

2024

“ L'ANNÉE 2023 S'EST TERMINÉE SUR UNE NOTE D'ESPOIR SUSCITÉE PAR LES ANTICIPATIONS DE BAISES DE TAUX ET LES SIGNES DE STABILISATION, VOIRE DE REDRESSEMENT, DES ENQUÊTES DE CONFIANCE. CETTE NOTE D'ESPOIR NE S'EST PAS DISSIPÉE EN CE DÉBUT D'ANNÉE 2024. SAUF NOUVEAU CHOC, LE RETOUR DE L'INFLATION À LA CIBLE DE 2% APPARAÎT EN BONNE VOIE. IL OUVRE LA VOIE À UN DÉBUT D'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE ATTENDU AU DEUXIÈME TRIMESTRE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3 2024 : année critique

L'année 2023 s'est terminée sur une note d'espoir suscitée par les anticipations de baisses de taux et les signes de stabilisation, voire de redressement, des enquêtes de confiance. Cette note d'espoir ne s'est pas dissipée en ce début d'année 2024. Sauf nouveau choc, le retour de l'inflation à la cible de 2% apparaît en bonne voie. Il ouvre la voie à un début d'assouplissement monétaire attendu au deuxième trimestre. Cette double baisse, de l'inflation et des taux, et l'évolution encourageante de la plupart des données économiques nourrissent le scénario d'un soft landing. Les risques et les points d'attention ne manquent toutefois pas. Les tensions géopolitiques restent fortes et susceptibles de perturber ce scénario, notamment par leur impact inflationniste. La remontée des défaillances d'entreprises et les difficultés du secteur immobilier font également peser un risque baissier sur la croissance. En 2024, la politique budgétaire et les efforts de consolidation devraient revenir sur le devant de la scène. La politique prendra aussi une place importante compte tenu d'un certain nombre d'échéances électorales majeures.

ÉTATS-UNIS

5 Au-delà des attentes

CHINE

6 Bilan 2023: des fragilités

JAPON

7 Japon : La bascule monétaire se rapproche

ZONE EURO

8 L'inflation reflue, la BCE contrôle

ALLEMAGNE

9 A quand le retour de la croissance ?

FRANCE

10 Forces et faiblesses de la croissance

ITALIE

11 Une reprise plus lente et plus incertaine

ESPAGNE

12 La consommation des ménages reste le principal facteur de croissance

PAYS-BAS

13 2024 en demi-teinte mais meilleure que 2023 ?

BELGIQUE

14 Un double choc qui entraîne des investissements durables

GRÈCE

15 Le redressement se poursuit

ROYAUME-UNI

16 À la recherche d'un second souffle

SUÈDE

17 Après la récession, un léger mieux en perspective

PRÉVISIONS

18



2024 : ANNÉE CRITIQUE

L'année 2023 s'est terminée sur une note d'espoir suscitée par les anticipations de baisses de taux et les signes de stabilisation, voire de redressement, des enquêtes de confiance. Cette note d'espoir ne s'est pas dissipée en ce début d'année 2024. Sauf nouveau choc, le retour de l'inflation à la cible de 2% apparaît en bonne voie. Il ouvre la voie à un début d'assouplissement monétaire attendu au deuxième trimestre. Cette double baisse, de l'inflation et des taux, et l'évolution encourageante de la plupart des données économiques nourrissent le scénario d'un *soft landing*. Les risques et les points d'attention ne manquent toutefois pas. Les tensions géopolitiques restent fortes et susceptibles de perturber ce scénario, notamment par leur impact inflationniste. La remontée des défaillances d'entreprises et les difficultés du secteur immobilier font également peser un risque baissier sur la croissance. En 2024, la politique budgétaire et les efforts de consolidation devraient revenir sur le devant de la scène. La politique prendra aussi une place importante compte tenu d'un certain nombre d'échéances électorales majeures.

Très souvent, si ce n'est systématiquement, chaque nouvelle année est présentée comme charnière. 2024 ne fait pas exception. À de nombreux égards, il s'agit même d'une année critique. Sur le plan climatique et écologique, cela va sans dire, tant il est urgent d'amplifier les efforts de décarbonation pour faire face aux signes accélérés du réchauffement¹. Sur le plan géopolitique aussi, avec la poursuite de la guerre en Ukraine – sans que se dessine une issue pour le moment – et le conflit en cours au Proche-Orient, les risques associés d'embrasement dans la région et de répercussions sur les prix du pétrole, en sus des perturbations et du renchérissement déjà visibles du trafic maritime en mer Rouge. Les enjeux politiques constituent également une des particularités de cette année avec de très nombreuses et importantes échéances électorales dans le monde, au premier rang desquelles les élections européennes qui se tiendront du 6 au 9 juin et la présidentielle américaine le 5 novembre. Si ces scrutins ne devraient avoir que peu ou pas d'impact direct sur l'économie cette année, leur issue peut conditionner les perspectives de plus long terme.

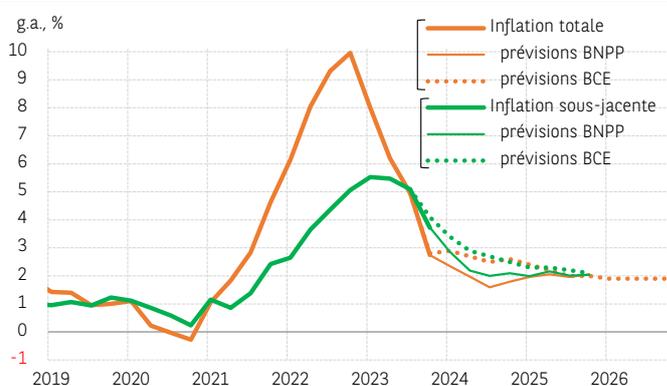
LE *SOFT LANDING* AURA-T-IL LIEU ?

Sur le plan économique, l'année 2024 est également charnière sur le front de l'inflation et de la croissance : l'inflation atteindra-t-elle l'objectif de 2% dès cette année ? Un atterrissage en douceur de la croissance sera-t-il au rendez-vous ? Cet atterrissage en douceur dépend pour partie de la vitesse à laquelle la désinflation va se poursuivre cette année et de l'ampleur, d'une part, des effets positifs attendus de cette désinflation sur la confiance, le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises et, d'autre part, de l'ampleur des baisses de taux permises par cette désinflation.

S'agissant du retour de l'inflation à la cible, il serait assez rapide dans la zone euro d'après nos prévisions, et, notamment, plus rapide que ce que la BCE anticipe (cf. graphique 1). Nos prévisions d'inflation pour les États-Unis sont également un peu plus favorables (cible atteinte en fin d'année) que le scénario de la Réserve fédérale (inflation anticipée à 2,4% en glissement annuel au T4 2024). Un facteur déterminant sera l'évolution des salaires : le dynamisme durable de ces derniers aura, certes, un impact favorable sur le revenu disponible des ménages et sur leur consommation, mais il freinera aussi la désinflation, réduisant au passage les gains attendus de pouvoir d'achat et le soutien à la consommation.

La remontée importante de la confiance des ménages des deux côtés de l'Atlantique (depuis la mi-2022 aux États-Unis d'après l'enquête de l'Université du Michigan, depuis l'automne 2022 pour l'enquête de la Commission européenne), certes depuis un niveau très déprimé, est

INFLATION DANS LA ZONE EURO ET PRÉVISIONS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BCE, BNP PARIBAS

une bonne illustration du rôle favorable joué par le reflux de l'inflation et un des signaux encourageants allant dans le sens d'un *soft landing*. Il en va de même pour la stabilisation du climat des affaires dans la zone euro et le retour au-dessus du seuil des 50 du PMI composite américain en janvier. La robustesse persistante du marché du travail est également un facteur d'optimisme. Aux États-Unis, le signal positif du redressement de la confiance des ménages est renforcé par celui de leur consommation, qui reste dynamique. Côté américain toujours, un signal récessif important a partiellement régressé : celui de l'inversion de la courbe des taux (cf. graphique 2). Ces différentes évolutions semblent donner corps à ce que l'on pourrait appeler une prophétie auto-réalisatrice du *soft landing* : l'anticipation de celui-ci crée les conditions de sa matérialisation, d'autant plus qu'elle alimente l'appétit pour le risque des investisseurs et fait baisser les coûts de financement des entreprises lorsqu'elles émettent de la dette.

S'agissant de la zone euro plus spécifiquement, une autre caractéristique du *soft landing* et de la reprise attendus est le passage de relais entre les entreprises et les ménages. Nous anticipons en effet un léger regain de vigueur de la consommation des ménages (ceux-ci profitant de la baisse de l'inflation pour puiser plus abondamment dans leur matelas d'épargne) et une perte de dynamisme de l'investissement des entreprises.

¹ Cf. 2024 : deux anniversaires... et l'espoir d'une inversion de la courbe des émissions (bnpparibas.com), 17 janvier 2024



Aux États-Unis, le moteur de la consommation des ménages devrait s'essouffler, les ménages pouvant plus difficilement puiser davantage dans le surcroît d'épargne constitué lors de la crise Covid-19 mais largement entamé en 2023. Dans un cas comme dans l'autre, l'évolution du taux de chômage aura le dernier mot. Par définition, il n'y a *soft landing* que si la remontée du taux de chômage reste limitée. Ce qui pourrait être le cas, notamment du fait de la persistance des difficultés de recrutement (même si elles sont moins intenses et généralisées), qui incitent à la rétention de main d'œuvre. L'hypothèse aussi est que l'ajustement du marché du travail, aux États-Unis en particulier, passera surtout par une diminution des postes vacants et moins par des licenciements, ce que l'on peut déjà observer.

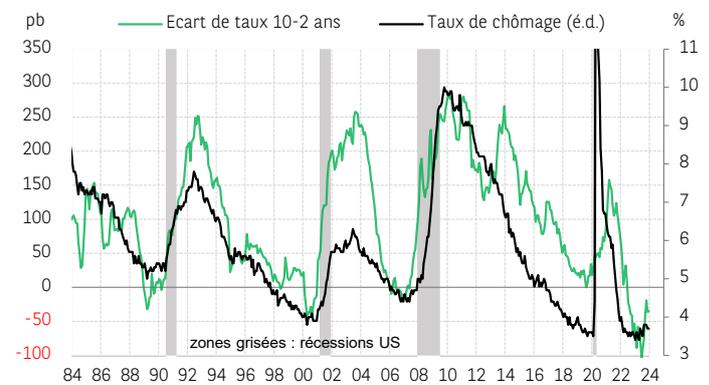
Ce scénario de *soft landing*, s'il paraît aujourd'hui probable, est toutefois entouré de nombreuses incertitudes et aléas baissiers : le risque d'une récession en 2024 ne peut, notamment, toujours pas être écarté. Les signaux négatifs et les points d'attention ne manquent pas : remontée des défaillances, crise des marchés immobiliers, effets négatifs encore à venir des hausses de taux passées (sur les entreprises qui doivent refinancer leur dette, sur les ménages ayant emprunté à taux variable et confrontés à une révision à la hausse de leurs taux d'emprunt), la Chine, enfin, qui continue de faire face à de nombreuses fragilités.

UNE ÉVOLUTION DU *POLICY MIX* PLUTÔT ADAPTÉE

L'évolution du *policy mix* constitue une autre nouveauté de 2024 : la politique monétaire devrait, en effet, devenir moins restrictive tandis que la politique budgétaire devrait devenir moins accommodante. La reprise s'en trouverait limitée mais pas empêchée. S'agissant de la politique monétaire, la baisse des taux directeurs fait partie des quelques « certitudes » qui existent pour cette année, avec la baisse de l'inflation. Il ne s'agit pas d'une certitude absolue, mais d'une probabilité d'occurrence très élevée. Le *timing* de la première baisse et le nombre de baisses de taux cette année sont, en revanche, incertains. Compte tenu de nos prévisions d'inflation, nous nous attendons à ce que la BCE agisse la première, dès le mois d'avril, suivie par la Fed en mai. En nombre de baisses de taux, c'est la Fed qui devancerait légèrement la BCE, à 6 contre 5 baisses de 25 points de base chacune.

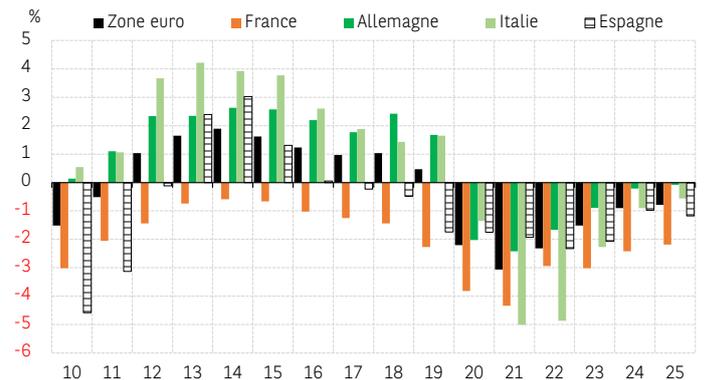
Du côté de la politique budgétaire, il faut s'attendre à ce que le niveau élevé des ratios de dette publique redevienne un point d'attention tout comme les efforts nécessaires de consolidation budgétaire pour s'assurer de la soutenabilité des trajectoires des finances publiques. Dans un environnement où l'écart entre la croissance et les taux d'intérêt est, en effet, moins favorable, une réduction progressive mais constante des déficits primaires apparaît nécessaire. En Europe, cette réduction s'inscrirait dans le cadre un peu plus souple – mais pas forcément moins compliqué – des nouvelles règles budgétaires, après l'accord, enfin trouvé par les États membres, fin 2023. Dans la zone euro, d'après les données de la Commission européenne, la politique budgétaire s'annonce effectivement moins accommodante en 2024 à en juger non seulement par la réduction attendue des déficits structurels primaires mais aussi par leur niveau moins élevé (à l'exception notable de la France), après déjà deux années de réduction et donc d'impulsion budgétaire négative (cf. graphique 3). Ce rééquilibrage intervient après la forte dégradation des comptes publics en 2020 et, dans une moindre mesure, en 2021, en raison de la crise Covid et des mesures prises pour amortir le choc.

ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE ET PENTE DE LA COURBE DES TAUX



GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BLS, MACROBOND, BNP PARIBAS

ZONE EURO : SOLDE STRUCTUREL PRIMAIRE (% DU PIB POTENTIEL)



GRAPHIQUE 3 SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, MACROBOND, BNP PARIBAS

Au niveau agrégé de la zone euro, si l'ampleur de l'impulsion négative est moindre aujourd'hui que lors de la crise des dettes souveraines européennes et de la consolidation budgétaire à marche forcée, elle reste toutefois relativement proche (réduction du déficit structurel primaire de 0,7 point en moyenne par an de 2022 à 2024 contre 0,9 point de 2011 à 2014). Différence majeure : la consolidation budgétaire actuelle intervient dans un environnement conjoncturel plus favorable, donnant à cette consolidation un caractère contracyclique en 2022 et proche de la neutralité en 2023 et 2024 et non pas procyclique comme entre 2011 et 2014. La situation américaine est plus difficile à évaluer faute de données similaires, mais elle se rapproche probablement de la situation de la zone euro en 2024. Au final, l'évolution du *policy mix* en 2024 nous paraît adaptée dans le contexte actuel de lutte contre l'inflation : la politique monétaire peut s'autoriser à être moins restrictive car la désinflation est en cours et parce qu'il y a l'action complémentaire du frein budgétaire.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

ÉTATS-UNIS

5

AU-DELÀ DES ATTENTES

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire semble désormais écartée face à la résilience d'une économie qui a encore progressé de 0,8% t/t au T4 2023 et 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année. Notre scénario central est désormais celui d'un ralentissement sensible sans trimestre de contraction au S1 2024. La Réserve fédérale peut désormais entrevoir un atterrissage en douceur et envisager des baisses de taux en 2024 – une année où l'actualité politique monopolisera l'attention.

La croissance économique américaine a manifesté une vigueur surprenante au S2 2023, accélérant d'abord à +1,2% t/t au T3 (+0,7 pp par rapport au T2), ce qui constitue la progression trimestrielle la plus importante depuis près de deux ans. Si le quatrième trimestre a été moins dynamique, la croissance est néanmoins restée très positive, à +0,8% t/t selon la première estimation portant à +2,5% la croissance en 2023 en moyenne annuelle. Une décélération sensible est attendue autour de +2,0% en 2024. Cependant, si les effets négatifs retardés du resserrement monétaire devraient contribuer à un ralentissement sensible de la croissance à court terme, ils n'occasionneraient ni récession, ni recul du PIB. Notre scénario central escompte désormais un taux de croissance de +0,4% t/t au T1 et +0,1% au T2 2024.

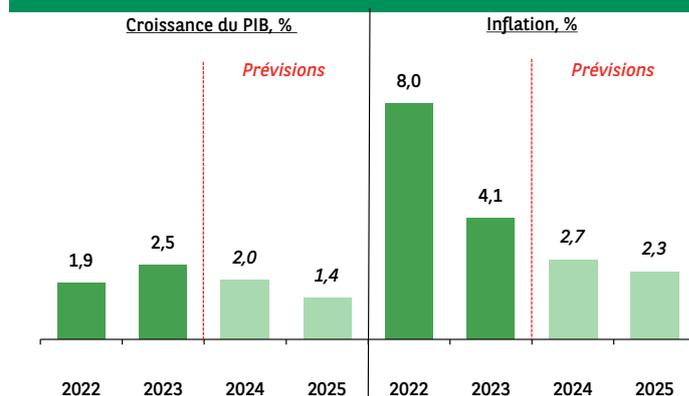
L'investissement privé s'est quelque peu rétabli en 2023 (quatre trimestres de croissance), alors qu'il s'était fortement contracté dans le courant de l'année 2022 sous l'effet des hausses de taux d'intérêt. Ce résultat agrégé masque toutefois le différentiel important entre l'investissement résidentiel, naturellement impacté malgré deux trimestres positifs en fin d'année, et l'investissement non-résidentiel ayant poursuivi son avancée (+4,4% en moyenne annuelle en 2023 après +5,2% en 2022). En revanche, la consommation des ménages a fait montre de résistance, apparaissant comme le moteur principal de la croissance du T4 notamment (+0,7% t/t). Toutefois, cette dernière devrait finir par subir plus visiblement l'effet négatif cumulé et différé du resserrement monétaire, en dépit de la poursuite attendue du processus désinflationniste. Ceci interviendrait par le biais d'une pression sur les revenus des ménages résultant d'une augmentation du taux de chômage (lequel s'élève à 3,7% en décembre 2023) et de la hausse des charges d'intérêts.

DE L'AJUSTEMENT MONÉTAIRE VERS L'ASSOULPISSEMENT ?

La dernière réunion de politique monétaire de 2023 a abouti à un maintien de la cible de taux d'intérêt de la Réserve fédérale. Cette cible est stable à 5,25% - 5,5% depuis juillet, conformément à notre scénario. Les projections médianes des membres du comité font toutefois état de baisses de taux en 2024, avec un taux directeur à 4,625% à la fin de cette année (contre 5,375% dans les projections précédentes), alors que nous voyons plutôt celui-ci à 4,0% et anticipons une première baisse de 25 pb au mois de mai. Pour les membres du FOMC, le degré de restriction de la politique monétaire apparaît donc suffisant, et le processus de désinflation assez avancé pour envisager un abaissement du taux directeur en 2024. À ce titre, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, s'élève à +3,2% a/a au T4 2023, contre +7,1% un an auparavant. Nous prévoyons que celle-ci atteindra +2,6% a/a au dernier trimestre 2024.

La Fed refuse toutefois de déclarer « mission accomplie ». D'abord, l'ampleur de la baisse de l'inflation sous-jacente est plus incertaine, notamment au regard de la résilience de l'inflation dans les services non-énergétiques hors logement (+4,6% a/a au T4 2023). Aussi, les premières baisses de taux relèveront d'ajustements permettant la stabilité des taux réels dans un contexte de baisse de l'inflation et non pas d'une volonté d'assouplissement.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En effet, la Réserve fédérale sait qu'il lui faut se montrer prudente dans la gestion d'un atterrissage de l'économie qu'elle espère en douceur, d'où le maintien de la référence à la possibilité de futures hausses de taux d'intérêt, si nécessaire, dans le communiqué consécutif à la dernière réunion. Par ailleurs, notons que cette approche moins restrictive sur les taux nominaux devrait induire un assouplissement des conditions financières.

PRIMAUTÉ DE LA POLITIQUE SUR L'ÉCONOMIE EN 2024

Les enjeux politiques vont occuper le devant de la scène au cours de l'année, avec en ligne de mire l'élection présidentielle qui aura lieu le 5 novembre. Il est à ce jour probable que les deux candidats de l'élection précédente (2020), à savoir le président sortant Joe Biden (D) et son prédécesseur Donald Trump (R), s'affronteront, une configuration inédite depuis 1968, bien que celle-ci soit rejetée par une majorité d'Américains selon les enquêtes d'opinion.

Le résultat final de l'élection est pour l'heure imprévisible. Cependant, il est à souligner que la marge de manœuvre du futur Président, notamment en matière de politique économique, dépendra de la configuration du Congrès issu des échéances électorales. À ce titre, les enjeux principaux relèveront de la politique budgétaire (une élection de Donald Trump accompagnée d'une majorité républicaine annonçant probablement une poursuite – ou une extension – des *tax cuts* de 2017), de la nomination du successeur de Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale et de l'évolution de la pratique américaine en matière de tarifs douaniers (*statu quo* avec Biden, amplification avec Trump). La poursuite des efforts en matière de lutte contre le réchauffement climatique dépendra également grandement de la couleur politique du futur président.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

CHINE

6

BILAN 2023 : DES FRAGILITÉS

En 2023, le rebond post-Covid de l'activité économique chinoise a été moins vigoureux qu'espéré. La crise du secteur immobilier semble même s'être aggravée en fin d'année, la demande de logements ne redémarre pas en dépit des mesures de soutien des autorités, et le moral dégradé des ménages pèse sur leur consommation. En revanche, le secteur manufacturier exportateur a affiché une performance meilleure que prévu au cours des derniers mois, contrastant avec celle des secteurs tournés vers le marché intérieur.

La croissance économique chinoise a atteint 5,2% en 2023, contre 3% en 2022. Ce redressement s'explique largement par la normalisation post-Covid de la demande intérieure et de larges effets de base. Il a également été aidé par un assouplissement monétaire et budgétaire prudent depuis l'été. Cependant, l'économie chinoise continue en réalité de faire face à un grand nombre de fragilités, qui devraient persister à court terme.

Ces fragilités se concentrent dans les secteurs tournés vers le marché intérieur et pèsent lourdement sur l'investissement et la consommation privée. En particulier, le secteur immobilier reste enlisé dans une crise profonde qui s'est encore aggravée en fin d'année 2023. L'investissement immobilier s'est contracté de 8% environ l'an dernier, comme en 2022. Les volumes de transactions immobilières ont chuté de -23% en g.a. en décembre, et de -18% sur l'ensemble de 2023, et la reprise apparente des mises en chantier observée en novembre (après 31 mois consécutifs de baisse) ne s'est pas confirmée. Seul le nombre de chantiers terminés continue de s'améliorer (+16% en 2023, après une baisse de -15% en 2022), grâce aux mesures mises en œuvre par les autorités visant à financer la finalisation des projets en cours. En revanche, les mesures introduites pour ranimer la demande de logements n'ont pas eu d'effets. Pour la première fois, l'encours total des crédits bancaires hypothécaires s'est contracté en 2023 (-1,5% en g.a. à fin septembre). Les stocks de logements invendus sont toujours excessivement élevés. Et les promoteurs immobiliers restent confrontés à d'énormes difficultés financières. L'accès aux crédits pour les promoteurs les plus sains s'est toutefois légèrement amélioré au cours des dix-huit derniers mois (le total des prêts bancaires aux promoteurs était en hausse de +4% en g.a. en septembre 2023, contre +1,5% à la mi-2022).

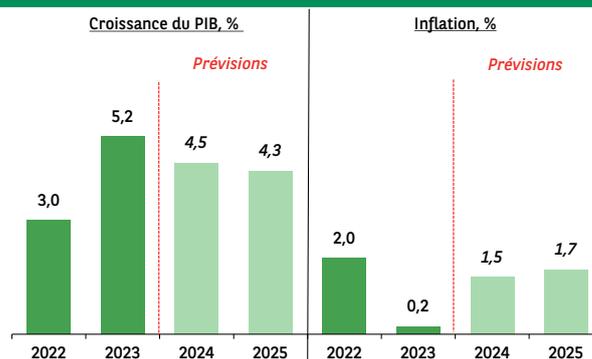
Le recul des prix immobiliers s'est poursuivi. En décembre, la baisse moyenne des prix des logements dans les 70 principales villes chinoises a atteint -4,1% sur un an et -0,8% sur un mois, soit les baisses les plus marquées depuis le début de la correction du secteur immobilier en 2021. La baisse globale des prix depuis le début de la crise est toutefois relativement modérée : à la fin de 2023, les prix des logements étaient en moyenne estimés 9% environ en dessous de leur niveau de mi-2021.

La perte de confiance des ménages, des investisseurs privés et des créanciers contribue largement à la persistance de la crise immobilière. Le moral dégradé des ménages explique aussi le rebond moins vigoureux que prévu de la consommation privée en 2023, en dépit des effets liés à la fin des restrictions à la mobilité. Les volumes de ventes au détail ont augmenté de 7%, après une contraction de 2% environ en 2022.

En parallèle, des pressions déflationnistes ont émergé au cours de l'année, en raison même de la faiblesse de la demande intérieure, mais aussi de la baisse des prix alimentaires (-3% en g.a. en moyenne au S2 2023, après une hausse de +2,5% au S1), de la correction des prix immobiliers et du recul des cours de l'énergie (les prix de l'essence ont ainsi chuté de -5,1% en 2023). Au final, l'inflation des prix à la consommation a ralenti de +1,3% en g.a. au T1 2023 à -0,3% au T4. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à +0,6% en g.a. en octobre-décembre, contre +0,7% sur les six mois précédents, un niveau faible par rapport aux années pré-Covid (l'inflation sous-jacente était de 1,6% en moyenne en 2019).

