pas seulement. En effet, le repli remonte à la mi-2021 alors que la première hausse de taux de la Fed date de mars 2022. Lors de la crise des *subprime*, la chute de l'investissement résidentiel avait été plus importante encore (près de -60% entre le T4 2005 et le T2 2009), mais l'ampleur du recul sur les trois derniers trimestres n'en est pas moins spectaculaire (-5% t/t au T2, -8% au T3 et -7% au T4). Si on regarde le verre à moitié plein, la progression de l'investissement productif est restée soutenue au T4 (+0,8% t/t).

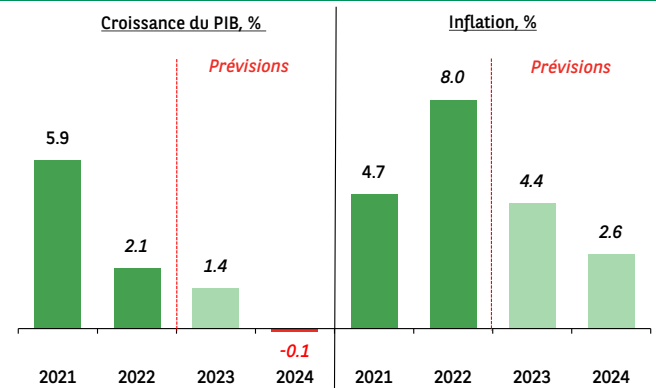
Sans apparaître comme un autre maillon faible, les ménages sont plus affectés par le choc inflationniste que les entreprises. Les premiers ont perdu en pouvoir d'achat tandis que les secondes ont globalement préservé leur taux de marge en 2022. En termes de taux d'endettement, le point notable est la réduction de celui des ménages qui atteint désormais le taux d'endettement des entreprises, à hauteur de 75% du PIB environ. En matière de confiance, l'analyse est rendue difficile par le grand écart, du côté des ménages, entre l'indicateur du *Conference Board* (au-dessus de son niveau 100 de référence) et l'enquête de l'Université du Michigan (très déprimée, même si elle s'est redressée depuis son creux historique de la mi-2022). Du côté des entreprises, un décalage existe également entre le secteur manufacturier, où le signal est négatif (indice ISM du climat des affaires environ 2 points sous le seuil des 50 de décembre 2022 à février 2023), et les services où le signal est très positif (indice ISM à 55 sur janvier et février).

La situation du marché du travail demeure rassurante, même si les créations d'emplois perdent progressivement en *momentum* et si le taux de chômage ne baisse plus depuis mars 2022 (sachant qu'à environ 3,5%, il est à un niveau historiquement bas).

Si l'endettement de la sphère privée non financière n'est pas, de prime abord, un sujet de préoccupation, le niveau très élevé du ratio de dette publique sur PIB retient plus l'attention (115%). En outre, le débat sur le relèvement du plafond de la dette pourrait susciter quelques épisodes de stress mais une résolution sera trouvée, quitte à ce que ce soit à la

1 Inflation Persistence: Dissecting the News in January PCE Data - Liberty Street Economics (newyorkfed.org), 9 mars 2023

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

dernière minute. Des premiers craquements, faisant craindre une crise plus large, sont apparus dans la sphère bancaire régionale avec les difficultés rencontrées par la Silicon Valley Bank (SVB). Au moment où nous écrivons, le risque semble contenu, des mesures d'endiguement ayant été rapidement prises. Mais il devrait s'ensuivre un durcissement, plus net que celui déjà engagé, des conditions d'accès au crédit, ce qui pèsera sur la croissance. Le risque baissier vient aussi de ce que l'inflation reste élevée et la désinflation lente, plaidant pour une poursuite des hausses de taux. La situation n'est pas hors de contrôle car l'inflation ne se généralise plus (tendance baissière du poids combiné des composantes dont l'inflation est supérieure à 2% en variation mensuelle annualisée). Mais elle a gagné en persistance, notamment au travers de la composante « logement »¹.

Avant le choc SVB, nous pensions que l'économie américaine se dirigeait vers une récession mais les signes de résistance nous avaient amenés à la décaler d'un trimestre. Le durcissement supplémentaire anticipé des conditions d'accès au crédit à la suite de l'épisode SVB accentue quelque peu la récession attendue, qui resterait toutefois courte (du T3 2023 au T1 2024) et d'ampleur limitée (baisse cumulée du PIB de -0,9%). En moyenne annuelle, la croissance s'élèverait à 1,4% en 2023. Plus optimistes pour cette année que le consensus de mars (à hauteur de 0,5 point environ), nous le sommes en revanche nettement moins pour 2024. Compte tenu de l'acquis de croissance négatif et des effets de la politique monétaire restrictive qui continueraient de se faire sentir, la croissance basculerait, légèrement, en territoire négatif cette année-là (contre un consensus à 0,9%).

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

6

RÉCUPÉRATION

L'activité économique en Chine a rebondi dès la fin janvier, tirée principalement par les services et la consommation des ménages. Dans l'immobilier et la construction, la crise s'est atténuée. Dans le secteur manufacturier, le redressement de la croissance est resté modéré, freiné par le recul de la production automobile et l'affaiblissement des exportations. Le regain de dynamisme de l'économie va se poursuivre à court terme. Cependant, les risques baissiers sur la croissance restent multiples et importants.

Après l'abandon de la politique zéro Covid début décembre, la levée de toutes les restrictions à la mobilité et la fin des perturbations causées par la flambée du nombre de contaminations en décembre-janvier, la croissance économique chinoise a rebondi depuis fin janvier. Le rebond a été principalement tiré par les services, alors que l'amélioration dans l'industrie s'est révélée plus modeste (Graphique 2).

L'activité dans le secteur des services et la consommation des ménages ont redémarré plus rapidement qu'anticipé. Après plusieurs mois de contraction, les volumes de ventes au détail ont augmenté d'environ +2% en g.a. en janvier-février – et ce, malgré le recul des ventes de voitures dû à la fin des incitations fiscales. L'inflation des prix à la consommation est restée faible (+1,6% en g.a. en janvier-février après +1,8% au T4 2022).

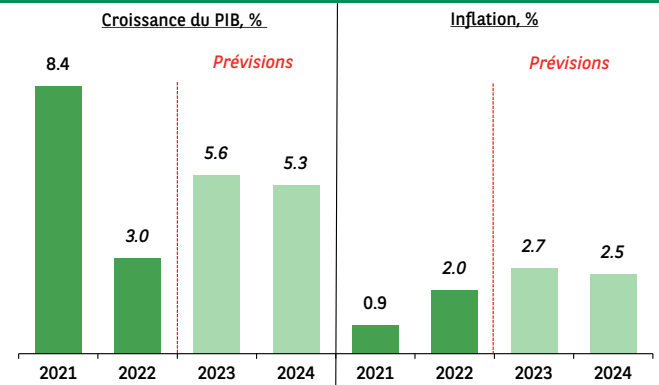
Dans les secteurs de la construction et l'immobilier, on observe une atténuation de la crise : les mises en chantiers, les ventes de logements et l'investissement immobilier ont tous continué de se contracter en janvier-février en glissement annuel, mais à des rythmes beaucoup plus faibles qu'au cours des mois précédents. De plus, le prix moyen des logements dans les 70 principales villes a très légèrement augmenté en février (+0,1% mois/mois) après 18 mois de baisse (la baisse totale a toutefois été limitée à 5,2% depuis juillet 2021).

Dans le secteur manufacturier, le redressement de l'activité et de l'investissement est resté modéré : la production totale de véhicules a fortement chuté (mais celle de véhicules à énergie nouvelle a continué d'augmenter vigoureusement), et les secteurs tournés vers l'export ont subi l'affaiblissement de la demande mondiale.

Dans ce contexte difficile mais plus rassurant, le Parlement chinois a tenu sa session annuelle début mars à Pékin. Le gouvernement y a notamment annoncé ses principaux objectifs macroéconomiques pour 2023. La cible de croissance a été établie à « environ 5% », ce qui témoigne du réalisme prudent des autorités. En effet, le taux de 5% devrait être facilement atteint grâce à l'élan donné par les effets de rattrapage post-Covid et le rebond de la demande privée et de l'offre de services. En même temps, en fixant un objectif de croissance peu ambitieux pour 2023, les autorités, d'une part, tablent sur un soutien modéré des politiques budgétaire et monétaire et, d'autre part, reconnaissent l'existence de risques baissiers élevés.

