

## ÉTATS-UNIS : LE MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL FACE AU RESSERREMENT MONÉTAIRE

Anis Bensaidani

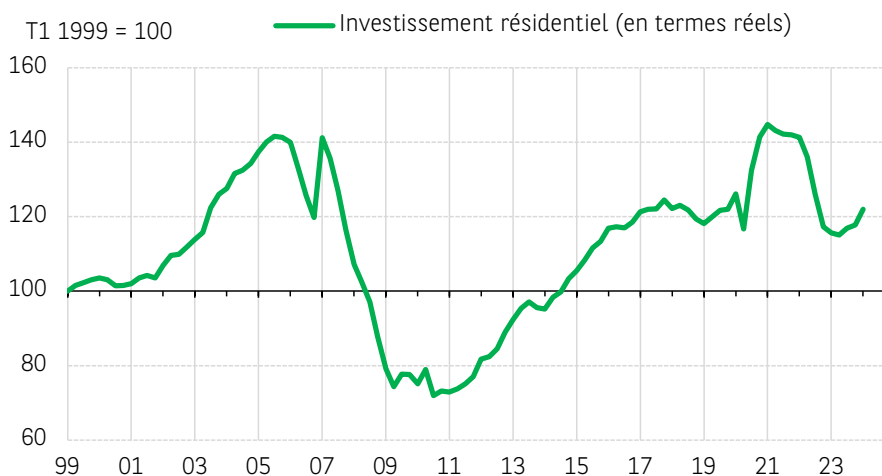
Le resserrement monétaire drastique engagé par la Fed à compter de mars 2022 pour répondre à l'envolée de l'inflation a entraîné dans son sillage les taux d'intérêt sur les emprunts immobiliers. La forte remontée de ces derniers a contribué à une détérioration importante des indicateurs de demande sur le marché immobilier résidentiel américain (notamment les demandes de prêt et les ventes de logements dans l'ancien).

Néanmoins, le dynamisme des autres secteurs de l'économie américaine et la bonne santé financière des ménages a évité que la crise immobilière ne se transforme en crise systémique.

La hausse des taux d'intérêt a également impacté l'offre de logements anciens avec l'apparition du lock-in effect, conduisant à l'apparition d'une divergence inédite entre le neuf et l'ancien, toutefois insuffisante pour soutenir le marché dans son ensemble.

Les perspectives de redressement à court terme du secteur de l'immobilier résidentiel restent modérées.

### L'INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL AVAIT RETROUVÉ SON NIVEAU PRÉ-GRANDE CRISE FINANCIÈRE AVANT LE RESSERREMENT MONÉTAIRE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

À l'issue de la pandémie de Covid-19, le marché de l'immobilier résidentiel américain a fortement progressé, une tendance également observée dans la plupart des économies développées. La dynamique était certes haussière depuis 2011, l'année ayant marqué l'amorce d'une reprise durable de ce marché après sa forte correction de 2006 à 2010. L'investissement résidentiel privé en tant que composante du produit intérieur brut (PIB) a nettement bénéficié de cette dynamique (cf. graphique 1), tandis que le secteur de l'ancien se montrait moins vigoureux depuis quelques années. Le rebond de l'investissement résidentiel privé, consécutif au creux du T2 2020 lié au confinement, n'en est pas moins considérable, allant nettement au-delà d'un simple effet de rattrapage. Ainsi, l'investissement résidentiel privé, en volume, s'est établi au premier trimestre 2021 à un niveau excédant son record pré-crise des *subprimes*. Début 2021, les autres indicateurs principaux du marché immobilier résidentiel, tels que les ventes de logements dans l'ancien et les mises en chantier, ont également enregistré des résultats records depuis 2007. Tous ces indicateurs ont ensuite amorcé un repli, sur fond de détérioration de la confiance des consommateurs, de baisse des revenus réels et de remontée des taux d'intérêt. C'est la transmission de cette remontée au marché immobilier résidentiel que nous allons d'abord analyser. Nous verrons ensuite les raisons pour lesquelles la baisse de ce marché ne s'est pas propagée à l'ensemble de l'économie américaine. Nous reviendrons également sur l'effet de lock-in et l'évolution contrastée induite entre les ventes dans l'ancien et le neuf, pour terminer sur une analyse des perspectives qui restent mitigées.

## LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES, VECTEURS DE TRANSMISSION DU RESSERREMENT MONÉTAIRE AU MARCHÉ IMMOBILIER

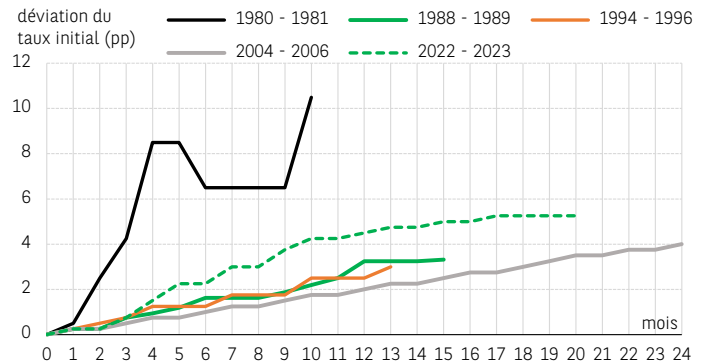
Alors qu'un relèvement graduel de la cible de taux avait été amorcé à partir de la fin de l'année 2015, la pandémie de Covid-19 a contraint la Réserve fédérale (Fed) à assouplir fortement sa politique monétaire. Cette dernière a abaissé de 150 pb sa cible de taux en mars 2020 - un mouvement aussi abrupt, indépendamment de sa direction, était inédit depuis 1982 - avant de maintenir cette dernière à 0% - 0,25% durant près de deux ans. Face à l'envolée de l'inflation à partir de 2021, la Fed a amorcé, dès mars 2022, un resserrement drastique de sa politique monétaire. Ce cycle de hausses des taux a été le plus rapide et le plus important depuis l'épisode « Volcker II » (pour le second resserrement monétaire entrepris sous l'égide du directeur de la Fed de l'époque, Paul Volcker) au début des années 1980 (cf. graphique 2). En outre, le relèvement de la cible de taux, laquelle se situe à +5,25% - +5,50% depuis juillet 2023, s'est accompagné d'une politique de resserrement quantitatif (réduction de la taille du bilan).

Si de nombreux facteurs agissent sur la formation des taux longs, la concomitance entre l'action restrictive de la Fed et leur hausse est à souligner. L'indicateur de référence, le *10-Year Treasury Yield* (rendement des bons du Trésor à 10 ans sur la dette souveraine américaine), a enregistré une forte hausse pour s'établir à des niveaux inédits depuis 2007, entre 3,9% et 4,9% depuis septembre 2023, contre une moyenne de 1,1% en 2020 - 2021. Or, les taux d'intérêt sur les emprunts immobiliers sont étroitement liés aux rendements obligataires à 10 ans (cf. graphique 3). Le renchérissement du coût du crédit s'est fait d'autant plus prégnant que le *spread* entre le taux d'emprunt immobilier à 30 ans et les rendements obligataires à 10 ans s'est accru. Traditionnellement, celui-ci oscille autour de 2 pp, mais il a tendance à augmenter durant les périodes d'incertitude. Cela a conduit à un écartement du *spread* jusque 3,5 pp. Par conséquent, les taux d'intérêt *mortgages* à 30 ans sont passés de 3,1% en fin d'année 2021 à 7,0% à la fin mai 2024 (taux fixe), tandis que le plus haut atteint en octobre 2023, 7,8%, constitue un record depuis 2000.