La progression du pouvoir d'achat des ménages est pourtant restée modérée en 2023 (le revenu disponible par tête s'est redressé de +6,1% en termes réels). Le chômage reste élevé chez les jeunes, et les perspectives

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

d'évolution de l'emploi sont incertaines, en particulier dans les secteurs de services dont le cadre réglementaire est devenu plus contraignant. Tous ces facteurs ont de quoi peser sur la confiance et les dépenses des consommateurs. A cela s'ajoutent des effets de richesse négatifs liés à la baisse des prix immobiliers et des cours boursiers.

Le redressement de l'activité dans les secteurs de services a fléchi en fin d'année, conséquence du manque de vigueur de la demande des ménages et de moindres effets de base. La croissance dans les services s'est établie à +8,5% en g.a. en décembre, interrompant quatre mois d'accélération graduelle. Elle est estimée à 8% sur l'ensemble de 2023 (après -0,1% en 2022).

Au contraire, la performance des secteurs manufacturiers et exportateurs s'est récemment renforcée. La croissance de la production industrielle a encore accéléré légèrement en décembre (+6,8% en g.a.) et a atteint +4,6% en 2023 (contre +3,6% en 2022). L'investissement manufacturier s'est aussi légèrement redressé au T4 2023. L'activité est largement tirée par les exportations, dont la performance s'est avérée meilleure que prévu en 2023 en dépit d'un environnement international peu porteur. Les exportations de marchandises se sont stabilisées en novembre et ont augmenté en décembre (+2,3% en g.a. en dollars courants), après six mois de baisse. Surtout, les volumes d'exportations ont rebondi ces derniers mois, aidés par les baisses de prix proposées par les entreprises chinoises pour renforcer leurs parts de marché. La Chine est, de fait, parvenue à développer sa gamme de produits (allant des biens de consommation à faible valeur ajoutée aux produits de technologie verte), à s'imposer sur le marché des véhicules électriques, et à diversifier ses marchés pour tenter de compenser la baisse des ventes aux États-Unis et à l'Union européenne.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA BASCULE MONÉTAIRE SE RAPPROCHE

Catastrophe naturelle, crise politique : l'année 2024 débute difficilement pour le Japon. Les répercussions économiques du séisme qui a frappé la côte ouest du pays le 1er janvier 2024 devraient néanmoins être assez limitées en raison de la préparation efficace et de la réaction rapide des autorités face à ce type d'évènement. Après une croissance attendue à +0,4% t/t au quatrième trimestre 2023, le rythme devrait ralentir au premier trimestre 2024 mais rester positif à 0,2% t/t. La baisse de l'inflation et des rendements obligataires en fin d'année 2023 donne de l'air à la Banque du Japon (BoJ) qui devrait mettre un terme à sa politique de taux d'intérêt négatifs en mars ou avril. Le chemin vers une normalisation monétaire reste tortueux pour la BoJ qui, par ses achats massifs d'obligations d'État, a accru les problèmes de liquidité et la volatilité sur le marché des JGBs.

Au niveau politique, la rentrée 2024 s'annonce délicate pour le Premier ministre japonais Fumio Kishida. Le Parti libéral démocrate (LDP) est au cœur d'un scandale depuis le mois de décembre 2023, plusieurs de ses membres ayant failli à leur obligation de déclarer des fonds versés dans le cadre de leur fonction politique. De nouveaux éléments parus en ce début d'année remettent le sujet sur le devant de la scène alors qu'un remaniement du gouvernement au cours du mois de décembre avait permis d'en exclure les membres impliqués. La cote de popularité de Kishida est au plus bas, se révélant même la plus faible pour un Premier ministre depuis 1947. Le mandat actuel de Kishida en tant que président du LDP se termine fin septembre 2024, date à laquelle des élections du parti doivent avoir lieu, mais il pourrait être contraint de démissionner avant cet automne.

La situation sur le plan économique est également perturbée, l'activité est restée heurtée en 2023. Au premier semestre, la croissance a été portée par les exportations de services après la suppression tardive des dernières restrictions aux frontières et grâce au retour des touristes (+1,2% t/t au T1 et +0,9% t/t au T2). Cette dynamique s'est ensuite essouffée et les fragilités de la demande privée (consommation des ménages, investissement des entreprises) ont largement pesé sur les chiffres de croissance du T3 (-0,7% t/t). Nous anticipons un rebond de l'activité au T4 2023 (+0,4% t/t), ce qui placerait la croissance à 2,1% en moyenne annuelle en 2023.

En dépit de la hausse des coûts de production et des pénuries de main d'œuvre toujours très importantes¹, le bilan pour les entreprises japonaises en 2023 reste, dans l'ensemble, positif, au regard notamment des bénéfices (avant intérêts et impôts) qui ont atteint un record au T3 2023². La dépréciation du Yen a permis une hausse significative des bénéfices rapatriés depuis l'étranger. Toutefois, cet effet a principalement bénéficié aux grandes entreprises disposant de filiales à l'étranger et d'un pouvoir de marché plus important que les petites et moyennes entreprises.

La hausse des prix à la consommation montre des signes de fléchissement : l'inflation hors produits périssables est retombée à 2,1% a/a en décembre 2023 dans la région de Tokyo depuis un plus haut à 4,3% a/a en janvier 2023. Cela profite, semble-t-il, à la confiance des ménages, qui a progressé en décembre pour le quatrième mois consécutif. Cela devrait soutenir la consommation qui reste encore bien en dessous des niveaux observés avant la pandémie. Face à des rémunérations qui ne décollent pas, la progression des salaires réels est restée en territoire négatif tout au long de l'année, atteignant une baisse de 3,0% a/a en novembre 2023.

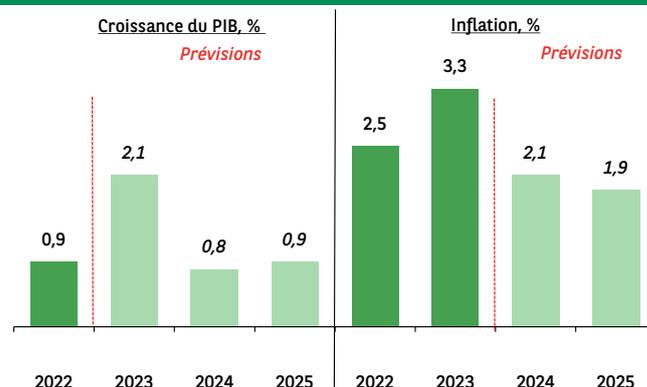
UN CHANGEMENT DE CAP MONÉTAIRE RISQUÉ

La BoJ a maintenu une politique monétaire expansive en 2023. Seule la politique de contrôle des taux d'intérêt (*Yield Curve Control* ou YCC) a été rendue plus flexible avec une hausse successive, en juillet puis en octobre, du plafond d'intervention sur les obligations d'État à 10 ans. La politique de taux d'intérêt négatifs (NIRP) est restée en place. Les décideurs japonais, marqués par des années de faible hausse des prix, cherchent à favoriser une inflation endogène et pérenne à travers le renforcement d'une boucle inflation-salaires.

¹ BNP Paribas Graphiques de la semaine. Les difficultés de recrutement s'intensifient au Japon, 10 janvier 2024.

² Source : ministère des Finances japonais. En cumulé sur un an, les bénéfices des entreprises, avant intérêts et impôts, ont atteint JPY 73 200 mds, un record. Ils représentent 12,3% du PIB, un niveau proche du plus haut historique enregistré au T3 2018 à 12,5%.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En ce sens, les négociations salariales annuelles (*shunto*), qui se tiendront au cours du premier trimestre 2024, devraient apporter des informations importantes aux membres de la BoJ. La réunion des 18 et 19 mars (première réunion post-*shunto*) pourrait donc donner lieu à une première hausse de taux, ce qui mettrait fin ainsi à près de huit années de taux directeurs négatifs. Une seconde hausse interviendrait d'ici la fin d'année 2024.

2024 s'annonce donc comme l'année du pivot monétaire au Japon, mais un pivot dans le sens inverse de celui anticipé pour les autres banques centrales puisqu'il s'agirait non pas d'une baisse de taux mais de la première hausse depuis 17 ans. La sortie de la NIRP représente un défi de taille pour la BoJ, qui a continué d'acheter une grande quantité d'obligations d'État en 2023 dans le cadre de sa politique de YCC. La part des JGBs détenue par la banque centrale japonaise, qui avait dépassé la barre symbolique de 50% au T1 2023, a atteint 51,5% au T3. Par ailleurs, certaines institutions, qui détiennent dans leur bilan une part importante d'obligations publiques, seraient potentiellement exposées à une remontée des taux obligataires. C'est notamment le cas des fonds d'assurance et de retraite pour lesquels les titres d'État représentent plus d'un tiers de leurs actifs, selon les données du Flow of Funds de la BoJ. Enfin, la normalisation monétaire de la BoJ, couplée au début du cycle de baisse des taux directeurs par la Réserve fédérale américaine et la BCE, devrait réduire le différentiel des taux de rendement à 10 ans entre le Japon et les autres économies développées. Cela pourrait encourager les investisseurs japonais, très présents sur les marchés obligataires mondiaux, à rapatrier une partie de leurs investissements vers le Japon et mener à une appréciation brutale du Yen.

Guillaume Derrien (avec la collaboration de Nassim Khelifi, stagiaire)

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



L'INFLATION REFLUE, LA BCE CONTRÔLE

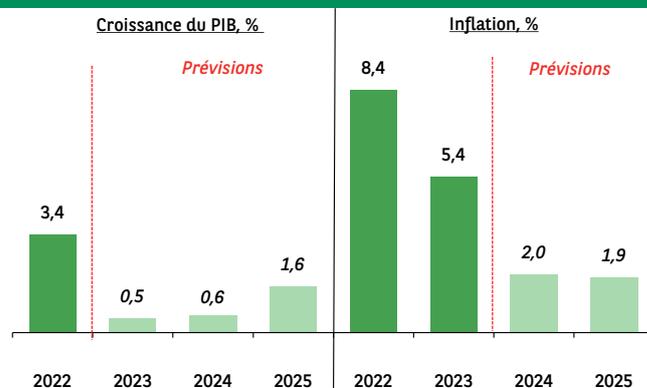
L'activité en zone euro devrait se renforcer légèrement en 2024, portée par le reflux de l'inflation et le début du cycle baissier des taux directeurs, qui interviendrait en avril d'après nos prévisions. Le marché du travail surprend toujours favorablement. Néanmoins, l'activité industrielle se replie nettement et reste très exposée à une escalade des tensions en mer Rouge et aux répercussions sur le transport maritime et les chaînes d'approvisionnement. Cette année 2024, rythmée par de nombreuses échéances législatives et présidentielles nationales (Finlande, Portugal, Belgique, Autriche) et européennes (du 6 au 9 juin), redessinera aussi les contours du paysage politique dans la région et les rapports de force au sein du Parlement européen.

La croissance et l'emploi en zone euro ont dans l'ensemble bien résisté au choc des taux d'intérêt en 2023. En 2024, la hausse de l'activité resterait sensiblement identique, serait même en légère progression d'après nos prévisions : l'économie allemande reprendrait quelques couleurs, après une contraction en 2023, tandis que le Sud de l'Europe (Italie, Espagne) tirerait à nouveau à la hausse la moyenne de la zone euro. La croissance française se situerait, comme très souvent, dans la moyenne, en l'occurrence sur le même rythme que la zone euro. L'inflation dans la région a, par ailleurs, nettement reflué au cours du second semestre 2023. Sa légère remontée en décembre, à 2,9% en g.a., est due à des effets de base défavorables sur la composante énergie. Le repli d'un certain nombre d'indicateurs alternatifs (anticipations d'inflation des ménages, indice PCCI de la BCE) envoie un signal désinflationniste encourageant, se traduisant notamment par un rebond de la confiance des ménages (Commission européenne), qui s'établissait en décembre à son plus haut niveau en près de deux ans.

Le marché du travail défie toujours les craintes de retournement, avec un taux de chômage qui s'est maintenu en novembre au plus bas historique, à 6,4%. Une dégradation est cependant toujours attendue en 2024, mais dans une ampleur qui resterait limitée. Cela reste, pour l'heure, cohérent avec l'évolution des indices PMI : l'indice d'emploi ne s'est que très légèrement détérioré depuis le mois d'août et restait proche du seuil des 50 en décembre (49,7). Pendant ce temps, l'activité industrielle en zone euro continue de perdre du terrain, pénalisée par une conjonction de facteurs défavorables : ralentissement en Chine et accroissement des tensions commerciales avec Pékin, concurrence étrangère accrue sur de nouveaux secteurs (on pense évidemment au secteur automobile). Le repli de la production industrielle par rapport au point haut de septembre 2022 atteignait 7,3% en novembre 2023. L'hypothèse selon laquelle le secteur manufacturier devance les services au cours du cycle était à nouveau mis en avant dans le dernier bulletin économique de la BCE¹. Jusqu'ici, ses effets d'entraînement négatifs sur le reste de l'activité sont restés limités.