Ces risques sont d'abord liés à la situation du secteur immobilier : les mesures de soutien du gouvernement et la levée des restrictions sanitaires devraient permettre de mettre fin à l'effondrement de l'activité. Néanmoins, les ventes de logements et le démarrage de nouveaux chantiers devraient rester freinés par la confiance toujours dégradée des acheteurs potentiels, les difficultés financières persistantes d'un grand nombre de promoteurs et la lenteur des restructurations de dette. Ensuite, la fragilité des finances des collectivités locales, qui augmente les risques dans le secteur financier, impose des efforts de consolidation budgétaire et contraint leur recours à l'endettement, devrait peser sur l'investissement public. Des risques baissiers sur la croissance proviennent également de l'environnement international, peu porteur, ce qui assombrit les perspectives d'exportation, de production et d'investissement dans le secteur manufacturier.

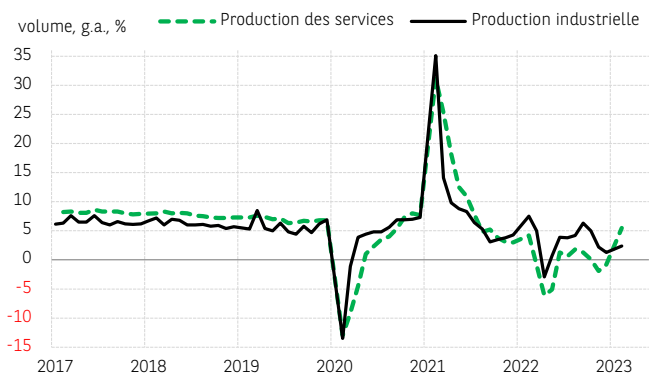
CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

CHINE : RÉCUPÉRATION POST-COVID



GRAPHIQUE 2

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les incertitudes persistent également au sujet du marché du travail : son redressement pourrait être limité, notamment si le rebond de l'activité dans l'industrie reste modéré, ce qui continuerait de peser sur le sentiment et les revenus des ménages. Le taux de chômage urbain a d'ailleurs légèrement ré-augmenté en février 2023, atteignant 5,6% en moyenne dans le pays et 18,1% chez les 16-24 ans (contre respectivement 5,2% et 11,9% en 2019).

À ces facteurs baissiers à court terme s'ajoutent les facteurs structurels du ralentissement de la croissance, en particulier les dynamiques démographiques et le ralentissement de la productivité. Enfin, la confiance et la demande du secteur privé pourraient rester affectées par les risques réglementaires internes (manque de visibilité, contrôle renforcé de l'État et du Parti communiste) et les tensions géopolitiques.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

BANQUE DU JAPON : DU MOUVEMENT D'ICI JUIN ?

Face à une inflation inquiétante, le nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), Kazuo Ueda, n'aura aucun répit. Si l'augmentation des prix devrait décélérer au premier trimestre 2023 grâce aux subventions gouvernementales sur l'énergie, l'inflation sous-jacente a poursuivi sa hausse cet hiver. La dynamique des prix complique la capacité de la BoJ à maintenir inchangée sa politique de contrôle des taux d'intérêt, même si les rendements obligataires se sont retranchés à la suite de l'épisode de faillites bancaires aux États-Unis. L'économie japonaise a stagné au dernier trimestre 2022, certes soutenue par le commerce extérieur et par la consommation privée, mais freinée par l'investissement public et privé. Nous prévoyons un maintien de la croissance en 2023 (1,2%) sur un rythme similaire à celui de 2022 (1,1%), avant une croissance plus molle en 2024 (0,8%).

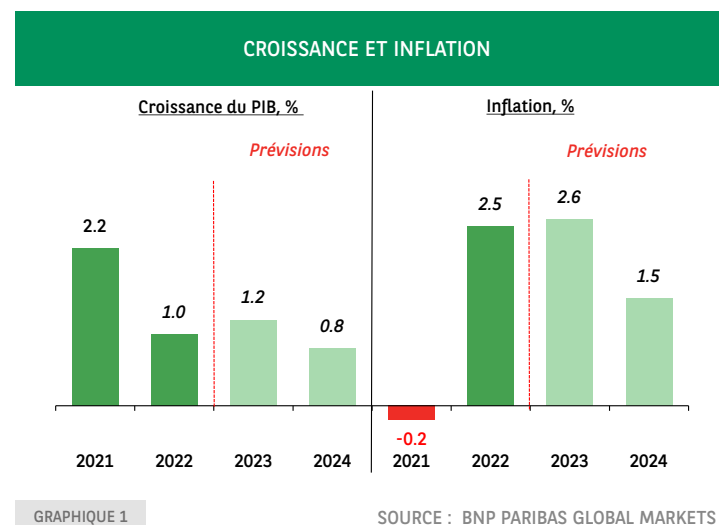
L'inflation a baissé en février (3,3% a/a) notamment grâce aux subventions sur l'énergie mises en place par le gouvernement. Néanmoins, l'inflation pourrait se révéler plus persistante que prévu en 2023 et rendre moins tenable la politique monétaire actuelle de la BoJ. Premièrement, l'inflation sous-jacente (hors aliments frais et énergie) continue sa progression (3,6% a/a en février après 3,3% en janvier). Deuxièmement, l'inflation s'est nettement généralisée au cours du dernier trimestre 2022 et l'indice de diffusion de l'inflation de la BoJ s'établissait à 69,3 points en février, proche du record à 69,5 de décembre. Enfin, l'inflation des services progresse également plus rapidement (1,3% a/a en février contre 0,8% en décembre). Ces éléments, combinés aux hausses de salaires importantes à venir, devraient maintenir l'inflation proche des 3% en 2023, un retour vers la cible des 2% n'étant pas attendu avant 2024.

Le nouveau gouverneur de la BoJ, Kazuo Ueda, se trouve donc sous pression au moment de prendre son poste en avril. Si la politique monétaire devrait rester accommodante, nous prévoyons que le plafond du corridor de contrôle de la courbe des taux japonaise sera réhaussé à 1% (maturité à 10 ans) dans les prochains mois (0,5% aujourd'hui).

UNE REPRISE QUI TOMBE À PLAT

La réouverture aux touristes de l'économie japonaise a permis le retour de ces derniers, bien que le nombre d'arrivées de visiteurs étrangers en janvier soit resté inférieur de près de moitié (44%) à son niveau de 2019. Cela a néanmoins permis au secteur des services de rebondir et de soutenir pour plus d'un quart la croissance de la consommation au quatrième trimestre 2022. Par ailleurs, le potentiel de rattrapage reste important : les dépenses des non-résidents au Japon s'établissaient à la fin de l'année 2022 à un tiers de leur niveau pré-pandémique, et cela devrait rester un facteur de soutien à l'économie en 2023. De son côté, et malgré un revenu du travail qui recule en termes réels depuis maintenant près de deux ans, la consommation des ménages a dépassé pour la première fois, au quatrième trimestre 2022, son niveau pré-pandémique.

Le marché du travail s'est resserré au dernier trimestre 2022 et devrait rester tendu en 2023. Le taux de chômage est proche de son niveau pré-pandémique historiquement faible, à 2,6% en février. Les nouvelles offres d'emploi atteignent également leur niveau de février 2020. Les tensions sur le marché du travail, de même que celles persistantes sur les prix à la consommation, pousseraient à la hausse les salaires. Selon le ministère du Travail, les salaires nominaux de base ont progressé de 0,8% a/a en janvier 2023, en baisse par rapport aux chiffres de la fin d'année 2022 (+1,6% a/a en décembre). Cette tendance devrait s'accroître à la suite des négociations salariales annuelles (Shunto), dont les accords finaux devraient intervenir en avril.