## CRISE IMMOBILIÈRE MAIS PAS CRISE SYSTÉMIQUE

Le renchérissement considérable du coût du crédit, sur fond de résurgence de l'inflation et de craintes de récession, a occasionné un très fort recul de la demande de prêts immobiliers, prolongeant la baisse déjà engagée en 2021, selon les chiffres de la Mortgage Bankers Association (MBA). Cette dernière s'apparentait, au départ, à un simple mouvement de correction après le sursaut post-confinement (cf. graphique 4). L'impact négatif, certes mécanique et attendu, de la remontée des taux, n'en est pas moins très important, avec une diminution inédite (sur l'historique remontant à 1991) de 56,2% en moyenne annuelle des demandes d'emprunt en 2022. Celle-ci s'est poursuivie en 2023 (-31,4%), l'indice atteignant même un plus bas depuis 1995 au mois de décembre. Il en a résulté une détérioration généralisée du marché de l'immobilier résidentiel, avec une baisse des ventes de logements existants d'ampleur comparable à celle advenue durant la crise des *subprimes* puis la grande crise financière. Pour illustrer la rapidité et l'ampleur de la chute, deux chiffres : le niveau de 3,88 millions de ventes (rythme annualisé) du mois de décembre 2023 se rapproche du plancher atteint en décembre 2010 ; le glissement annuel de -36,7% de janvier 2023 dépasse les reculs observés sur toute la période 2006 - 2010.

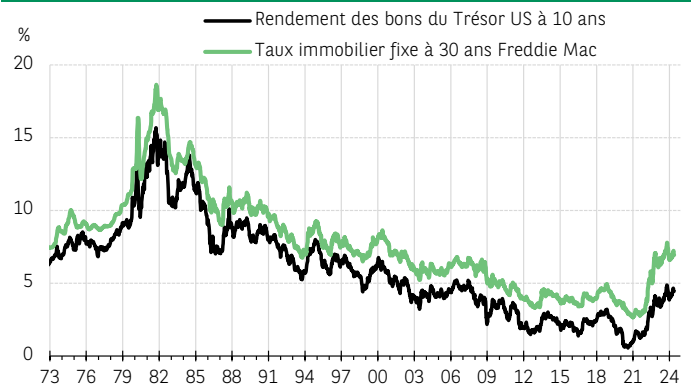
### LE RESSERREMENT MONÉTAIRE LE PLUS AMPLE ET RAPIDE DEPUIS 1981



GRAPHIQUE 2

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

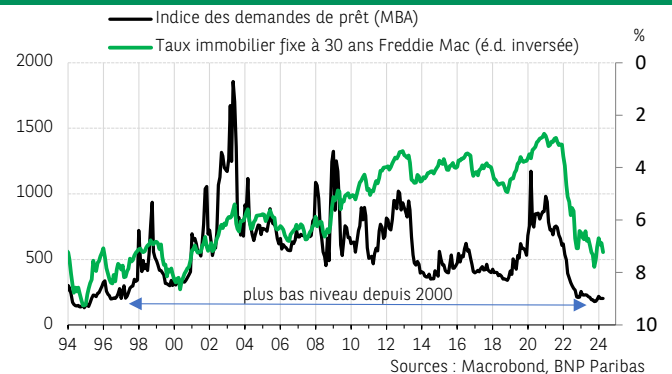
### TRANSMISSION DES TAUX LONGS À 10 ANS AUX TAUX HYPOTHÉCAIRES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

### DÉTÉRIORATION SIGNIFICATIVE DES DEMANDES DE PRÊT



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS



Surtout, le niveau final de 4,05 millions de ventes de logements existants pour l'ensemble de l'année 2023 est le plus bas depuis 1999 (historique disponible / 4,1 millions en 2008). Les ventes de logements neufs ont également fait l'objet, dans un premier temps, d'un net repli (cf. graphique 6).