Face aux anticipations des marchés sur le début et l'ampleur des baisses de taux d'intérêt en 2024, les membres de la BCE ont cherché à temporiser. Robert Holzmann, gouverneur de la Banque d'Autriche, considéré comme un « faucon », est même allé jusqu'à évoquer que le début du cycle baissier des taux d'intérêt n'interviendrait pas avant 2025, dans le cas où les tensions au Moyen-Orient et ses répercussions économiques venaient à s'accroître². Au vu de l'évolution de la situation dans la région, et des premiers effets tangibles sur le fret maritime, ce scénario ne peut malheureusement pas être totalement écarté. La BCE ne considère toutefois pas que la phase d'atterrissage de l'inflation vers l'objectif des 2% sera rapide, ce qui suppose un cycle de baisse des taux plutôt étendu dans le temps (« higher for longer »).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Ses dernières projections macroéconomiques, datant de décembre, n'indiquent pas un retour pérenne à la cible avant le second semestre 2025, ce qui constitue une phase de désinflation bien moins rapide que ce que nous anticipons. D'après nos prévisions, ce retour aurait lieu au milieu de cette année 2024.

Lors de sa dernière réunion de politique monétaire en décembre, la BCE a également décidé d'accélérer la baisse de son bilan (*quantitative tightening*) en commençant, dès le second semestre 2024, à réduire son programme de réinvestissements d'actifs détenus au titre du PEPP, à hauteur de EUR 7,5 mds par mois en moyenne, avant de le clôturer à partir de janvier 2025. Ce programme, mis en place au début de la crise sanitaire en avril 2020, a été d'une ampleur substantielle puisque le montant des actifs détenus au titre du PEPP (EUR 1 670 mds) représentait, en janvier 2024, un quart du bilan de la BCE, qui s'élève à environ EUR 6 900 mds. Les actifs détenus au travers du programme de rachat d'obligations publiques (PSPP), qui est le volet le plus important du programme d'assouplissement quantitatif (APP) (introduit en mars 2015, et dont les rachats nets se sont achevés en décembre 2018), s'élèvent à EUR 2 400 mds, soit un peu plus d'un tiers du bilan de la BCE.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Voir *Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services*, bulletin économique de la BCE, janvier 2024

² Voir *ECB's Holzmann Warns Rate Cuts Aren't Guaranteed This Year*, Bloomberg, 15 janvier 2024



ALLEMAGNE

9

A QUAND LE RETOUR DE LA CROISSANCE ?

Le ralentissement conjoncturel que connaît l'économie allemande, similaire à celui traversé par la zone euro, s'inscrit dans une stagnation plus ancienne, le dernier trimestre de croissance significative datant du T3 2022. Ce chiffre étant encore biaisé à la hausse, la période bénéficiant du rebond post-Covid. Si l'augmentation des prix de l'énergie a été suffisamment forte en 2022 pour faire ressortir les faiblesses manifestes de l'économie allemande, concentrée sur des secteurs énergivores, certaines de ces faiblesses préexistaient. Dans ce contexte, la perspective d'un retour à la croissance, qui est notre scénario pour le printemps 2024, notamment en raison du reflux de l'inflation, reste entourée de profondes incertitudes et d'un aléa baissier.

Une période de stagnation qui se prolonge, c'est ainsi que l'on peut caractériser l'économie allemande, avec une croissance qui manque à l'appel depuis le T4 2022. Les estimations préliminaires de Destatis conduisent même à un chiffre négatif pour le 4e trimestre 2023 (-0,3% t/t) et pour l'ensemble de l'année 2023 (-0,1%).

Parmi les chaînons manquants, la consommation des ménages (inférieure à l'avant Covid à la différence de nombre de pays européens, dont la France) et les exportations ont toutes deux suivi la même trajectoire d'érosion que le PIB depuis le T4 2022. La demande (intérieure comme extérieure) est donc en berne, ce que confirme l'enquête de la Commission européenne. Selon cette dernière, la demande était, au T4 2023, un facteur limitant la production pour 23% des entreprises dans l'industrie (+10 points en 6 mois).

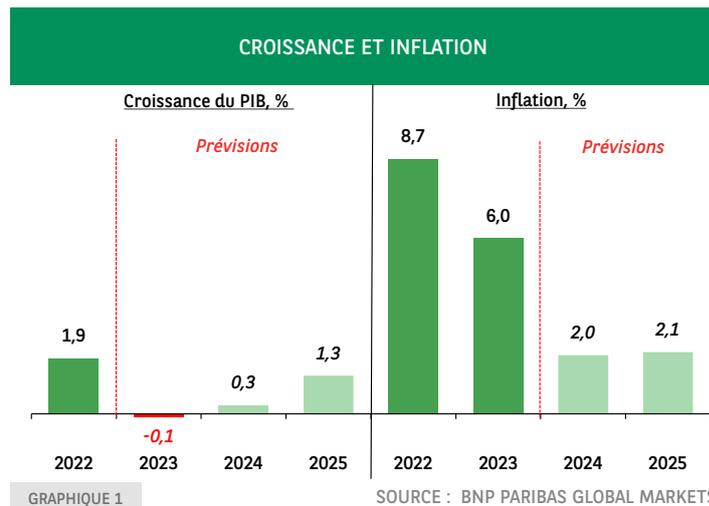
Certes, l'Allemagne subit, comme ses partenaires de la zone euro, les conséquences du choc inflationniste. Elle vend donc moins tant sur son territoire que chez ses voisins, mais le pays commence également à pâtir d'une perte de débouchés à l'extérieur de la zone euro, notamment en Chine (baisse de 8,6% a/a des exportations en valeur sur les 11 premiers mois de 2023). La volonté de la Chine de substituer des productions locales subventionnées aux importations est notoire. Et cette volonté est renforcée par l'avance prise par les constructeurs chinois en termes de développement de la voiture électrique.

LE PRINTEMPS SERA (-T-IL) DE RETOUR (?)

L'Allemagne fait partie des pays à avoir connu la désinflation la plus rapide en 2023, notamment en raison d'une base de comparaison favorable - les prix de l'énergie se sont largement transmis aux prix à la consommation et à la production jusqu'en novembre 2022, avant un net reflux - mais aussi parce que la dynamique inflationniste s'est largement atténuée depuis la fin 2022. Ainsi, l'inflation (indice harmonisé) a décliné depuis un pic à 11,6% a/a en octobre 2022 vers le chiffre de 3,8% a/a en décembre 2023 (et 6,4% en août dernier). Surtout, les données désaisonnalisées montrent que les prix n'ont augmenté que de 0,6% entre juin et décembre 2023 (contre 3,1% entre décembre 2022 et juin 2023 et 3,6% entre juin et décembre 2022). La dynamique inflationniste est donc enrayerée.

Un frémissement a pu être observé sur le climat des affaires (IFO et ZEW), sur la composante anticipations, accréditant l'idée d'un rebond conjoncturel à venir. Ces anticipations restent toutefois hésitantes et s'expliquent par l'anticipation d'un assouplissement monétaire. S'il est vrai que notre scénario central comporte une baisse de taux directeurs par la BCE dès avril (de 25 points de base, pour un total de 125 pdb anticipés en 2024), celle-ci suffira-t-elle, avec la baisse de l'inflation, pour entraîner un redémarrage de la croissance allemande ?

Des freins persistent en effet, notamment parce que la politique budgétaire devrait agir en sens contraire. Ainsi, le jugement de la cour constitutionnelle de Karlsruhe, qui a conduit à réintégrer aux finances publiques allemandes des éléments jusqu'ici comptabilisés hors-budget, n'a pas modifié la décision de revenir à la règle limitant le déficit budgétaire à 0,35% du PIB dès 2024 : il en résulte le retrait d'un certain nombre de soutiens budgétaires, notamment une partie de ceux bénéficiant au verdissement de l'économie, dont la fin prématurée de l'aide à l'achat d'automobiles électriques.



Ce jugement et les décisions prises pour y répondre ont pesé sur la confiance des ménages qui n'a presque pas rebondi malgré la désinflation récente et contrairement à ce que l'on peut observer dans d'autres pays : les soldes d'opinion des ménages allemands sur la situation économique restent nettement en deçà de leur moyenne historique tant concernant les 12 derniers mois (-42) que les 12 prochains (-29) dans l'enquête de la Commission européenne de décembre 2023.

Il se pourrait toutefois que la désinflation engagée stimule l'optimisme des ménages : le solde d'opinion de l'enquête ménages GfK sur l'opportunité d'acheter a rebondi à -8,8 en décembre contre -15 en novembre (un niveau dont l'indicateur était resté voisin depuis 18 mois).

LE TEMPS QUI PASSE NE SE RATTRAPE GUÈRE

Le rebond, s'il intervient, devrait être conjoncturel. D'un point de vue structurel, les éléments qui ont engendré une sous-performance de l'Allemagne au regard de ses voisins européens depuis près de 6 ans demeurent présents. Pour le pays, le verdissement de l'économie est un défi à brève échéance, en cela qu'il remet profondément en cause les positions établies et que l'Allemagne reste spécialisée dans des secteurs énérgo-intensifs et émetteurs de CO₂, dont l'automobile, la chimie ou la métallurgie. L'un des risques pour le pays est ainsi que la baisse des émissions aille de pair avec une vague de désindustrialisation (et de délocalisations) plus franche que celle déjà intervenue, telle que mesurée par la baisse des capacités de production de l'industrie entre fin 2017 et fin 2023 qui atteint 6% selon nos estimations.

Selon Agora Energiewende, l'industrie allemande a vu ses émissions de CO₂ diminuer de 12% en 2023, phénomène que l'institut explique en premier lieu par la contraction, dans le même temps, de la production manufacturière, en particulier des secteurs énérgo-intensifs (chimie-pharmacie avec -8,2% a/a ou bois-papier avec -13,4% a/a sur janvier-novembre 2023).

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

FORCES ET FAIBLESSES DE LA CROISSANCE

La croissance française s'est affaiblie en 2023, comme en témoigne le bas niveau atteint en décembre par les indicateurs de climat des affaires. Toutefois, 2024 devrait amorcer la voie de la reprise. Des prix de l'énergie bien plus bas que début 2023 permettront notamment une poursuite du recul de l'inflation, qui ne devrait pas être remis en cause par le retrait de la majeure partie du bouclier tarifaire encore présent sur l'électricité. Le rebond des salaires réels, la bonne santé du secteur de l'aéronautique et la poursuite du verdissement de l'économie devraient permettre un atterrissage en douceur de la croissance en 2024, à 0,6% en moyenne annuelle. La remontée du chômage, attendue modérée, et celle plus marquée des défaillances d'entreprises constituent toutefois des risques à la baisse.

La croissance du PIB français aura nettement ralenti en 2023, à 0,8% en moyenne annuelle selon nos estimations, après 2,5% en 2022, avec même -0,1% t/t au T3 (selon les données disponibles au moment où nous écrivons). Si cette dernière peut en partie être attribuée au contrecoup d'un bon T2 (+0,6% t/t), notamment du point de vue des exportations aéronautiques et navales, l'affaiblissement de la croissance en 2023 reste notable. Il provient d'une faible croissance de la consommation des ménages (rôle de l'inflation sur la consommation alimentaire notamment) et d'une baisse de leur investissement. A contrario, l'investissement des entreprises et le commerce extérieur (rebond de l'aéronautique et de la production d'électricité) ont soutenu la croissance.

ENTRE REBONDS ET VERDISSEMENT

Nous estimons que les effets rebonds ont particulièrement favorisé la croissance en 2023. Le premier (pour 0,35 pp) concerne l'électricité. La baisse de la production avait conduit la France à devenir importatrice nette en 2022, retirant 0,4 point à la croissance. 2023 a vu l'excédent se reconstituer. Le deuxième effet rebond (pour 0,3 pp) concerne les exportations aéronautiques. Autant l'effet rebond dû à l'électricité apparaît exceptionnel, autant le second devrait se répéter et apporter de nouveau 0,3 point à la croissance française en 2024 (si Airbus tient son objectif d'augmentation des livraisons).

Les transitions que la France doit mener à bien sont un autre soutien récurrent à la croissance. La transition numérique peut s'appréhender au travers de l'investissement des entreprises en information et communication, dont nous estimons la croissance en 2023 à près de 8% en volume (contribution de 0,3 point à la croissance du PIB). Le verdissement de l'économie produit d'ores et déjà des effets. Les véhicules électriques ont contribué pour plus de moitié à la hausse de 15% des immatriculations automobiles en 2023. Le secteur de l'énergie renouvelable, lui, a contribué pour un tiers à la croissance de la production d'électricité en 2023 et a également soutenu la production manufacturière : hausse de 66% a/a de la production de moteurs et turbines (hors moteurs d'avions et de véhicules) en moyenne annuelle à fin novembre. Concernant les travaux d'amélioration de la performance énergétique des bâtiments, la CAPEB (Confédération de l'Artisanat et des Petites Entreprises du Bâtiment) qui calcule un indicateur en volume notait un ralentissement en cumul sur les 3 premiers trimestres de 2023 (+2% a/a, après +3,8% en 2022).