Le premier ministre Fumio Kishida milite en faveur de hausses de salaires de l'ordre de 3%, plus faibles que celles de 5% demandées par le syndicat Rengo (syndicat des ouvriers japonais). Nous prévoyons, pour notre part, un consensus à hauteur de 3,6%. Une telle augmentation salariale compenserait tout juste les effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat.

L'impact de l'allègement de la politique chinoise « zéro-covid » sur l'économie japonaise reste pour le moment modéré, mais des effets plus notables devraient se faire sentir d'ici le deuxième trimestre 2023. La production industrielle japonaise, très corrélée aux exportations vers la Chine, et donc à la conjoncture chinoise, s'est redressée de 4,5% a/a en février après s'être contractée en janvier (-6,4% a/a) mais reste inférieure de 7,4% à son niveau du 3^e trimestre 2019. La production d'automobiles, grande contributrice aux exportations japonaises, enregistrait, quant à elle, un déficit de 11,2% en février par rapport à son niveau pré-pandémique. Les exportations vers la Chine, qui avaient chuté en décembre et janvier, devraient poursuivre le rebond entamé en février (+20% m/m).

Guillaume Derrien (avec l'aide de Louis Morillon, stagiaire)

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

ZONE EURO

8

LA BCE MAINTIENT LE CAP

Si le pic de l'inflation en zone euro a probablement été atteint en octobre dernier, le processus de désinflation s'annonce lent, et un retour à la cible de 2% n'est pas attendu avant 2025. Les dernières projections macroéconomiques de la Banque centrale européenne (BCE) abondent dans ce sens. La seconde vague d'inflation est très soutenue – l'IPCH hors énergie progresse de 7,9% a/a en mars – alors même que de nouvelles hausses de prix dans l'alimentation sont à craindre au cours des prochains mois. Malgré cela, l'activité économique au sein de l'Union monétaire résiste mieux qu'attendu face au double choc, inflationniste et sur les taux d'intérêt. Le scénario d'une récession en 2023 est actuellement écarté, mais la croissance reste sur un fil. Le taux de chômage se maintient à un plus bas historique, alimentant des pénuries de main d'œuvre et des hausses plus rapides de salaires.

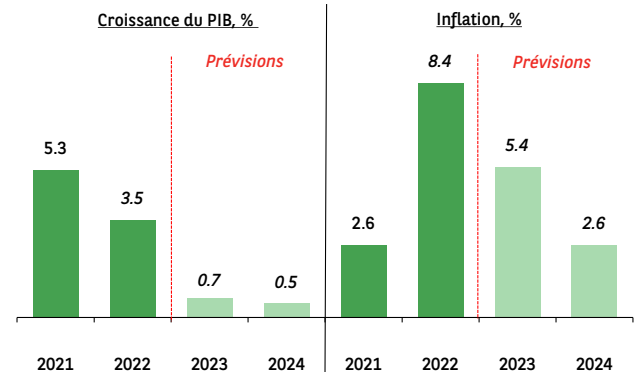
En zone euro, les salaires négociés (conventions collectives) ont accélééré au cours de l'année dernière, pour s'établir à 2,9% en glissement annuel au quatrième trimestre 2022. Le coût du travail, qui intègre d'autres charges que les salaires bruts (cotisations sociales employeur, frais de formation et de recrutement, primes), a enregistré une hausse plus rapide, à hauteur de 5,7% en g.a. au dernier trimestre 2022.

Les tensions sur le marché du travail s'exercent certes à des degrés différents selon les pays, mais les pénuries de recrutement à l'échelle de la zone euro restent importantes, dans un contexte où le taux de chômage se maintient à un niveau historiquement bas depuis la création de l'Union monétaire, à 6,7% en février. L'enquête trimestrielle de la Commission européenne souligne bien que les freins à l'activité des entreprises sont essentiellement liés aux problèmes de recrutement et d'équipements. Cependant, et comme indiqué dans cette même enquête, le durcissement des conditions financières et le ralentissement de la demande constituent des obstacles de plus en plus importants qui devraient s'accroître au cours de l'année.

À l'issue de sa réunion du 16 mars, la BCE a relevé de 50 points de base le taux de dépôt, à 3,0% (le taux de refinancement est relevé d'autant, à 3,5%). Nous prévoyons toutefois de nouvelles hausses et un taux de dépôt terminal à 3,5% (taux de refinancement à 4,0%) qui serait atteint en juin. Dans ses dernières projections macroéconomiques (mars 2023), la BCE a abaissé sa prévision d'inflation pour les trois prochaines années (2023-2025), mentionnant la chute plus importante que prévu des prix de l'énergie. En revanche, elle a rehaussé sa prévision d'inflation hors énergie pour 2023, de 5,3% à 5,8%. Ce changement notable traduit, en filigrane, le manque de visibilité sur l'évolution à court terme des prix dans l'alimentation. Les gouvernements nationaux, dans leur ensemble, peinent toujours à les juguler, même si un panel de mesures est progressivement mis en place (« trimestre anti-inflation » en France, suppression de la TVA en Espagne).

La croissance de l'activité reste sur un fil, et une contraction au T1 2023 n'est pas à exclure. Toutefois, les données d'enquête se sont renforcées au cours du premier trimestre 2023, suggérant que si contraction il y avait, elle sera limitée. L'indice PMI composite, en zone de contraction depuis juillet 2022, est repassé au-dessus de ce seuil en début d'année (54,1 en mars), porté par les services (55,6), tandis que l'activité du secteur manufacturier reste détériorée (47,1). La réouverture de l'économie chinoise ainsi que le désengorgement des chaînes de production mondiale n'ont pas encore offert un réel sursaut d'activité aux industriels européens. Ces derniers pâtissent d'une consommation domestique qui, sans flancher, reste peu dynamique, freinée par la baisse du pouvoir d'achat des ménages. En volume, la consommation privée en zone euro (comptabilité nationale) s'est même repliée au dernier trimestre 2022 (-0,9% t/t), restant autour de 1% en dessous de son niveau d'avant-Covid.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

PACTE BUDGÉTAIRE EUROPÉEN : À LA RELANCE

Au-delà des inquiétudes à court terme sur les effets du resserrement monétaire, la Commission européenne entend réactiver, en 2024, les règles du pacte de stabilité et de croissance qui ont été gelées durant la crise sanitaire, et à nouveau suspendues à la suite de la guerre en Ukraine et du choc énergétique. Les deux grands critères de convergence limitent les déficits publics des pays de la zone euro à 3% du PIB et la dette des États membres à 60% du PIB. Ce cadre sera toutefois assoupli pour faire face aux nouvelles réalités économiques, et notamment à l'endettement public en zone euro qui est en hausse de près de 25 points de PIB par rapport à son niveau antérieur à la crise financière de 2008. De plus, les États membres auront des besoins considérables en investissement pour réaliser la transition verte et numérique, besoins désormais accrus par la nécessité de renforcer le secteur énergétique et la défense. Les ministres des Finances de l'Eurogroupe se sont entendus le 14 mars dernier sur les grandes lignes de ce nouveau pacte européen qui devront encore être affinées et approuvées par les chefs d'État. Un accord pourrait intervenir dans le courant du printemps.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

9

LA CROISSANCE S'EST AFFAIBLIE, MAIS L'EMPLOI RÉSISTE

L'Allemagne est le pays d'Europe de l'Ouest où la croissance du PIB a été la plus négative au 4^e trimestre 2022 (-0,4% t/t). De plus, les indicateurs conjoncturels, bien qu'ils s'améliorent, sont restés relativement dégradés au début de l'année 2023. Une nouvelle contraction du PIB au 1^{er} trimestre 2023 reste donc notre scénario central. Toutefois, des signaux plus favorables (pic d'inflation dépassé, réouverture de la Chine, réduction des tensions sur les approvisionnements dans l'automobile) pourraient engendrer un retour de la croissance à partir du 2^e trimestre. Cela transparait déjà dans la confiance des ménages, même si la faiblesse de la croissance en zone euro, depuis le 4^e trimestre 2022, pourrait limiter l'intensité de cette reprise.

L'Allemagne a enregistré une baisse de son PIB au 4^e trimestre 2022 (-0,4% t/t), en ligne avec les enquêtes de conjoncture. Cela n'avait pas été le cas au T3, où la croissance du PIB avait été positive malgré des enquêtes dégradées (climat des affaires, confiance des ménages) : un chiffre favorable qui a donc engendré un contrecoup ensuite.