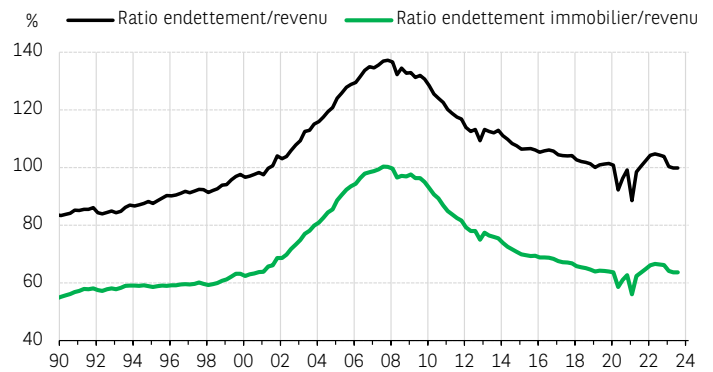
Plus remarquable encore peut-être : cette détérioration brutale du marché immobilier résidentiel ne s'est pas propagée à l'ensemble de l'économie américaine qui a déjoué les anticipations de récession et est restée vigoureuse (comme en atteste le taux de croissance annuel moyen de +2,5% en 2023). Une résistance de l'économie qui, en retour, a pu contribuer à circonscrire la crise immobilière. À ce titre, après une poussée liée à l'apparition de la Covid-19, le taux de défauts de paiement, mesuré par Fannie Mae, a graduellement reflué. Celui-ci s'établit, depuis plusieurs trimestres, à des standards légèrement inférieurs (0,5% à 0,6%) à ceux ayant prévalu jusqu'au premier semestre 2020, contribuant dès lors à l'évitement d'un effet domino. Ceci doit aussi être mis en relation avec la résistanc du marché de l'emploi au resserrement monétaire jusqu'ici : le taux de chômage n'a que modérément augmenté depuis la première hausse du Target Rate de la Fed (+0,3 pp à 3,9% entre mars 2022 et avril 2024) et le rythme mensuel des créations d'emplois reste robuste (234k en moyenne annuelle en avril 2024). La structure actuelle de l'endettement immobilier des ménages joue un rôle également. En effet, la part des ARM (*adjustable-rate mortgages*, autrement dit emprunts à taux variable), qui avait excédé 30% du total des demandes d'emprunts dans les années ayant précédé le déclenchement de la crise des *subprimes*, est actuellement inférieur à 7%. Cela réduit *ipso facto* la vitesse de propagation du resserrement monétaire pour les ménages endettés<sup>1</sup>. De plus, l'endettement des ménages, rapporté à leur revenu disponible, a substantiellement reflué depuis le déclenchement de la grande crise financière. Ce ratio d'endettement avait atteint 137,2% (100,4% pour le seul endettement hypothécaire) du revenu disponible au T4 2007 après un bond de 77 pp en 10 ans, contre 100,4% (63,6%) au T4 2021, dernier trimestre avant la phase de resserrement monétaire (cf. graphique 5). En parallèle, les ratios liés à la possession d'actifs et à la richesse nette des ménages ont repris leur progression, contribuant aussi à la résilience des ménages.

## LOCK-IN EFFECT ET ABSENCE D'ÉQUILIBRAGE PAR L'OFFRE

L'effet négatif du durcissement des conditions financières sur les ventes de logements a été accentué par l'évolution des prix de l'immobilier. Ces derniers, mesurés par l'indice S&P Case-Shiller, ont poursuivi leur augmentation en 2023, avec une croissance annuelle moyenne de +2,4%, en dépit de plusieurs mois de diminution en variation mensuelle. Certes, ce chiffre marque une décélération significative après les résultats des années 2021 (+17%) et 2022 (+15%). Mais cela ne permet aucunement de compenser le renchérissement du coût global d'une acquisition lié à l'augmentation des charges d'intérêts. Pourtant, en théorie, l'affaïssement de la demande sur le marché aurait dû exercer une forte pression à la baisse sur les prix. Cependant, l'ampleur inédite depuis 1981 de la remontée des taux *mortgage* à 30 ans (près de +5 pp entre octobre 2021 et octobre 2023) a conduit à l'apparition d'un *lock-in effect*.

Ce phénomène reflète la réticence des ménages à s'engager dans un nouveau projet immobilier du fait du durcissement important des conditions d'emprunt. Un nouveau projet, en règle générale, conditionne l'achat d'un nouveau logement (via un prêt) à la revente du

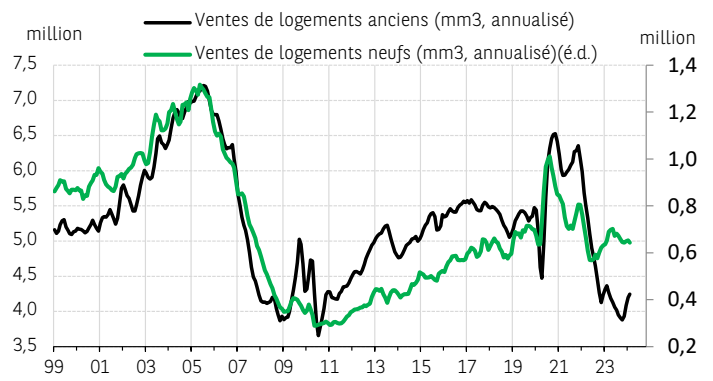
### PAS D'AGGRAVATION DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES AVANT LE RESSERREMENT