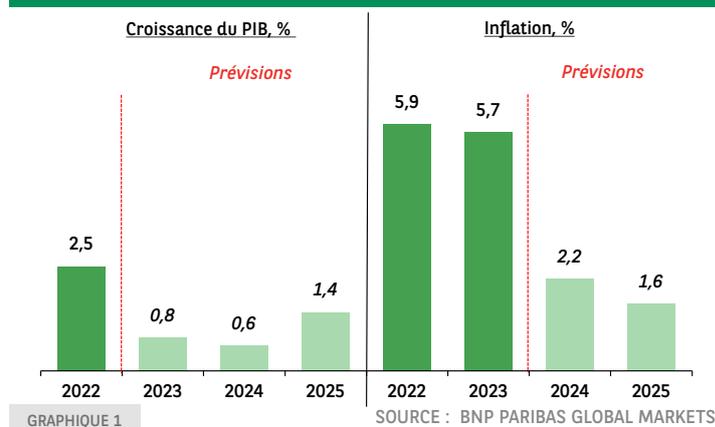
La rénovation d'un bâtiment étant souvent liée à une transaction immobilière, la diminution de ces dernières (928 000 en cumul sur 12 mois à fin septembre 2023, contre 113 8000 un an plus tôt) explique probablement ce ralentissement.

Il importe que le soutien budgétaire au verdissement se maintienne. Le « budget vert » de la France bénéficie de davantage de moyens, avec une hausse de EUR 7 mds des dépenses bénéficiant à la planification écologique (réaffectation d'une partie de la somme libérée par l'augmentation programmée des taxes sur le gaz et sur l'électricité). Cette réallocation devrait permettre au budget français d'être nettement moins procyclique, qu'en 2012-13 où la baisse de la croissance s'était accompagnée de la volonté de réduire fortement le déficit.

MOINS D'INFLATION, MAIS PLUS DE DÉFAILLANCES

Au T3 2023, la France faisait encore partie des pays où les prix progressaient plus vite que les salaires (salaire mensuel de base à +4,2% a/a et inflation à 4,7% a/a selon l'IPC de l'Insee).

CROISSANCE ET INFLATION



Si la France avait davantage limité son inflation que ses voisins de la zone euro en 2022 (bouclier tarifaire sur l'énergie), sa désinflation a été plus lente en 2023, avec des hausses plus fortes des prix du gaz et de l'électricité (réduction du bouclier). La croissance des salaires devrait ralentir entre 2023 (+4,4% selon le salaire mensuel de base) et 2024 (2,8%), mais elle dépasserait désormais celle des prix (2%), un soutien pour la consommation des ménages en 2024.

Les entreprises ont, en parallèle, vu leurs coûts augmenter. Si les prix de l'énergie et les salaires y ont contribué, cette hausse s'observe également en volume, puisque leurs consommations intermédiaires (CI) en volume ont atteint en 2023 (du T1 au T3) une proportion inédite de 52% de la production. Cette progression des CI explique la différence entre la croissance de la production brute (1,7% a/a sur les 3 premiers trimestres) et celle de la valeur ajoutée des branches (1,1% a/a).

Alors que le choc lié à l'inflation élevée se dissipe, celui sur les taux d'intérêt continuera de produire ses effets en 2024, même si l'on s'attend à ce que ce soit de moins en moins. La baisse de l'activité dans le bâtiment devrait toutefois se renforcer, à la suite de la contraction marquée des carnets de commandes en 2023, et a par ailleurs commencé à se répercuter sur les défaillances d'entreprises. Ces dernières ont dépassé au T4 2023 leur niveau du T4 2019 de près de 25% dans le bâtiment (chiffre qui vaut aussi au global), selon les données de la Banque de France, atteignant un niveau qui n'a été dépassé qu'à deux reprises : entre le T4 2008 et le T1 2016 et entre le T4 1992 et le T2 1994. Altarès avait estimé en 2022 que les défaillances menaçaient 143 000 emplois, soit 3,4 emplois par défaillance. En 2023, ce sont 240 000 emplois qui sont menacés soit 4,2 emplois par défaillance : un risque à la hausse sur la remontée modérée que nous anticipons du taux de chômage (à 8% fin 2024 contre 7,4% au T3 2023) et qui inciterait les ménages à maintenir un taux d'épargne élevé (après déjà 17,4% de leur revenu disponible brut au T3 2023).

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



UNE REPRISE PLUS LENTE ET PLUS INCERTAINE

En 2023, la reprise italienne a ralenti, avec quelques à-coups. Après avoir soutenu la croissance au premier semestre, l'investissement s'est inscrit en recul. De son côté, la consommation a surpris à la hausse (+1,5 % par rapport au T4 2022). Les ménages ont bénéficié d'une amélioration significative des conditions du marché du travail et d'un reflux de l'inflation et leur confiance s'est redressée, ce qui a permis de soutenir les dépenses privées. Au T4 2023, en raison de la décélération des prix de l'énergie (+1,2 % en moyenne en 2023 contre +50,9 % en 2022), l'inflation a fortement ralenti.

BAISSE DE L'INVESTISSEMENT ET REBOND DE LA CONSOMMATION

En 2023, la reprise italienne a ralenti, avec quelques à-coups. Le PIB réel a progressé de 0,6 % t/t au T1, puis il a reculé de 0,4 % t/t au T2, avant de repartir légèrement à la hausse au T3 (+0,1 % t/t). Malgré un repli du taux de croissance annuelle à 0,1 %, le PIB reste près de 3,5 % plus haut qu'au T4 2019 – un niveau supérieur à la moyenne de la zone euro.

Au cours des trois premiers trimestres de l'année 2023, la contribution du commerce extérieur a été négative, les exportations ayant reculé davantage que les importations. Sous l'effet du ralentissement du commerce mondial et de l'évolution décevante de l'économie allemande, les ventes à l'étranger (en valeur) n'ont progressé que de 1% a/a entre janvier et octobre – alors qu'elles avaient augmenté d'environ 20% entre 2021 et 2022.

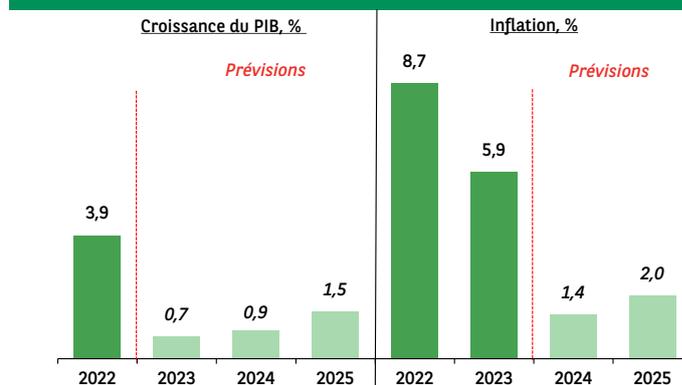
Après avoir soutenu la reprise de l'activité au premier semestre, l'investissement a fini par se retourner. D'une part, les dépenses de construction ont été affectées par la suppression progressive des incitations fiscales à l'amélioration des bâtiments, introduites durant la crise du Covid-19. D'autre part, les dépenses en machines et équipements ont ralenti en raison de la détérioration de la rentabilité des entreprises. Les sociétés non financières italiennes ont en effet été affectées négativement par la hausse des taux d'intérêt et par l'augmentation des prix à la production et des coûts salariaux, leur taux de marges a ainsi reculé à 42,5% au T3 2023.

Pendant l'été, la consommation a, en revanche, surpris à la hausse, portée par l'amélioration significative des conditions du marché du travail et le ralentissement de l'inflation (voir ci-dessous). La consommation est ainsi en hausse d'environ 1,5% par rapport au T4 2022. Au T3, le taux d'emploi a atteint 61,5 %, soit le niveau le plus élevé des vingt dernières années. Le nombre de personnes en emploi a augmenté de 535 000 par rapport au T4 2019, en raison de la croissance du nombre de personnes occupant un emploi permanent, qui a largement compensé la diminution de celles occupant un emploi temporaire et des travailleurs indépendants. Le revenu disponible brut des ménages s'élève désormais à EUR 331 mds, ce qui a entraîné une hausse du pouvoir d'achat de près de 4 % au cours des trois derniers trimestres. La confiance des ménages s'est ainsi redressée, à un niveau bien supérieur à la moyenne de long terme, soutenant également les dépenses privées.

RALENTISSEMENT MARQUÉ DE L'INFLATION

L'inflation a affiché un recul important au T4 2023. Après +1,7 % et +0,7 % a/a, enregistrés respectivement, en octobre et en novembre, les estimations préliminaires indiquent que l'inflation mesurée sur la base du panier national de l'indice des prix à la consommation (NIC) n'a augmenté que de 0,6 % a/a en décembre (elle s'élevait à +11,6 % en décembre 2022). En moyenne annuelle, les prix à la consommation ont ainsi augmenté de 5,7% en 2023, après 8,1% en 2022. Cette baisse de l'inflation s'explique principalement par la forte décélération des prix de l'énergie (en hausse de +1,2 % en moyenne en 2023 contre +50,9 % en 2022).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En revanche, les prix alimentaires ont, en raison de leur hausse enregistrée au premier semestre 2023, poursuivi leur accélération, augmentant de +9,8 % en moyenne annuelle après +8,8 % en 2022. L'inflation sous-jacente s'est, quant à elle, établie à 5,1 %, en baisse par rapport à 2022 (+3,8 %).

Au T3 2023, les prix des logements ont stagné sur une base trimestrielle mais restent en hausse en glissement annuel (+1,8 % a/a contre 0,7 % au T2 2023 selon les données d'Istat). Cette évolution est due à la forte hausse des prix des logements neufs (+8 % a/a contre +0,6 % au T2 2023), qui représentent toutefois à peine 18 % du stock de logements en Italie. Les prix des logements dans l'ancien progressent, pour leur part, moins vite (+0,5 % a/a après +0,7 % au T2 2023). L'acquis de croissance pour 2023 s'élève ainsi à +1,3 % (+4,7 % pour les logements neufs et +0,6 % pour les logements existants). D'après les estimations de la Banque d'Italie, au T3 2023, les prix des logements en termes réels sont en recul pour le septième trimestre consécutif (-3,6 % a/a). Cependant, du fait du ralentissement de l'inflation depuis septembre, la variation trimestrielle des prix réels est positive (+1,5 %) pour la première fois depuis la mi-2022. Du côté des transactions, le marché de l'immobilier reste déprimé : au T3 2023, les volumes ont reculé de 9,8% a/a au niveau national.

Paolo Ciocca
paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli
simona.costagli@bnlmail.com



LA CONSOMMATION DES MÉNAGES RESTE LE PRINCIPAL FACTEUR DE CROISSANCE

Au troisième trimestre 2023, la croissance espagnole s'est légèrement modérée à 0,3% t/t. Elle a été principalement portée par la consommation des ménages, elle-même soutenue par la résilience du marché du travail et la progression des salaires réels. Après une remontée au cours du second semestre (de 1,6% a/a en juin à 3,3% en décembre selon la mesure harmonisée), l'inflation devrait de nouveau baisser en 2024 et s'inscrire en dessous de la cible de 2% dès le T3. Nous prévoyons que la croissance reste modérée en fin d'année 2023 et début 2024 (0,2% t/t), avant de redevenir plus franchement positive. L'Espagne restera l'un des moteurs de la zone euro pour une année supplémentaire – avec une croissance attendue de 1,5% en moyenne annuelle contre 0,6% pour la zone euro.

La fin de l'année 2023 en Espagne fut rythmée par des actualités d'ordre politique. Quatre mois après les élections générales anticipées et l'échec d'Alberto Núñez Feijóo à obtenir l'investiture du Congrès des députés, Pedro Sánchez a finalement été reconduit à la tête du gouvernement. Cette réélection a été rendue possible par le soutien des partis régionaux – dont les indépendantistes catalans –, ainsi que par l'accord de coalition négocié entre le parti socialiste (PSOE) et l'alliance de partis de gauche, Sumar. Des risques d'instabilité politique demeurent néanmoins présents, la position minoritaire du gouvernement au parlement étant à même de le rendre vulnérable aux demandes des petits partis de l'opposition.

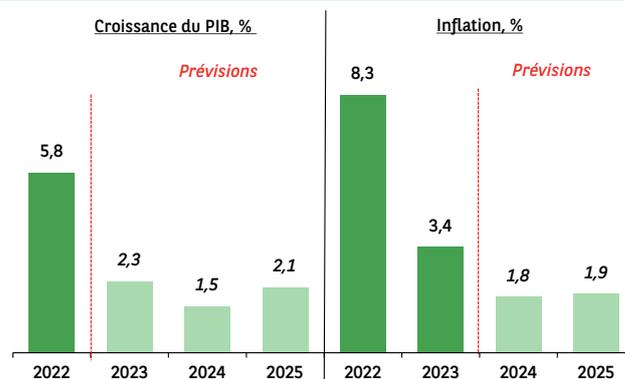
L'approbation par le Parlement de la prolongation des mesures fiscales anti-crise en place depuis novembre 2022, sur la première partie de l'année 2024, apporte également son lot de surprises. Ces mesures comprennent notamment la hausse progressive des impôts sur l'énergie mais le maintien de la réduction de la TVA sur les aliments de base, la prolongation pendant un an de plus du rabais sur la tarification des transports urbains, et la prolongation du mécanisme permettant aux ménages endettés à taux variables de restructurer leurs prêts en taux fixes sans payer de commission supplémentaire. Bien qu'elles soient amenées à disparaître au cours du premier semestre, ces dispositions permettront de maintenir une inflation modérée et d'apporter un soutien aux ménages.