Après trois trimestres de progression continue (malgré une détérioration de la confiance des ménages), la consommation privée s'est repliée au 4^e (-1% t/t), sous le poids de la nette accélération de l'inflation (jusqu'à 11,6% a/a en octobre 2022). L'investissement en machines et équipements a aussi joué à la baisse (-3,6% t/t), après un très bon chiffre au 3^e trimestre (+5,4% t/t). En glissement annuel (a/a), cet investissement a cependant continué de progresser au 4^e trimestre de 4,5%. Une diminution plus structurelle semble concerner l'investissement dans la construction (-2,9% t/t au 4^e trimestre et -6,8% par rapport au T1 2022), qui apparaît affecté par la remontée des taux d'intérêt.

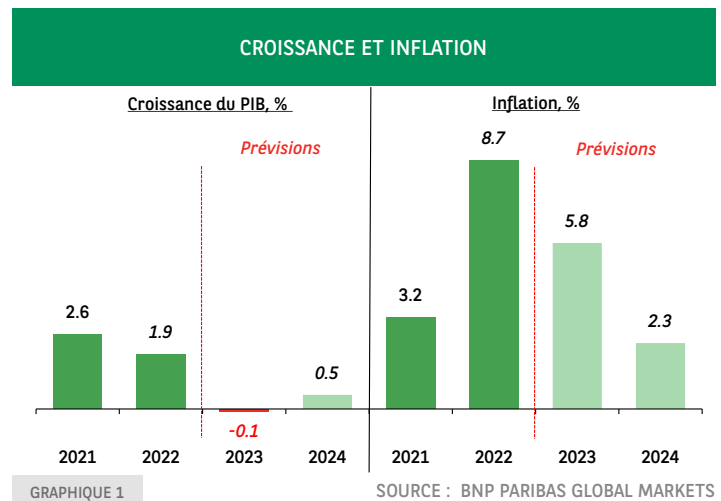
La proportion d'entreprises qui indiquent, dans l'enquête de la Commission européenne sur le climat des affaires, que des tensions sur la demande limitent leur production a augmenté : 16% des entreprises de l'industrie manufacturière au 1^{er} trimestre 2023 (contre 11% il y a un an), ce qui souligne l'affaiblissement de la conjoncture allemande. Toutefois, les tensions sur la main d'œuvre limitent la production pour une proportion d'entreprises inchangée dans l'industrie (29%, comme il y a un an) et pour une part accrue dans les services (30% contre 26% il y a un an). Ces tensions continuent d'alimenter des créations d'emplois importantes (457 000 en 2022, dont 112 000 au 4^e trimestre), maintenant le marché du travail sous tension et soutenant en parallèle le revenu des ménages. Cette bonne dynamique a perduré au mois de janvier (64 000 créations d'emplois).

Les difficultés d'approvisionnement limitent toujours la production pour 47% des entreprises interrogées, contre 76% il y a un an. Le relâchement partiel de ces freins a permis aux entreprises allemandes de reconstituer leurs stocks : le solde d'opinion correspondant à l'évaluation de leur stocks de produits finis a atteint 7,9 points dans l'industrie en février (enquête de la Commission européenne) contre -13,8 un an auparavant, et 7,5 en moyenne historique. La contribution positive des variations de stocks au 4^e trimestre 2022 (0,4 point) a donc limité l'impact négatif de la contraction de la demande sur la croissance.

ET SI LA REPRISE ALLEMANDE VENAIT... D'ALLEMAGNE ?

Par le passé, notamment en 2010, le redémarrage de la croissance a été largement tiré par les exportations. La situation sera-t-elle différente cette fois-ci ? Certes, l'Allemagne présente la double caractéristique d'avoir connu, dans l'enquête de S&P sur les perspectives d'activité (*Business outlook*), la plus nette amélioration au niveau mondial entre octobre 2022 et février 2023 (de près de 25 points), mais d'afficher encore un niveau parmi les plus dégradés (seule la France présente des perspectives inférieures). Deux éléments, auxquels l'Allemagne est fortement exposée, expliquent l'amélioration : le secteur

1 L'Allemagne est le pays d'Europe de l'Ouest où la croissance du PIB a été la plus négative au 4^e trimestre 2022 (-0,4% t/t). De plus, les indicateurs conjoncturels, bien qu'ils s'améliorent, sont restés relativement dégradés au début de l'année 2023. Une nouvelle contraction du PIB au 1^{er} trimestre 2023 reste donc notre scénario central. Toutefois, des signaux plus favorables (pic d'inflation dépassé, réouverture de la Chine, réduction des tensions sur les approvisionnements dans l'automobile) pourraient engendrer un retour de la croissance à partir du 2^e trimestre. Cela transparait déjà dans la confiance des ménages, même si la faiblesse de la croissance en zone euro, depuis le 4^e trimestre 2022, pourrait limiter l'intensité de cette reprise.



de l'automobile (moindres difficultés d'approvisionnement) et la Chine (réouverture de l'économie avec la fin de la stratégie zéro-Covid). Ces facteurs de soutien pour la conjoncture allemande restent néanmoins modérés : les nouvelles immatriculations progressent de 14% a/a sur les trois derniers mois à fin février 2023 mais restent inférieures de 9% par rapport à l'avant-Covid.

Des éléments plus négatifs, comme la conjoncture en zone euro, pourraient *contrairement* freiner cette reprise. Il en ressort que la croissance anticipée du 2^e au 4^e trimestre ne devrait pas effacer l'acquis de croissance négatif à la sortie du 1^{er} trimestre, pour une prévision de croissance annuelle de -0,1%.

Toutefois, une croissance supérieure reste envisageable, portée par la consommation des ménages : un paradoxe car ce poste de la demande n'a, à aucun moment, retrouvé son niveau pré-Covid, et son poids dans le PIB allemand a structurellement diminué par rapport au début des années 2000, de près de 5 points, plus qu'aucun autre poste de demande. Pour autant, la désinflation qui a débuté après le pic d'octobre 2022 (11,6% a/a) et la situation moins dégradée qu'anticipé (absence de tension sur l'offre d'énergie cet hiver) ont engendré un rebond de la confiance des ménages, plus prononcé pour le moment dans sa composante anticipations. Or, c'est un élément caractéristique d'une situation de reprise économique¹. Une telle reprise pourrait se fonder sur une dynamique plus favorable du pouvoir d'achat, avec une inflation moindre, tandis que les revenus seraient soutenus par un marché du travail toujours tendu, ainsi que par la redistribution de profits élevés au bénéfice des salariés.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CROISSANCE DEVRAIT RESTER AFFAIBLIE

L'automne et l'hiver se sont mieux passés qu'initialement craint sur le plan énergétique. Cela a permis d'éviter une croissance négative au 4^e trimestre 2022 (+0,1% t/t) et de faire naître un relatif optimisme, que traduit la remontée de l'indicateur du climat des affaires de l'Insee de décembre à février. Si un acquis de croissance plus favorable conduit naturellement à rehausser notre prévision de croissance pour 2023, celle-ci reste toutefois basse et témoigne de détériorations durables d'une partie de la demande, notamment l'investissement des ménages. De plus, si l'inflation devrait refluer, elle reste soutenue par les prix alimentaires avec un impact négatif sur la consommation des ménages.

La conjoncture française peut s'apprécier au regard de trois éléments. Tout d'abord, une surprise positive avec une contraction évitée (de peu) au 4^e trimestre 2022, le risque que des pénuries d'énergie affectent la croissance ne s'étant pas matérialisé. Cela pourrait laisser penser, à tort, que les fondamentaux de l'économie française sont plus solides qu'ils ne le sont réellement. Le deuxième élément a trait aux autres chocs dont les effets continuent de se diffuser à l'économie et qui affaiblissent ses fondamentaux. L'inflation ne devrait certes plus augmenter, mais les hausses de prix s'accumulent : notre anticipation d'une inflation à 5,9% a/a en moyenne en 2023 fait suite à un chiffre de 5,9% en 2022, ce qui ne manque pas d'affecter la consommation des ménages (-1,2% t/t au 4^e trimestre). En outre, la hausse des taux d'intérêt produit déjà des effets sur l'investissement des ménages, dont la contraction a été importante au 2^e semestre 2022, et devrait se poursuivre. Enfin, un troisième élément concerne la levée progressive des freins à la croissance, qui pourrait permettre d'éviter la récession. Il s'agit notamment de l'atténuation des pénuries de semi-conducteurs et de la réouverture de l'économie chinoise, qui devrait soutenir à terme l'aéronautique, le tourisme et le luxe.