GRAPHIQUE 5

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

### TRAJECTOIRES DIVERGENTES ENTRE LE NEUF ET L'ANCIEN



GRAPHIQUE 6

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

logement actuel, préalablement acquis à un taux relativement avantageux (le taux moyen à 30 ans était de 3,9% lors de la décennie précédente). À titre d'exemple, pour un emprunt de USD 300 000 sur 30 ans, une hausse du taux de 4% à 7% entraîne des mensualités plus élevées de près de 40%. Ainsi, les ménages ont « figé » le marché, ce qui a participé à l'assèchement du stock de logements anciens disponibles à la vente, déjà tendanciellement baissier (estimé à 1,06 million en 2023 par la National Association of Realtors contre 2,2 millions en moyenne entre 2010 et 2019). Ceci a eu pour conséquence de limiter la possibilité d'un rééquilibrage du marché par les prix et a participé à la détérioration du volume de ventes de logements existants.

Les ventes de logements neufs ont ainsi bénéficié d'un effet de report, apportant à ce segment de marché un dynamisme à rebours du reste des indicateurs.

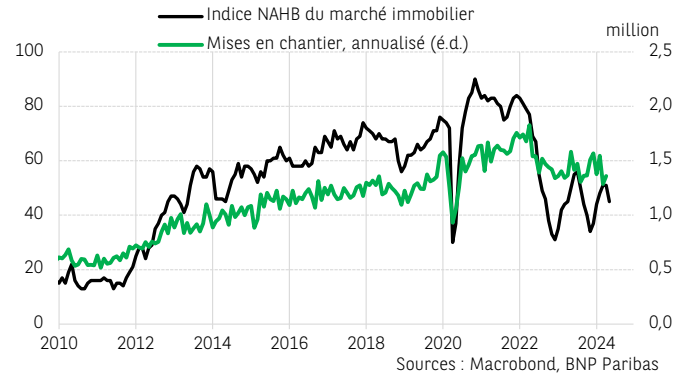
<sup>1</sup>Pour plus de détails sur les effets atténués du resserrement monétaire sur le marché immobilier résidentiel américain, voir : [Housing is One Reason Not All Countries Feel Same Pinch of Higher Interest Rates](#), FMI.

Ainsi, une divergence inédite entre les ventes dans le neuf (en hausse de 6,7% sur l'année 2023) et dans l'ancien (en baisse de 18,4%) est apparue. Il en a également résulté un effet positif sur l'investissement résidentiel (mesuré par les comptes nationaux), en redressement depuis le T3 2023, qui a mis fin à une série de neuf trimestres de contraction. Cette composante du PIB demeure toutefois (au T1 2024) très légèrement en deçà de son niveau de la fin 2019, les derniers progrès restant insuffisants toutefois pour compenser la phase de détérioration précédente (entre le T1 2021 et le T2 2023).

## UN POTENTIEL MODÉRÉ DE REBOND

Le potentiel de rebond du marché immobilier reste modéré à court terme, bien que l'orientation récente et le bas niveau de l'investissement résidentiel dans le PIB suggèrent des possibilités de rattrapage. Le rouge reste la couleur dominante de notre *heatmap* des principaux indicateurs, attestant d'une situation encore négative (cf. tableau). Surtout, le regain de dynamisme dans le neuf – qui, plus généralement, n'est structurellement pas en capacité de répondre seul, ou pour une part majoritaire, à la demande (le neuf représente 11,4% des ventes en moyenne depuis 1999) – s'est révélé relatif. D'une part, le résultat final de l'année 2023 est finalement assez modeste (665,5k logements vendus, en deçà du niveau de 2019). Ceci suggère une forme de spécificité de la demande actuelle de neuf, qui concernerait un segment d'acheteurs potentiels moins contraints par le nouveau régime de taux. D'autre part, la détérioration des permis de construire s'est atténuée, mais l'absence de rebond substantiel et durable témoigne de l'incertitude actuelle. Surtout, le secteur, côté offre, fait également face à nombre de difficultés, relatives à l'inflation des coûts, au renchérissement du crédit et à l'incertitude des perspectives. Le rebond récent du sentiment des constructeurs, mesuré par la NAHB, est toutefois à souligner (cf. graphique 7). S'agissant de la demande, celle-ci reste aujourd'hui contrainte, comme en témoigne l'enquête du Conférence Board sur la confiance des consommateurs américains qui fait état d'un jugement déprimé sur les perspectives, d'un faible niveau des projets d'achats immobiliers et d'anticipations mal ancrées sur l'inflation et les taux d'intérêt.