Le taux de croissance annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a nettement ralenti en comparaison à 2022 (-4,9 pp sur un an ; à 3,4% en moyenne annuelle). La déflation des prix de l'énergie, principal facteur de la décélération des prix cette année, s'étant atténuée au second semestre, l'inflation a connu une nouvelle hausse au T4 : en décembre, elle se situe à 3,3% a/a, un niveau supérieur à celui de l'ensemble de la zone euro (2,9%).

LE MARCHÉ DU TRAVAIL S'EST MONTRÉ RÉSILIENT SUR L'ENSEMBLE DE L'ANNÉE

La réforme du marché du travail de 2021 continue de porter ses fruits. La hausse de l'emploi se poursuit (+700 000 sur un an au T3 2023) et entraîne à la baisse le nombre de chômeurs (2,7 millions en décembre, -130 000 sur un an). Bien qu'il reste toujours le plus élevé de la zone euro, le taux de chômage espagnol a atteint son niveau le plus bas en quinze ans (11,9% en décembre). Le taux de croissance des rémunérations moyennes négociées dans les accords de branches (+3,5% en g.a en novembre) est repassé au-dessus de l'inflation. Ce retour à une progression des salaires en termes réels permet de soutenir l'activité, principalement dans le secteur des services. L'indice PMI d'activité associé a enregistré une nouvelle amélioration en décembre et retrouvé son niveau d'il y a cinq mois (51,5). Les perspectives d'emploi dans le secteur sont également positives : selon l'enquête de la Commission européenne, les entreprises anticipent des hausses d'emploi au cours des trois prochains mois. Le secteur de la construction indique lui aussi voir sa production contrainte en raison d'un manque de main d'œuvre (niveau le plus élevé depuis 2015). De ce fait, bien que les dynamiques de recrutement des entreprises puissent être affectées par les hausses des coûts du travail (+5,7% a/a au T3 2023), nous anticipons de bonnes perspectives d'emploi pour l'année 2024.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LA CONSOMMATION, PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE

Le moteur de la croissance espagnole a été, en 2023, la consommation finale des ménages. Elle devrait conserver ce rôle en 2024, au regard de la reprise des ventes au détail enregistrée en novembre (+0,9% m/m, 5,3% a/a) et de l'amélioration de la confiance des consommateurs observée depuis septembre 2023 (+4,4 points sur trois mois selon l'enquête de la Commission européenne). La consommation étrangère devrait également contribuer positivement à la croissance de l'activité cet hiver. Depuis juin 2023, le nombre de touristes est de nouveau supérieur à son niveau pré-Covid de 2019. Les exportations de biens et de services s'en trouveront soutenues, de même que le PIB. Selon nos prévisions, la croissance espagnole s'élèvera à +0,2% t/t au T4 2023 et au T1 2024. Pour l'ensemble de l'année 2024, elle resterait supérieure (+1,5%) à celle de la zone euro (+0,6%).

LE SECTEUR DE L'IMMOBILIER COMMENCE À RESSENTIR LES EFFETS RETARDÉS DU RESSERREMENT MONÉTAIRE

L'immobilier redevient un point de fragilité de l'économie espagnole. Les effets retardés du resserrement monétaire commencent en effet à se matérialiser. La hausse des taux d'intérêt et le durcissement des conditions d'accès au crédit ont engendré en novembre une baisse de 3,7% sur un an des crédits émis aux résidents. Cette baisse, associée à la hausse qui se poursuit des prix de l'immobilier (+4,2% sur un an en novembre selon Tinsa), a provoqué la chute du nombre de transactions (-28 550 au T3 par rapport au T2, soit un retour au niveau du T1 2021). La baisse des taux d'intérêt attendue en cours d'année 2024 devrait cependant, à terme, permettre de calmer progressivement les tensions observées sur ce marché.

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com

2024 EN DEMI-TEINTE MAIS MEILLEURE QUE 2023 ?

Le pays est entré en récession dans le courant de l'année 2023, comme son voisin allemand, mais 2024 devrait être meilleure car le futur gouvernement disposera de moyens financiers pour relancer la dynamique économique. Il faudra un peu de patience toutefois pour que les choses se mettent en place. La conjoncture hollandaise reste fortement exposée au contexte international, très tendu en ce début d'année.

La formation d'un nouveau gouvernement est en cours et s'effectue dans un contexte économique dégradé. Le pays affiche déjà trois trimestres de croissance négative et tout porte à croire que l'avenir restera sombre à court terme. Les Pays-Bas sont en récession, comme l'Allemagne, et le fait qu'il s'agisse d'une économie très exposée au contexte international laisse présager une année 2024 en demi-teinte sur le plan de la croissance. Les principaux marchés à l'exportation devraient ralentir cette année, qu'il s'agisse des voisins européens, des États-Unis ou encore de la Chine.

Le PIB hollandais a commencé à reculer dès le premier trimestre de 2023, propulsant le pays en récession dès l'automne. Sur l'ensemble de l'année, la croissance sera donc très faible, mais nous tablons sur une légère amélioration en 2024, grâce aux mesures de soutien au pouvoir d'achat que devrait prendre le nouveau gouvernement, une fois formé. Le marché du travail reste également bien orienté, avec un taux de chômage toujours très bas (3,6%) et une croissance des salaires qui devrait rester élevée. La confiance des consommateurs, fortement ébranlée par la pandémie en 2020, est actuellement en train de s'améliorer quelque peu, aidée en cela par le ralentissement notoire de la hausse des prix et les perspectives de baisse des taux.

La demande extérieure est une composante très importante de la croissance aux Pays-Bas car l'économie est extrêmement ouverte sur le reste du monde. La somme des exportations et des importations y représente environ le double du PIB. La dégradation du climat économique international a fait d'importants dégâts sur les exportations et les importations, qui ont reculé de pratiquement 4% en volume sur 2023, alors qu'elles avaient cru de manière remarquable en 2021 et 2022, avec des hausses proches de 15%. Le pays a néanmoins été capable de continuer à engranger un excédent important de sa balance commerciale, affichant un surplus proche de EUR 11 mds en 2023, contre EUR 6 mds au cours des années précédentes. Le surplus de la balance courante s'est également amélioré, passant de 5% du PIB en 2020 à 10% en 2023.

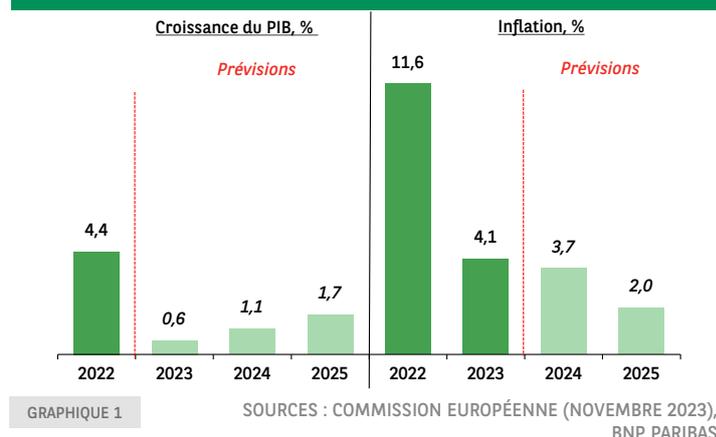
NET REFLUX DE L'INFLATION

L'inflation reflue nettement depuis octobre 2022, en ligne avec la dérive des prix de l'énergie sur les marchés mondiaux. Un pic de 17% a/a a été atteint à l'automne 2022 (selon la mesure harmonisée d'Eurostat), avant une détente rapide qui a permis de terminer l'année 2023 sur un rythme de progression des prix proche de 1%. L'inflation sous-jacente reste plus élevée, comme c'est le cas dans plusieurs autres pays européens, notamment parce que l'inflation dans le secteur des services se révèle plus tenace que prévu. Elle était toutefois redescendue de 8% au plus haut, à 3,3% au mois de décembre 2023. Pour 2024, la tendance devrait se poursuivre et nous tablons sur un taux d'inflation moyen proche de 3%, contre 4,1% en moyenne en 2023.

IMMOBILIER À LA PEINE MAIS PHÉNOMÈNE TEMPORAIRE

L'immobilier résidentiel a subi de fortes perturbations tout au long de l'année 2023 en réponse à la hausse des taux d'intérêt. Les acheteurs sont devenus frileux, les banques également, de sorte que les prix ont reculé légèrement, après avoir enregistré des hausses folles en 2020

CROISSANCE ET INFLATION



et 2021. L'année 2023 s'étant achevée sur une détente des taux d'intérêt obligataires, l'immobilier semble déjà reprendre quelques couleurs dans plusieurs pays, dont les Pays-Bas. En fonction de la tournure que prendront les événements en 2024 sur les marchés financiers, cette tendance pourrait se poursuivre et le secteur de la construction pourrait voir ses perspectives s'améliorer. Toute l'économie hollandaise pourrait profiter d'une légère amélioration, en particulier, si comme les marchés l'anticipent, la Banque Centrale Européenne finit par assouplir sa politique monétaire grâce à l'amélioration des chiffres d'inflation.

L'investissement des entreprises avait, quant à lui, démarré l'année 2023 sous de bons auspices avant que la situation ne se dégrade avec la détérioration de la confiance des patrons d'entreprises, découragés par le mauvais contexte économique international et la hausse du coût du crédit. Au final, l'investissement total aurait quand même progressé d'environ 3% sur l'ensemble de 2023, chiffre nettement supérieur à celui observé en 2022 (1,8%). 2024 s'annonce, en revanche, moins prometteuse, car il faudra du temps pour que l'effet négatif des hausses de taux amorcées en 2022 s'estompe et beaucoup dépendra de la tournure que prendront les éléments au niveau international dans un contexte géopolitique tendu.

VERS UN LÉGER DÉFICIT DES COMPTES PUBLICS

En conclusion, notons que le pays dispose de moyens budgétaires importants pour faire repartir l'activité économique car la dette publique avoisine les 50% du PIB, tandis que le déficit budgétaire est lui pratiquement inexistant. La future coalition autorisera sans aucun doute un léger déficit des comptes publics : le chiffre d'un déficit proche de 2% du PIB est souvent évoqué. Ceci peut sembler élevé aux yeux des citoyens hollandais, mais il est à relativiser au niveau européen.

Sylviane Delcuve

sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com



UN DOUBLE CHOC QUI ENTRAÎNE DES INVESTISSEMENTS DURABLES

L'économie belge devrait continuer à croître à son rythme actuel pendant quelques trimestres. Malgré un environnement international difficile, combinant resserrement monétaire et ralentissement économique de ses principaux partenaires commerciaux, l'économie belge a remarquablement bien résisté. La consommation des ménages, soutenue par l'indexation des salaires sur l'inflation, et le dynamisme de l'investissement sont les moteurs de cette croissance. En raison de la hausse des coûts salariaux et de l'énergie, les dépenses en capital se concentrent en premier lieu sur l'automatisation et la transition énergétique.

Jusqu'à présent, l'économie belge réussit un atterrissage en douceur. Après les craintes d'une récession ou du moins d'un ralentissement de la croissance pendant une grande partie de 2023, l'économie belge est parvenue à croître à son rythme tendanciel ou à un rythme proche. C'est l'un des rares pays de l'UE à avoir évité le moindre trimestre de croissance négative du PIB depuis le début 2022. Les moteurs derrière cette performance : la consommation des ménages et les investissements des entreprises.

UNE CONSOMMATION DES MÉNAGES SOUTENUE

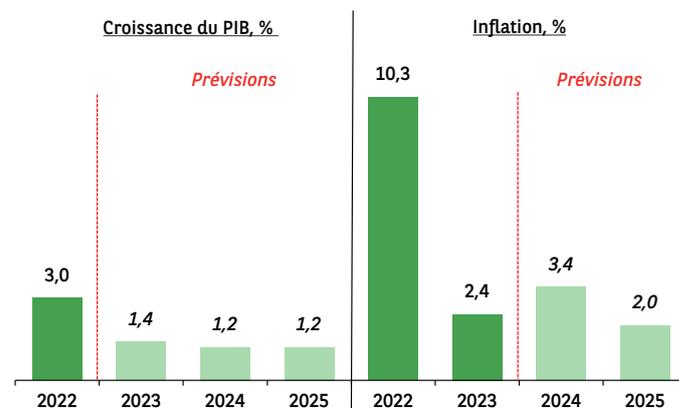
L'inflation belge, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a atteint son pic à 13,1 % en g.a. en octobre 2022. L'économie belge dispose d'un système unique de protection du pouvoir d'achat, avec l'indexation automatique des salaires sur l'indice de santé, une mesure des prix alternative, qui a culminé à un niveau similaire à l'IPCH au cours de la même période. À court terme, la hausse des coûts salariaux pèse certes sur la compétitivité des entreprises (voir ci-dessous), mais elle soutient en même temps fortement le revenu disponible des ménages. La Banque nationale belge (BNB) signale que les réductions d'impôts ont également eu un impact positif sur le pouvoir d'achat l'année dernière grâce à l'évolution des tranches d'imposition qui progressent moins vite que les revenus eux-mêmes soutenus par l'inflation. En 2022, une part plus importante de revenus (déjà indexés) s'est retrouvée dans des tranches d'imposition plus élevées (pas encore indexées). En 2023, le phénomène inverse a joué : les tranches d'imposition ont été indexées sur les chiffres de l'inflation de 2022 et ont progressé plus que les revenus, de telle sorte qu'une moindre part de ceux-ci a été taxée aux taux les plus élevés. L'ensemble de ces développements a contribué à la bonne tenue et à l'accélération de la consommation privée en 2023, avec une progression trimestrielle moyenne de 0,3 %. La seule composante du PIB à l'avoir devancée ces derniers trimestres est l'investissement des entreprises.