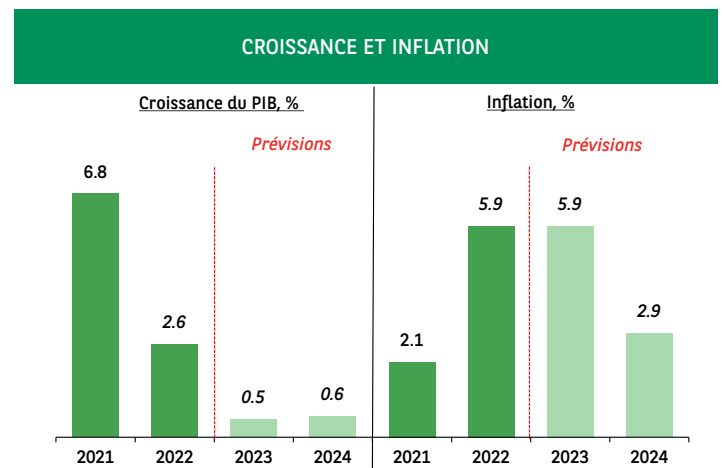
2022 : DES SOUTIENS À LA CROISSANCE ENCORE NOMBREUX

L'année 2022 a vu nombre d'éléments de rattrapage post-Covid soutenir la croissance, qui devraient être moins actifs en 2023. La production de services a rebondi pour combler l'écart avec sa tendance pré-Covid, soutenue par le retour à la normale de l'activité dans le tourisme et l'hébergement-restauration. Le marché du travail a également comblé son retard. L'emploi a ainsi retrouvé le niveau qui aurait résulté de la tendance pré-Covid, permettant au taux de chômage d'approcher de nouveau le seuil des 7% atteint pour la dernière fois en 2008. Les entreprises ont pu reconstituer leurs stocks, ce qui s'est traduit par une contribution de 0,6 point de pourcentage (pp) des variations de stocks à la croissance en 2022. Les entreprises ont également augmenté leur investissement (contribution de 0,5 pp à la croissance), bénéficiant d'un début de desserrement des contraintes d'offre, notamment dans l'automobile, au 2nd semestre.

Les chiffres de la croissance ne traduisent pas tout à fait ce dynamisme de l'économie, la hausse des importations d'énergie ayant permis d'éviter des pénuries malgré une production d'électricité qui a diminué de 20% a/a au 2nd semestre. Des stocks de gaz plus élevés et les importations additionnelles d'électricité ont participé pour près de la moitié à la contribution négative de 0,8 pp du commerce extérieur à la croissance en 2022 : au lieu de 2,6%, cette dernière aurait donc atteint 3% sans cette évolution atypique en matière d'énergie¹.

2023 : PERTE DE DYNAMISME FRANCHE, SANS RÉCESSION

S'il est fréquent d'entendre « quand le bâtiment va, tout va », l'inverse est également souvent vrai. Or, un retournement a bien lieu. Selon l'Insee, alors que 12% des ménages déclaraient en janvier 2022 (un record) envisager l'achat d'un logement dans les 2 ans, ils n'étaient plus que 8% en mars 2023. C'est un niveau encore supérieur au plus



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

bas (5%) atteint pour la dernière fois en novembre 2014. Néanmoins, la baisse est franche et elle se traduit par une contraction de l'investissement des ménages de 1,2%, entre le 1^{er} et le 2nd semestre 2022, et l'anticipation d'une baisse de 2,5% en 2023. La hausse des taux d'intérêt, qui devrait se poursuivre, joue un rôle dans cette évolution. Il convient de noter toutefois que d'autres secteurs du bâtiment continuent de bénéficier de dynamiques plus positives, comme la construction neuve hors logement et, singulièrement, l'entretien et la rénovation des bâtiments.

La contraction que connaît le logement neuf ne résume cependant pas à elle seule la conjoncture française. Les contraintes d'offre restent prédominantes dans l'économie. Si la baisse de la demande devrait à terme réduire ces tensions, elle reste relative à ce jour. Certes, les carnets de commande dans l'industrie manufacturière se sont réduits, de 7,3 mois en février 2022 à 6 mois un an plus tard selon nos estimations (un étiage proche de leur niveau moyen entre 1990 et aujourd'hui). Mais la réduction des contraintes d'approvisionnement et le retour de débouchés (Chine) devraient bénéficier au secteur des matériels de transport, le dernier dont l'activité reste nettement inférieure à l'avant-Covid.

De plus, l'augmentation des salaires, plus forte en 2023 qu'en 2022, devrait soutenir la croissance. En complément, le soutien au pouvoir d'achat du bouclier tarifaire sur l'énergie devrait permettre de stabiliser la consommation des ménages autour du niveau atteint au 4^e trimestre 2022, et donc d'éviter une baisse additionnelle. Cet élément stabilisateur est de nature à éviter *in fine* une récession.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

¹ Voir Stéphane Colliac, « Commerce extérieur français : le poids d'une triple détérioration », EcoFlash, BNP Paribas, mars 2023.

LA REPRISE RESTE SOUTENUE

Au T4 2022, le PIB de l'Italie a légèrement diminué sur une base trimestrielle. La demande intérieure et l'évolution des stocks ont respectivement soustrait 0,4 et 1,1 point de pourcentage (pp) à la croissance, tandis que le commerce extérieur l'a soutenu à hauteur de près de 1,5 pp. La contraction du PIB au T4 reflète surtout l'affaiblissement des services, après un rebond marqué au cours des six trimestres précédents. Malgré cette baisse, la valeur ajoutée des services reste supérieure de 1,7% au T4 2019, et compte pour environ la moitié de la reprise économique italienne. Globalement, les perspectives pour 2023 demeurent positives et la croissance devrait approcher 1%.

Au T4 2022, l'économie italienne a enregistré une légère contraction de son PIB (-0,1% t/t) après une progression de 0,4% au T3. En moyenne annuelle, le taux de croissance est ainsi tombé sous 1,5%.

La demande intérieure a fait perdre 0,4 point de pourcentage (pp) à la croissance, avec un recul de la consommation de plus de 1,5%. Les ménages italiens ont souffert de la hausse de l'inflation. Celle-ci a largement dépassé la progression du revenu nominal porté par la hausse du taux d'emploi, qui a atteint un sommet historique sur 20 ans. En 2022, le pouvoir d'achat des ménages a stagné, entraînant une baisse des ventes au détail en volume, tandis que les dépenses ont crû en valeur. Par ailleurs, la composition de la consommation privée a changé avec la hausse progressive de la part consacrée aux services. La propension à l'épargne est tombée à environ 7%, ce qui a eu un impact négatif sur les nouveaux flux d'investissements financiers.

Au quatrième trimestre 2022, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance, à hauteur d'environ 1,5 pp. La hausse des exportations et la baisse des importations a reflété l'affaiblissement de la demande intérieure, tandis que les variations de stocks ont contribué négativement à hauteur de 1,1 pp.