### LE SENTIMENT DES CONSTRUCTEURS NE SUGGÈRE PAS DE FORTE REPRISE



GRAPHIQUE 7

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Si un reflux des taux d'intérêt pourrait soutenir la demande, une baisse significative des rendements obligataires à court terme paraît improbable, notamment du fait du jeu de l'offre et de la demande. En effet, l'augmentation du déficit public américain (5,9% du PIB en moyenne jusqu'en 2034 selon le Congressional Budget Office, hors changements législatifs) suggère une hausse des émissions de titres, accompagnée d'une moindre absorption du fait du resserrement quantitatif entrepris par la Fed. Nous prévoyons que, à la fin 2025, la fourchette haute de la cible de taux sera de 4,25% mais que le *10-Year Treasury Yield*, actuellement à 4,47%, ne décroîtra pas en deçà de 4,20%. L'effet baissier sur les taux *mortgage* s'en trouvera limité, bien qu'une forme d'accoutumance et une réduction du *spread* pourraient avoir une influence positive. Par ailleurs, le Consensus prévoit un rétablissement très graduel des indicateurs, avec des ventes de logements existants qui atteindraient 4,2 millions en 2024 (+0,1 million) et 4,5 en 2025. Les permis de construire et les mises en chantier avoisineraient le chiffre de 1,5 million.

Anis Bensaidani

[anis.bensaidani@bnpparibas.com](mailto:anis.bensaidani@bnpparibas.com)

	10/23	11/23	12/23	01/24	02/24	03/24	04/24
INVESTISSEMENT RESIDENTIEL DANS LE PIB (t/t, %, annualisé)		0,7			3,3		#N/A
MISES EN CHANTIER (a/a, %)	-5,2	6,3	17,0	1,1	10,1	-4,1	-0,6
PERMIS DE CONSTRUIRE (a/a, %)	-1,7	7,6	9,3	4,5	-3,5	-0,5	-2,0
VENTES DE LOGEMENTS NEUFS (a/a, %)	16,6	2,5	3,5	3,9	1,0	3,3	-7,7
VENTES DE LOGEMENTS EXISTANTS (a/a, %)	-14,3	-6,7	-5,8	-1,7	-3,3	-3,0	-1,9
NAR - MOIS D'OFFRE DE LOGEMENTS	3,6	3,5	3,1	3,0	2,9	3,2	3,5
NAHB - SENTIMENT DU CONSTRUCTEUR	40,0	34,0	37,0	44,0	48,0	51,0	51,0
FANNIE MAE - INDICE DE SENTIMENT DES ACHETEURS	64,9	64,3	67,2	70,7	72,8	71,9	71,9
S&P/CASE-SHILLER INDICE DE PRIX IMMOBILIER (a/a, %)	4,7	5,1	5,6	6,0	6,4	-	-
NAR - INDICE D'ACCESSIBILITE	91,4	94,2	102,2	105,7	103,2	101,1	-
FREDDIE MAC - TAUX FIXE A 30 ANS (%)	7,6	7,4	6,8	6,6	6,8	6,8	7,0

HEATMAP DES PRINCIPAUX INDICATEURS DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER





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

+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, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani

États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51

anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette

Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08

lucie.barette@bnpparibas.com

## 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

+33 1 40 14 50 18

lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com





## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFFLASH

Un indicateur, un événement 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 deux minutes d'économie

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**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



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 desquelles il a été élaboré.

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.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>. Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : [https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

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 : group.bnpparibas - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder

Copyright : Aha-Soft



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change