DES INVESTISSEMENTS D'ENTREPRISES ENCORE PLUS ROBUSTES

Lorsque la BCE a entamé son cycle de hausse des taux à la mi-2022, les obstacles s'accumulaient pour les entreprises belges entre la hausse des coûts de financement, de l'énergie et ceux de la main-d'œuvre (en raison de l'indexation sur l'inflation susmentionnée). Il semblait que les taux de faillite, qui restaient à l'époque inférieurs de 20 % aux niveaux d'avant la pandémie, pourraient augmenter rapidement. Ces craintes se sont révélées exagérées. Une étude interne récente, basée sur les flux entrants et sortants agrégés des comptes bancaires des clients professionnels, a mis en évidence la résilience remarquable de ces entreprises face à ces chocs, avec des niveaux d'activité qui ont à peine varié dans de nombreux secteurs.

En effet, l'augmentation des coûts de l'énergie n'a pas eu d'impact important sur les entreprises, car elles ont su s'adapter rapidement. Ce fut la même chose pour la hausse du coût du travail. Bien entendu, la compétitivité de la Belgique à l'international a diminué. L'écart salarial avec ses pays voisins cumulé depuis 2019 s'élevait à 4 points de pourcentage en 2023. Cependant, selon la BNB, les salaires en France, en Allemagne et aux Pays-Bas devraient avoir rattrapé le niveau belge d'ici 2026. De plus, une analyse historique de l'impact des chocs sur le coût du travail en Belgique tend à montrer que l'ajustement des entreprises passe plus par une baisse de leurs bénéfices que de leurs activités ou

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS FORTIS

des embauches. Fin 2023, les taux de faillite étaient ainsi toujours de 5 % inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. Certains secteurs, comme la construction et les transports, ont toutefois dépassé ce niveau. Cependant, dans leur ensemble, les entreprises ont mieux résisté que prévu au choc des coûts salariaux et de l'énergie. Reste le choc de taux. Une étude récente de la BNB a examiné dans quelle mesure les entreprises belges ont profité des trois décennies de baisse des taux d'intérêt. Outre la baisse des coûts de financement, les capitaux propres et les réserves de trésorerie ont augmenté. De façon assez surprenante, leur taux d'investissement n'a pas augmenté de manière significative, tout en restant plus élevé que celui de la zone euro depuis environ 2010. Et cet écart favorable apparaît de nouveau clairement depuis l'été 2022. Depuis cette date, l'investissement des entreprises belges a connu une croissance étonnante de 2,5 % par trimestre, soit presque le double de sa tendance, une dynamique manifestement non entravée par la hausse des taux. En revanche, sur la même période, les investissements des ménages (logements) ont reculé de plus de 1 % par trimestre. Les taux d'intérêt plus élevés semblent moins contraignants pour les entreprises, qui utilisent des financements interentreprises ou leurs réserves de trésorerie. Quelle est donc le moteur de ce fort investissement ? Il semble prendre ses racines dans le choc sur les coûts salariaux et de l'énergie. Les entreprises investissent, en effet, principalement dans la numérisation et l'automatisation pour répondre à l'augmentation des coûts du travail et à la pénurie de main-d'œuvre. Elles investissent aussi dans le verdissement des processus de production afin de réduire leur exposition à la volatilité du cours de l'énergie et se conformer à la réglementation environnementale. Et les taux d'intérêt devant diminuer en 2024, ce boom des investissements devrait donc se poursuivre encore un certain temps.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com



LE REDRESSEMENT SE POURSUIT

La croissance en Grèce devrait être à nouveau au rendez-vous en 2024, mais l'activité a montré des signes d'essoufflement au second semestre 2023. Le PIB réel a stagné au T3 2023 et l'emploi s'est replié de 0,5% t/t. Si la forte activité touristique, dans un contexte d'inflation élevée, génère des recettes fiscales pour l'État, ses effets sur le PIB réel sont plus limités. La baisse rapide du taux de chômage (désormais sous les 10%), l'amélioration drastique des comptes publics et le recul de l'endettement public et privé témoignent de l'important redressement de la Grèce, salué d'ailleurs par la hausse des marchés actions et obligataires, et par le net resserrement des *spreads* entre la dette souveraine grecque et le *Bund* allemand. Néanmoins, des obstacles de long terme demeurent et d'autres se renforcent : les dynamiques démographiques et d'investissement freinent la croissance potentielle, tandis que la hausse très soutenue des prix immobiliers alimente de nouveaux risques sur le plan social.

Le rebond de l'activité post-Covid a permis à l'État grec de conjuguer croissance économique et consolidation budgétaire. Le pays a en effet très bien résisté aux chocs successifs subis par l'Europe au cours des dernières années. Au troisième trimestre 2023, le PIB réel se situait plus de 6% au-dessus du niveau enregistré au dernier trimestre 2019, soit le double de la zone euro (3,0%). Le PIB réel a toutefois marqué le pas cet été (0% t/t au T3), pénalisé par un recul de la consommation des ménages (-0,4% t/t) et de l'investissement (-1,8% t/t). L'activité devrait toutefois bénéficier en 2024 du redressement récent du marché du travail et du recul de l'inflation, qui, après avoir atteint un pic à plus de 12% a/a à l'été 2022, est retombée à 3,5% en décembre. Le taux de chômage est également repassé cet automne sous la barre des 10%, atteignant 9,4% en novembre 2023, le plus bas niveau depuis juin 2009. Les dynamiques de court et moyen terme demeurent donc encourageantes et la croissance se maintiendrait au-dessus de 2% en 2024, selon les prévisions de novembre 2023 de la Commission européenne.

Toutefois, cette phase de redressement n'est pas sans générer de nouveaux risques : après une longue phase de correction, qui s'est étendue sur près de huit ans (2009-2017), les prix immobiliers dans le pays sont repartis très fortement à la hausse, et la remontée des taux d'intérêt n'a pas enrayer cette dynamique en 2023, bien au contraire : la croissance des prix est même désormais la plus soutenue de la zone euro, à hauteur de 12% en glissement annuel au troisième trimestre 2023¹. Athènes est devenue la capitale européenne avec l'inflation immobilière la plus importante², et le niveau moyen des prix n'est plus que de 3% en dessous du pic de 2008. En réponse à l'inflation des prix, le gouvernement a décidé cette année de durcir les conditions d'accès aux programmes de résidences par investissement (« visas dorés »). Depuis le mois d'août 2023, le seuil d'investissement immobilier nécessaire pour être éligible à ce programme a été doublé, pour s'établir désormais à 500 000 euros.

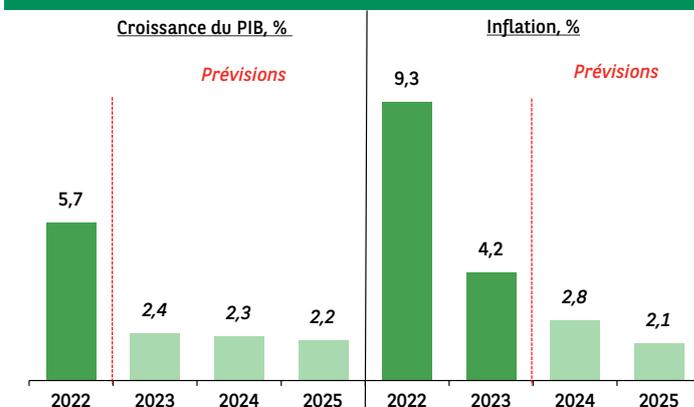
Les perspectives à plus long terme restent par ailleurs obscurcies par des dynamiques démographiques défavorables, une population active qui stagne, et un taux d'investissement relativement faible comparé aux autres pays de la zone euro. Le PIB par tête oscille à un niveau très inférieur à celui d'il y a quinze ans (près de 17% en deçà par rapport à 2007 selon Eurostat) et l'écart avec la moyenne de la zone euro, qui s'était agrandi durant la crise des dettes souveraines européennes, ne s'est que faiblement réduit en 2021 et 2022.

LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE RESTE UNE PRIORITÉ

Le redressement des comptes publics constitue indéniablement l'une des dynamiques de fond les plus remarquables en Grèce. Le solde primaire, qui enregistrait au plus fort de la crise de la zone euro un déficit à hauteur de 10% du PIB, affichait un excédent de 0,1% en 2022. Cet excédent devrait s'accroître en 2023 : sur les onze premiers mois de l'année 2023, l'excédent primaire du gouvernement général s'élevait à EUR 6,3 mds, contre EUR 3,7 mds au cours de la même période en 2022.

¹ Voir *BNP Paribas EcoConjoncture Le marché immobilier résidentiel en zone euro à l'épreuve de la normalisation monétaire*, 17 janvier 2024.
² Voir *Athens Home Prices Are Surging Faster Than Other European Cities*, Bloomberg, 17 novembre 2023.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE (NOVEMBRE 2023), BNP PARIBAS

L'amélioration des comptes de l'État permettra, malgré la hausse des taux d'intérêt, à l'endettement public de reculer significativement en 2023. Le ratio d'endettement s'établissait à 167% du PIB au T2 2023 et devrait poursuivre son recul en 2024, grâce aux bons chiffres attendus de la croissance. Le gouvernement grec compte aussi utiliser une partie de ses réserves de trésorerie pour rembourser de manière anticipée près de EUR 16 mds de dette contractée auprès du mécanisme de stabilité européen (ESM), ce qui contribuera à accélérer le désendettement du pays.

En conservant une majorité absolue au parlement, M. Mitsotákis et son parti Nouvelle Démocratie, sont sortis renforcés des élections législatives du 25 juin dernier, et entendent poursuivre le programme de privatisation destiné à réduire la dette de l'État. Celle-ci, bien qu'en forte diminution au cours des deux dernières années, reste à ce jour la plus élevée d'Europe. Pour cela, le Fonds hellénique de stabilité financière (HFSF) se désengage progressivement du capital des banques nationales qu'il avait intégré durant la crise des dettes souveraines afin de maintenir le secteur à flot. Toutes ces mesures, destinées à rééquilibrer les comptes publics et à libéraliser l'économie, ont permis de rassurer les marchés et de réduire la prime de risque sur les titres souverains grecs. Signe de ce regain de confiance, les taux à 10 ans sont repassés, depuis le printemps dernier, sous les taux italiens, tandis que le *spread* entre les taux grec et allemand s'est réduit à 100 points de base seulement en janvier.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



ROYAUME-UNI

16

À LA RECHERCHE D'UN SECOND SOUFFLE

L'économie britannique flirte avec la récession. Le coup d'arrêt enregistré par l'activité au second semestre 2023 se prolongerait jusqu'au printemps 2024 avant une reprise attendue peu vigoureuse mais soutenue par le début du cycle d'assouplissement monétaire de la banque d'Angleterre (BoE). Malgré une légère remontée en décembre 2023, l'inflation reste sur une trajectoire baissière, que reflètent bien les prix à la production ou les enquêtes du CBI. Le retournement du marché du travail, encore contenu, contribue à réduire les pressions haussières sur les salaires : c'est une bonne nouvelle pour la dynamique inflationniste mais cela affaiblit la consommation privée. La BoE dispose de peu de marges de manœuvre. Une première baisse des taux directeurs devrait intervenir en juin 2024. Une baisse de 1 point du taux directeur (de 5,25% à 4,25%) est attendue en 2024.

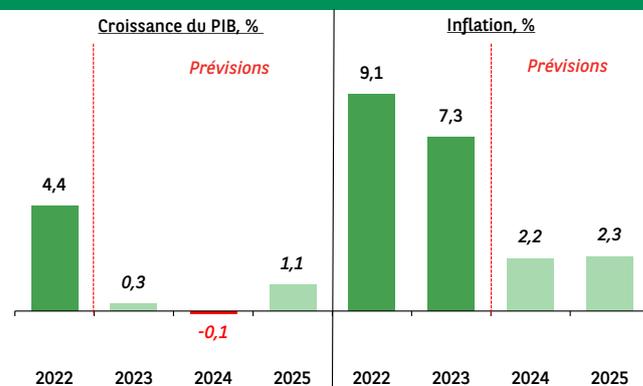
Après une contraction du PIB réel de 0,1% t/t au T3 2023, les chiffres mensuels de l'ONS font état d'une stagnation de l'activité en octobre-novembre qui ne devrait guère avoir laissé place à une embellie en décembre. La consommation des ménages britanniques, affaiblie par la crise inflationniste et la détérioration (modérée) du marché du travail, a décroché en décembre. Les ventes au détail en volume (hors carburants) ont chuté de 3,1% m/m en décembre, la plus forte baisse en trois ans. Les distorsions de consommation de fin d'année, liée au « Vendredi Noir », n'expliquent pas à elles seules cette baisse puisque sur l'ensemble du dernier trimestre, les ventes ont reculé de 0,8% t/t.