UNE REPRISE TOUJOURS SOLIDE

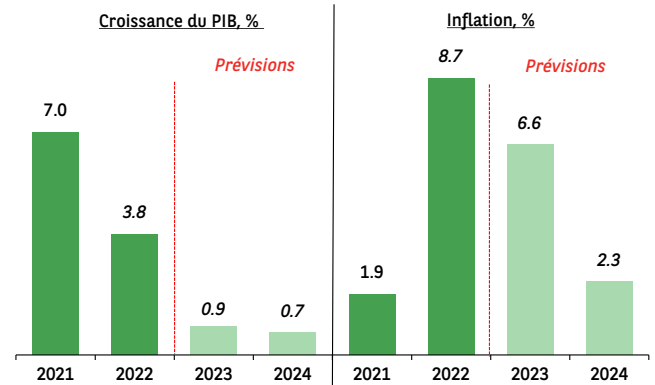
Malgré la contraction du PIB au T4 2022, la reprise économique italienne se maintient et reste solide, tant par rapport à ses performances historiques que vis-à-vis des autres pays de la zone euro. Comparativement au T4 2019, le PIB réel a augmenté de près de 2%. C'est plus qu'en France, en Allemagne et en Espagne, alors même que fin 2019, l'Italie était le seul pays de la zone euro à ne pas encore avoir retrouvé son niveau de 2008.

La reprise italienne repose surtout sur l'énorme rebond de l'investissement (+20% par rapport au T4 2019). Il a fortement augmenté dans la construction, avec une hausse de plus de 40% pour le logement, qui bénéficie d'importantes mesures d'incitation fiscale axées sur l'amélioration de l'efficacité énergétique. En outre, les dépenses d'investissement en machines et équipements informatiques (TIC) ont progressé de 20%. Malgré les incertitudes persistantes quant à la conjoncture internationale, et des conditions monétaires moins accommodantes, la propension à investir des sociétés non financières italiennes se maintient à des niveaux historiques. Enfin, la confiance des entreprises a dépassé la moyenne à long terme.

LA COMPOSITION SECTORIELLE A ÉVOLUÉ

La contraction du PIB au T4 est surtout imputable à l'affaiblissement de l'activité dans les services, après un fort rebond au cours des six trimestres précédents. Malgré cette baisse, la valeur ajoutée des services dépasse celle du T4 2019 de 1,7%, et représente environ la moitié de la reprise économique totale. La valeur ajoutée a fortement augmenté dans la construction et les activités professionnelles, tandis que l'activité du secteur de la finance et de l'assurance reste près de

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

6% en deçà de celle enregistrée au T4 2019. Le commerce, les hôtels et les restaurants ont profité de la reprise du tourisme. En 2022, la valeur des dépenses des non-résidents a presque retrouvé le niveau de 2019. C'est en partie dû à la hausse des prix dans le secteur des services. En effet, le nombre de touristes étrangers reste inférieur de plus de 20 millions par rapport à 2019.

Depuis la mi-2020, la reprise de l'économie italienne est aussi portée par l'amélioration de la situation dans le secteur manufacturier. Malgré une contraction au T4, la production manufacturière a gagné près de 1,5% par rapport au T4 2019. La reprise industrielle varie d'un secteur à l'autre, les industries les plus énergivores ayant pâti de l'augmentation des charges. L'évolution de la production a également partie liée avec la hausse des exportations (+20% en 2022).

DE MEILLEURES PERSPECTIVES

Même après la contraction de l'économie au T4 2022, l'acquis de croissance pour 2023 atteint +0,4%. La consommation des ménages devrait repartir à la hausse, soutenue par la progression des revenus et par le ralentissement progressif de l'inflation. La baisse des prix de l'énergie et des coûts de production devrait soulager la pression sur les marges des entreprises, ce qui aura une incidence positive sur leurs dépenses d'investissement. Malgré un environnement international toujours incertain, les exportations devraient encore augmenter. Dans l'ensemble, la croissance s'élèverait à près de 1% en 2023.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



ESPAGNE

12

FACE À LA SECONDE VAGUE D'INFLATION

L'économie espagnole a mieux résisté que prévu en 2022 (+5,5%), mais une décélération de l'activité est attendue cette année. La production industrielle est en baisse, freinée par le secteur de l'énergie et des biens intermédiaires. L'investissement et la consommation privée se sont repliés sensiblement au T4 2022 et subiront en 2023 la pression de la remontée des taux d'intérêt et de l'inflation élevée. Hors énergie, la hausse des prix à la consommation accélère encore, à 8,2% en février. La résorption du déficit public, plus importante qu'anticipé en 2022, facilite la poursuite du soutien budgétaire en 2023. Toutefois, si les mesures pour contrer la hausse des coûts de l'énergie ont été efficaces, l'effet de celles ciblant d'autres postes de la consommation est plus mitigé : la suppression, en janvier dernier, de la TVA sur les produits de première nécessité ne freine toujours pas la hausse des prix alimentaires.

En Espagne, les enquêtes auprès des entreprises semblent écarter le risque d'une récession à court terme. Le PMI composite a nettement rebondi en février (+4,1 points à 55,7), tiré par les services (+4,0 points à 56,7), tandis que l'indice manufacturier (+4,6 points à 52,1) est repassé au-dessus du seuil de contraction pour la première fois depuis juin 2022. Compte tenu de sa corrélation étroite avec l'inflation, celle-ci baissant, la confiance des ménages est, elle, remontée au cours des derniers mois. Elle reste toutefois bien inférieure à son niveau atteint avant le déclenchement de la guerre en Ukraine, en février 2022. De plus, les intentions d'achat des consommateurs sont au plus bas depuis décembre 2020, preuve des difficultés financières auxquelles ils sont confrontés.

L'érosion du pouvoir d'achat des ménages les plus vulnérables sera néanmoins limitée par la décision du gouvernement de relever le salaire minimum de 8% en janvier 2023, ce qui compensera l'inflation qui s'est établi pour ce mois à 5,9%. Il s'agit de la cinquième revalorisation du salaire minimum depuis l'arrivée au pouvoir de la coalition de gauche en 2018. À 1 080 euros, le salaire minimum représente désormais 60% du revenu médian national, ce qui correspond à l'objectif annoncé par le gouvernement lors de son investiture.

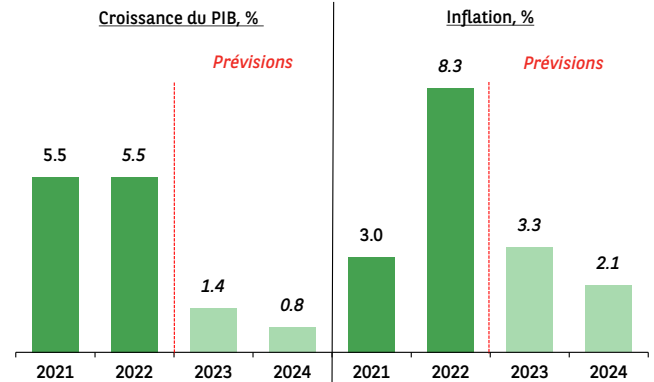
L'inflation a reflué depuis son pic à 10,8% en glissement annuel en juillet dernier, grâce aux mesures de gel des prix de l'énergie maintenues, pour la plupart, en 2023. Néanmoins, la hausse actuelle des prix, plus généralisée et persistante, maintiendrait l'inflation au-dessus de 3% d'ici à la fin de l'année. En février, les prix alimentaires ont enregistré une hausse record de 16,6% en glissement annuel, entraînant dans leur sillage les prix dans l'hôtellerie-restauration (+7,9%), tandis que ceux des biens d'équipements ménagers se sont stabilisés sur un rythme de croissance élevé (+7,6%). En conséquence, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais) a augmenté pour atteindre 7,0% en glissement annuel en février.

Par ailleurs, les coûts de financement en Espagne poursuivront leur hausse cette année, alimentant la décélération de la masse monétaire et des crédits. En glissement annuel, les flux de crédits à l'habitat sont déjà repassés dans le négatif en décembre dernier et la contraction devrait s'amplifier, avec des effets toutefois à relativiser sur les prix immobiliers. Ces derniers dépendent aussi beaucoup de l'équilibre entre l'offre et la demande, qui reste un facteur de soutien de prix, l'offre étant contrainte. Si le rythme de la hausse des prix immobiliers a légèrement ralenti au cours des derniers mois, il restait dynamique en février, à +6,4% en glissement annuel.

Malgré les actions du gouvernement pour juguler le choc énergétique, le déficit public s'est réduit plus rapidement qu'anticipé en 2022 et le déficit primaire s'est réduit de moitié, passant de EUR 60,8 mds en 2021 (5,0% du PIB) à EUR 31 mds (2,3%), selon les chiffres préliminaires du ministère des finances espagnol (CIGAE).

¹ Voir The Recovery, Transformation and Resilience Plan and its macroeconomic impact from a sectoral standpoint, Bulletin économique de la Banque d'Espagne, février 2023.
² Voir BNP Paribas Eco Conjoncture, La productivité, faiblesse endémique du modèle espagnol, 8 février 2023

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les créations d'emplois, toujours très dynamiques cet hiver, contribuent, avec l'inflation des prix à la consommation et, dans une moindre mesure, des salaires, à gonfler les recettes fiscales de l'État, en hausse de 10% en 2022. Les dépenses publiques ont progressé sensiblement, à hauteur de 3% sur l'année, mais moins que les revenus.

En effet, la bonne nouvelle pour l'économie espagnole, ce sont les créations nettes d'emplois qui se poursuivent. Le nombre de travailleurs affiliés au système de sécurité sociale a progressé de 0,7% en cumulé sur la période janvier-février, continuant sur la lancée de 2022 (+4,7%). Bien que le taux de chômage soit remonté légèrement au quatrième trimestre 2022, à 12,9%, le marché du travail résiste. Le déploiement du plan de relance et de résilience national soutiendra par ailleurs les embauches à moyen terme. La Banque d'Espagne estime à cet égard que les créations d'emplois seront concentrées au sein des secteurs du digital (information et communication, services professionnel et technique) ainsi que dans la construction, où les nouvelles infrastructures liées à la transition verte nécessiteront un surplus de main d'œuvre¹. Si le plan de relance devrait permettre aussi de redonner, à terme, un surcroît d'élan à l'investissement, ses effets jusqu'à aujourd'hui semblent limités, à en juger par le niveau actuel de la formation brute de capital fixe².

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CONSOMMATION PRIVÉE POURRAIT PARER LA TEMPÊTE À VENIR

Le PIB belge poursuit sa croissance positive, même si des nuages dus à la politique monétaire apparaissent. L'indexation des salaires historiquement importante, qui a profité à un grand nombre de salariés en début d'année, devrait stimuler la consommation à court terme. Alors que les investissements dans l'immobilier - des entreprises comme des ménages - déçoivent, et que le commerce international ralentit, les dépenses publiques sont le seul autre contributeur positif à la croissance. Mais cette situation menace des finances publiques.

L'économie belge a dépassé les attentes avec une progression de son PIB de 3,1% en 2022 en moyenne annuelle. Cependant, après un premier semestre solide, les troisième et quatrième trimestres ont connu un ralentissement, comme dans la plupart des grandes économies européennes.

L'économie belge se singularise par l'indexation automatique des salaires. Ainsi, les salaires augmentent régulièrement dès que l'inflation franchit un certain seuil. À l'heure actuelle, l'indexation des salaires est importante alors que l'inflation moyenne commence à diminuer, ce qui constitue un facteur de soutien de la consommation privée. Cela devrait suffire à compenser le ralentissement de la plupart des autres composantes du PIB. Les risques entourant notre scénario, notamment celui venant d'un possible resserrement monétaire plus sévère, restent clairement à la baisse.

UNE INFLATION SOUS LES 6%

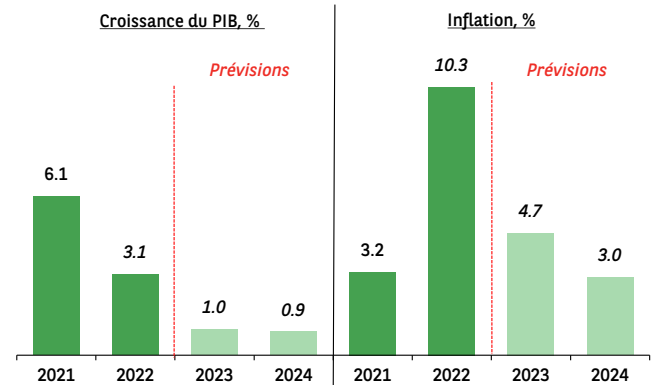
L'inflation, mesurée par l'IPCH, a atteint 5,5% en glissement annuel en février, passant sous les 6% pour la première fois depuis 16 mois. En cumulé, l'indice des prix a baissé de près de 3% par rapport à son pic d'octobre. Derrière ce mouvement, les moteurs de l'inflation ont évolué. Depuis janvier, les pressions inflationnistes dues aux prix de l'énergie ne sont plus la principale source de l'inflation. L'inflation alimentaire a pris le relais, avec une hausse des prix de 1,2% en moyenne chaque mois depuis le début de 2022. Plus inquiétant, l'inflation sous-jacente continue d'accélérer.

DES MÉNAGES BELGES MOINS INQUIETS

La confiance des consommateurs continue de se redresser depuis le point bas atteint en octobre 2022. Les ménages sont moins inquiets de perdre leur emploi, grâce à un taux de chômage légèrement inférieur à 6% depuis trois ans. Une croissance de l'emploi plus progressive, mais toujours forte, et l'indexation salariale stimulent la croissance des revenus. Le Bureau fédéral du Plan prévoit ainsi une augmentation du revenu disponible réel de 4,2% en 2023. La consommation privée pourrait accélérer au cours des quatre prochains trimestres. La forte croissance des revenus réels rappelle le début de l'année 2009. Si les dépenses des ménages suivent une trajectoire similaire, le PIB pourrait augmenter de 1 point.

Un tel surcroît d'activité permettrait de compenser les difficultés auxquelles sont actuellement confrontés les entreprises belges. Un marché de l'emploi tendu, des prix des intrants toujours élevés et des conditions de financement plus restrictives compriment leurs marges.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

La confiance des entreprises se rétablit après la chute enregistrée l'année dernière, mais à un rythme nettement plus lent que la confiance des consommateurs. Les détaillants et les industriels s'inquiètent de plus en plus de leurs perspectives d'activité. De plus, l'investissement des entreprises a montré peu de signes de reprise au cours des derniers trimestres.

DES FINANCES PUBLIQUES À CONSOLIDER

La dépense publique ralentit par rapport à son pic de 2021, lorsque les dépenses liées à la santé avaient repris après la baisse due à la pandémie de Covid-19.

Mais les dépenses d'investissement devraient fortement augmenter en 2023, avec la hausse de dépenses liées à la défense et la perspective des élections locales de 2024. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, la dette publique demeure préoccupante. Le FMI recommande vivement un ajustement budgétaire au niveau infranational, avec des limites strictes aux dépenses et en internalisant le coût du surendettement au niveau régional. Il reste à voir dans quelle mesure le gouvernement de coalition d'Alexander De Croo suivra ces recommandations.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

ROYAUME-UNI

14

RÉCESSION RETARDÉE

L'économie britannique a évité la récession au 2nd semestre 2022, grâce à l'investissement des entreprises et à la consommation (publique et privée). Les chiffres d'inflation de février se maintiennent à un niveau exceptionnellement élevé, ce qui devrait éroder le pouvoir d'achat des ménages. La récession pourrait ainsi n'avoir été que reportée. Nous tablons désormais sur une contraction du PIB de -0,3% t/t au T1 puis de -0,2% au T2 2023. La Banque d'Angleterre (BoE) ne devrait pas relever son taux directeur au-delà d'une dernière hausse de 25 points de base en mars. Cela, et une désinflation qui irait en s'accroissant, permettrait un rebond de la croissance au 2nd semestre.

La résistance de la croissance au T4 2022 (+0,1% t/t) ressemble à un dernier arrêt avant une récession à laquelle le pays ne devrait pas échapper au 1^{er} semestre 2023. La consommation des ménages a crû légèrement au dernier trimestre (+0,2% t/t), mais leur situation devrait se compliquer au T1 2023. L'inflation, à 10,4% a/a en février (pic à 11,1% a/a en octobre), continue de rogner sur leur pouvoir d'achat (le revenu disponible réel des ménages au T4 était inférieur de 1,2% au niveau pré-pandémique). Elle se situe à des niveaux historiquement élevés, notamment dans l'alimentation (+18,0% a/a) et la restauration (+11,4% a/a). En revanche, la chute des prix de l'immobilier, impactés par la hausse des taux (7% en février, plus haut niveau depuis 2008, contre 5,1% en septembre), se poursuit en mars (-3,0% a/a, plus fort recul depuis juillet 2009).

Du côté des entreprises, 2022 aura vu l'investissement réel progresser de 10,8% par rapport à 2021. Cette hausse est en grande partie due à un effet de rattrapage après sa forte chute en 2020 (-12% en moyenne annuelle), qui avait été suivie d'un rebond modeste en 2021 (+0,9%). Le niveau actuel reste néanmoins inférieur de 2,1% à son niveau pré-pandémique. Ce soutien de l'investissement à la croissance ne devrait toutefois pas se prolonger en 2023, en raison de faibles perspectives de croissance et de la hausse du coût du crédit.

Le marché du travail reste résilient, le taux de chômage se maintenant à des niveaux historiquement bas (3,7% en janvier). La hausse des salaires nominaux (+6,5% a/a hors bonus en janvier) est importante mais ne suffit pas à compenser l'inflation. Les ménages devraient ainsi voir leur pouvoir d'achat continuer de se réduire au 1^{er} semestre 2023 avant de rebondir au 2nd sous l'effet de la désinflation attendue, qui ne suffira cependant pas à compenser la perte accumulée.

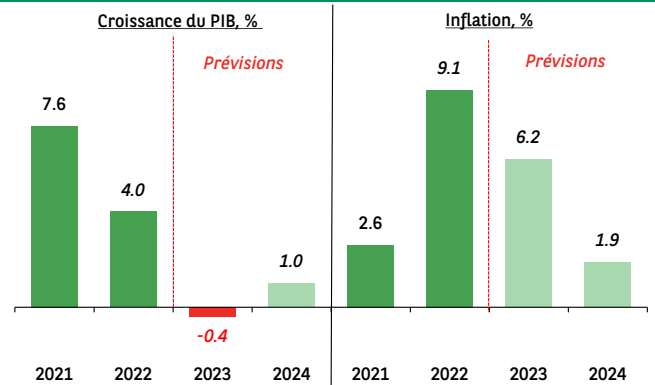
Ainsi, notre scénario prévoit une récession au 1^{er} semestre (-0,3% puis -0,2% t/t au 1^{er} et 2^e trimestres), avant que des éléments moins négatifs qu'anticipé - notamment une politique budgétaire moins restrictive que prévu - ne viennent favoriser un rebond modéré au 2nd semestre (+0,3% puis +0,2% au 3^e et 4^e trimestres). En moyenne annuelle, la croissance britannique serait néanmoins négative (-0,4%), la seule dans ce cas des principales économies de l'OCDE que nous suivons.

DÉSINFLATION : GRADUELLE AU 1^{ER} SEMESTRE, PLUS RAPIDE AU 2ND ?

L'inflation a reflué depuis son pic d'octobre 2022 mais reste au-dessus de la barre des 10%. L'impact de la hausse des taux se fera pleinement sentir cette année. Au 2nd semestre, l'inflation devrait refluer plus rapidement (environ 3% en décembre), et les premiers effets de base favorables, liés à la baisse des prix de l'énergie, devraient être visibles. Les anticipations d'inflation ont commencé à baisser et participeront à la désinflation en deuxième partie d'année.

Face à cette situation, la BoE a rehaussé son taux directeur de 25 points de base, à 4,25% le 23 mars. Cette hausse devrait être la dernière. La BoE maintiendrait son taux directeur à ce niveau jusqu'à la fin de l'année. Les opérations de resserrement quantitatif (réduction du bilan de la BoE) devraient se poursuivre en 2023, mais la banque centrale devrait se montrer prudente face aux risques de récession qui pèsent sur l'économie britannique en limitant son resserrement monétaire.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UN BUDGET PUBLIC MOINS RESTRICTIF QUE PRÉVU

Selon les dernières prévisions de l'*Office for Budget Responsibility*, le déficit public (*Public Sector Net Borrowing*) sera réduit de 0,4 point de PIB en moyenne par an jusqu'en 2028 par rapport à la prévision de novembre. Cette amélioration, due à l'activité plus résiliente que prévu (révision à la hausse de 0,8% du PIB à l'horizon 2028 par l'OBR), a permis au gouvernement d'annoncer un budget moins restrictif qu'attendu. L'*Energy Price Guarantee* a d'ores et déjà été prolongé jusqu'en juin, et les hausses de salaires dans le secteur public pourraient être plus élevées qu'initialement proposé. Une revalorisation de 5%, au lieu de 3,5%, aurait un coût additionnel de GBP 3,7 mds par an. Des mesures visant à accroître le taux de participation au marché du travail sont également incluses (pour un coût annuel équivalent à 0,3% du PIB jusqu'en 2028) et permettront de soutenir les ménages. Dans le même temps, le gouvernement a annoncé des mesures de soutien à l'investissement des entreprises à hauteur de 0,4% du PIB par an jusqu'en 2026 (GBP 9 mds). Elles visent à compenser la hausse du taux de l'impôt sur les sociétés qui passera de 19% à 25% en avril.

L'accord conclu avec l'UE autour de la question nord-irlandaise devrait permettre d'éviter d'accroître les coûts, mais devrait *in fine* avoir un impact limité sur la croissance (rendant plus attractifs les investissements en Irlande du Nord, mais avec un impact économique à l'échelle nationale plus marginal).

Un environnement politique plus apaisé, après les tensions obligataires de septembre 2022, devrait permettre de dégager des marges de manœuvre budgétaires à même de soutenir l'économie britannique face à une conjoncture difficile.

Stéphane Colliac (avec l'aide de Louis Morillon, stagiaire)

stephane.colliac@bnpparibas.com

PRÉVISIONS

15

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB**				Inflation*			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5.9	2.1	1.4	-0.1	4.7	8.0	4.4	2.6
Japon	2.2	1.0	1.2	0.8	-0.2	2.5	2.6	1.4
Royaume-Uni	7.6	4.0	-0.4	1.0	2.6	9.1	6.2	1.9
Zone euro	5.3	3.5	0.7	0.5	2.6	8.4	5.4	2.6
Allemagne	2.6	1.9	-0.1	0.5	3.2	8.7	5.8	2.3
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.9	2.9
Italie	7.0	3.8	0.9	0.7	1.9	8.7	6.6	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.4	0.8	3.0	8.3	3.3	2.1
Chine	8.4	3.0	5.6	5.3	0.9	2.0	2.7	2.5
Inde***	8.7	7.0	5.7	6.0	5.5	6.7	5.4	4.5
Brésil	4.6	2.9	1.5	0.5	8.3	9.3	5.5	5.5

* mis à jour le 31 mars 2023 : inflation zone euro, Allemagne, France, Italie et Espagne ; croissance et inflation des Etats-Unis
 ** mis à jour le 28 mars 2023 : PIB zone euro, Allemagne, France, Italie et Espagne
 *** année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2023			2024
Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Etats-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5.25	5.25	5.25	3.50
	Treasuries 10 ans	4.30	4.10	3.90	3.65
Zone euro	Taux de dépôt*	3.50	3.50	3.50	2.75
	Bund 10 ans	3.10	2.90	2.50	2.00
	OAT 10 ans	3.65	3.45	3.02	2.50
	BTP 10 ans	5.10	5.15	4.75	3.80
	BONO 10 ans	4.10	4.00	3.60	2.90
Royaume-Uni	Taux BoE	4.25	4.25	4.25	3.50
	Gilt 10 ans	3.70	3.50	3.25	2.85
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10 ans**	0.45	0.60	0.65	0.80

Taux de change		2023			2024
Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1.10	1.12	1.14	1.18
	USD / JPY	133	130	127	121
	GBP / USD	1.24	1.26	1.28	1.33
EUR	EUR / GBP	0.89	0.89	0.89	0.89
	EUR / JPY	146	146	145	143

* Taux de dépôt : mis à jour le 21 mars 2023, Fed funds : 31 mars 2023
 ** JGB 10 ans : mis à jour le 28 mars 2023

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine

Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé

Afrique anglophone et lusophone

lucas.ple@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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, 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 : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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

Copyright : Aha-Soft



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change