L'inflation est légèrement remontée en décembre, à 4,0% en g.a., mais la trajectoire reste baissière. La mesure 3m/3m annualisée de l'indice IPC a baissé sous les 1% en décembre, ce qui souligne bien l'affaiblissement de la dynamique des prix au cours des derniers mois qui se matérialisera progressivement dans le glissement annuel. Par ailleurs, les prix de production des entreprises ne signalent pas une résurgence inflationniste puisque leur repli, hors énergie, s'est accentué à -2,8% en g.a. en décembre. La désinflation des prix à la consommation devrait se poursuivre au cours du premier semestre 2024, portée essentiellement par le ralentissement sur les biens hors énergie (alimentaires, équipements ménagers) tandis que la décélération dans les services, bien qu'elle se poursuive, serait plus limitée, toujours en raison d'une croissance soutenue des salaires. Cette dernière est tout juste retombée, en glissement annuel, sous les 6% en décembre. Néanmoins, le 3m/3m annualisé a baissé plus fortement, à 2,8%.

Si la baisse de l'inflation devrait soutenir la consommation, un affaiblissement plus significatif attendu du marché du travail limitera ces effets. Le retournement semble jusqu'à présent contenu avec un taux de chômage qui, après une remontée au T2, s'est stabilisé à 4,2% cet automne. Néanmoins, les dynamiques de recrutement actuelles restent difficiles à analyser puisque l'enquête auprès des ménages (LFS), traditionnellement utilisée par l'ONS, est suspendue depuis le mois d'octobre 2023 en raison de problèmes statistiques causés par la baisse du taux de réponse. Les chiffres actuellement communiqués se fondent sur des remontées administratives et celles-ci sont sujettes à d'importantes révisions. L'ONS commencera à publier la nouvelle enquête LFS à partir du printemps 2024. Les évolutions sur les salaires et les nouvelles ouvertures de postes provenant de sources différentes, elles continuent d'être actualisées. Un reflux de ce deuxième indicateur s'observe, de manière parfois significative puisque, dans un quart des secteurs, principalement dans les services (ventes au détail, transport et entreposage, information et communication), le nombre de nouveaux postes disponibles est repassé sous les niveaux de 2019. La hausse des salaires de base ralentit quant à elle sous l'effet conjoint de la baisse de l'inflation et de la remontée du chômage : si elle restait importante en glissement annuel en décembre, à 6,0%, le 3m/3m annualisé a chuté à 2,8%.

¹ Source : Autorité de Conduite Financière britannique (FCA).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Certains développements positifs sont toutefois à signaler. Le marché immobilier affiche notamment des signes de plus en plus probants de stabilisation. L'enquête RICS indique, depuis l'été dernier, une nette amélioration des perspectives de transactions et d'évolution des prix immobiliers. Depuis le début du resserrement monétaire en décembre 2021, la baisse des prix immobiliers s'est établie entre 4% et 5% en g.a. selon les indicateurs (Halifax, Nationwide) mais une phase de rebond semble en cours depuis cet automne.

Néanmoins, même s'ils devraient s'atténuer progressivement, les effets négatifs du resserrement monétaire se prolongeront en 2024. Dans son dernier rapport de stabilité financière, paru en décembre 2023, la BoE estime qu'un peu plus de la moitié seulement (5,5 millions) des ménages britanniques ayant contracté un emprunt immobilier l'ont déjà refinancé depuis que la hausse des taux a débuté fin 2021. Encore près de 5 millions de ménages seraient amenés à le faire d'ici à 2026. Le durcissement des conditions de crédit a déjà laissé des traces en 2023. Les arriérés de paiements sur les emprunts immobiliers ont progressé assez significativement et leur part dans les encours de crédits à l'habitat a atteint 1,1% au T3 2023, le niveau le plus élevé depuis le T2 2017¹. Ces chiffres sont encore loin de ceux observés lors de la crise de 2008, où un pic à 3,6% avait été atteint au T1 2009. Néanmoins, la solvabilité des ménages reste sous pression, avec une charge d'intérêt sur les emprunts immobiliers toujours en très nette progression (+44,1% en glissement annuel en décembre selon l'indice des prix au détail).

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

APRÈS LA RÉCESSION, UN LÉGER MIEUX EN PERSPECTIVE

La conjonction de l'envolée de l'inflation et du resserrement monétaire pour la combattre a entraîné l'économie suédoise en récession. La baisse de la consommation des ménages et de l'investissement résidentiel en a constitué les moteurs principaux. Certes, la situation ne devrait pas se détériorer davantage en 2024, ce qui ne signifie toutefois pas qu'une reprise dynamique est à attendre. Cependant, bien que rencontrant des difficultés notables, la Suède conserve de nombreux atouts de nature à venir soutenir l'activité à moyen terme.

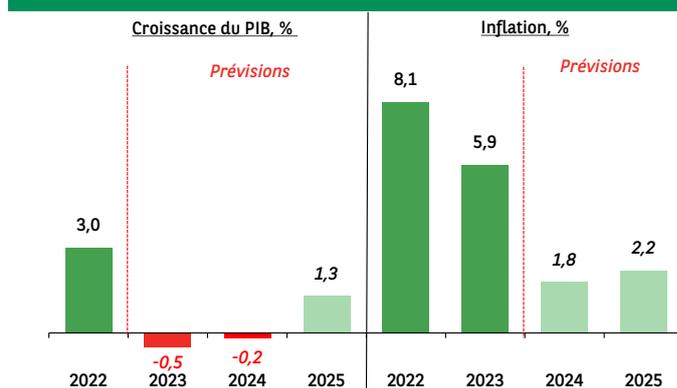
L'économie suédoise est, conformément à nos attentes, entrée en récession au troisième trimestre 2023. Le PIB réel s'est, en effet, contracté (-0,3% t/t) pour un second trimestre consécutif (-0,8% t/t au T2). En niveau, le PIB en volume se situe ainsi à un plus bas depuis la fin 2021. Toutefois, les données mensuelles provisoires dont nous disposons pour le T4 2023, suggèrent une légère amélioration au cours de ce trimestre (progression de la mesure mensuelle du PIB de 1% m/m en octobre et de 0,2% m/m en novembre). En revanche, l'éventuelle reprise à l'horizon des prochains trimestres devrait être modeste et la croissance avoisinerait 0% pour l'ensemble de l'année 2024 du fait d'une demande toujours contrainte.

UN RECU SOUTENU DE L'INFLATION

Le gouverneur de la Riksbank, Erik Theeden, a récemment déclaré qu'il n'estimait pas nécessaire de relever davantage le taux directeur, alors que ce dernier s'établit actuellement à +4,0% (+400 pb entre avril 2022 et septembre 2023). Ce changement de cap procède notamment de la diminution significative de l'inflation mesurée par le CPIF (indice de référence de la Riksbank, à taux d'intérêt constant) au second semestre 2023. Celle-ci est passée d'un pic de +10,2% a/a en décembre 2022 à 2,3% un an plus tard, avec une accélération du processus outrepassant les attentes de la banque centrale et du consensus au cours des derniers mois. Cette accélération a été permise notamment par une dissipation de la pression sur les prix de l'énergie en parallèle d'une moindre rigidité de l'inflation sous-jacente (+5,3% a/a en décembre 2023). Le retour du CPIF à la cible de +2% a/a est attendu pour la mi-2024, ce qui pourrait conduire, de concert avec une activité atone, à une première baisse de taux de la banque centrale dès le T2 2024, malgré le biais *hawkish* actuellement maintenu. Par ailleurs, si l'affaiblissement de la devise nationale, qui a atteint en septembre 2023 son plus faible niveau historique face à l'euro (1 EUR = 11,95 SEK le 15 septembre 2023), a compliqué la tâche de la Riksbank en matière de lutte contre l'inflation en renforçant le vecteur de l'inflation importée, la bonne performance de la couronne en fin d'année 2023 a contribué à la bonne surprise désinflationniste.

La Suède se distingue négativement par la vitesse avec laquelle la conjonction de la hausse du niveau général des prix et des taux d'intérêt a pesé sur la consommation des ménages. Cette composante du PIB a, en effet, enregistré six trimestres consécutifs de contraction, atteignant son niveau le plus bas depuis plus de deux ans. Outre la perte de pouvoir d'achat occasionnée par l'inflation, ce recul marqué de la consommation des ménages s'explique par des caractéristiques structurelles du pays. Les ménages suédois ont un niveau d'endettement parmi les plus élevés à l'échelle mondiale (196% du revenu disponible en 2022 selon l'OCDE) et la prééminence des emprunts à taux variable – plus de la moitié des emprunts immobiliers ont un taux évolutif tous les trois mois. Il en résulte une exacerbation de la sensibilité de la demande aux décisions de politique monétaire. Le processus de désinflation et d'éventuelles baisses de taux pourront dès lors contribuer à réduire la pression sur les perspectives de consommation des ménages en 2024. Les développements sur le marché de l'emploi ont pu aussi contribuer à l'affaiblissement de la consommation, avec une remontée du taux de chômage (7,9% en novembre 2023, +0,6pp a/a) susceptible de se prolonger en 2024. Cependant, ceci doit être mis en perspective avec la hausse du taux d'activité, lequel se situe au-dessus de 75%, soulignant une amélioration structurelle (71,8% en moyenne sur la décennie précédente).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE (NOVEMBRE 2023), BNP PARIBAS

INVESTISSEMENT À DEUX VITESSES

De même que la consommation des ménages, l'investissement résidentiel suédois s'est détérioré de façon notable sous l'effet du resserrement monétaire. Mesuré par les comptes nationaux, il s'est contracté cinq trimestres d'affilée pour atteindre son niveau le plus faible depuis le T1 2017. La dégradation parallèle des mises en chantier est quasiment sans précédent, à l'exception de la crise systémique du début des années 1990 et de la grande crise financière : elles ont été divisées par plus de 4 entre le T1 2021 et le T3 2023. Quant aux prix de l'immobilier, le contrechoc apparu fin 2022 (-12% a/a au T2 2023) s'est atténué au cours de 2023. Cependant, s'il est désormais plausible que les prix de l'immobilier et les mises en chantier aient atteint un plancher, les développements à venir – à savoir, l'éventualité et la vigueur d'une reprise potentielle – restent incertains.

En revanche, il est à souligner que la composante non-résidentielle de l'investissement a continué de faire montre de vigueur malgré le ralentissement de l'activité et le resserrement monétaire. L'investissement productif a continué de progresser et se situait, au T3 2023, 24% au-dessus de son niveau pré-pandémique (33% pour les produits de propriété intellectuelle). Cela constitue un atout certain pour l'économie nationale et est révélateur d'un dynamisme sous-jacent qui devrait impacter positivement la production potentielle du pays.

Enfin, si la situation budgétaire de la Suède est particulièrement avantageuse, ce qu'illustrent une dette et un déficit publics estimés, respectivement, à 30,5 et -0,1 point de PIB en 2023, il n'est pas question d'instaurer une politique contracyclique d'ampleur face à l'atonie de la production attendue pour 2024. Le gouvernement prévoit certes un accroissement du déficit public à -0,7% du PIB en 2024, sur fond de moindres recettes fiscales, mais la ministre des Finances, Elisabeth Svantesson (centre-droit), a récemment rappelé publiquement son attachement à la conduite d'une politique budgétaire prudente et n'entrant pas en contradiction avec l'approche restrictive de son pendant monétaire.

Anis Bensaidini

anis.bensaidini@bnpparibas.com

PRÉVISIONS

18

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023 e	2024 e	2025 e	2022	2023 e	2024 e	2025 e
États-Unis	1,9	2,5	2,0	1,4	8,0	4,1	2,7	2,3
Japon	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,3	2,1	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,3	-0,1	1,1	9,1	7,3	2,2	2,3
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,4	2,0	1,9
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,7	6,0	2,0	2,1
France	2,5	0,8	0,6	1,4	5,9	5,7	2,2	1,6
Italie	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	5,9	1,4	2,0
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,4	1,8	1,9
Chine	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,4	1,5	1,7
Inde*	7,2	7,5	7,0	6,5	6,7	5,8	5,7	4,5
Brésil	2,9	3,1	1,8	1,8	9,3	4,6	3,6	3,9

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2024				
		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
	Treas. 10a	4,15	4,00	3,95	3,95	4,00
Zone euro	Taux de dépôt	4,00	3,50	3,00	2,75	2,50
	Bund 10a	2,45	2,35	2,20	2,20	2,50
	OAT 10a	3,02	2,91	2,75	2,75	3,05
	BTP 10 ans	4,25	4,00	3,95	3,90	4,20
	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
Royaume-Uni	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
	Gilt 10a	3,90	3,75	3,65	3,55	3,65
Japon	Taux BoJ	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75

Taux de change		2024				
		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,14	1,15	1,18
	USD / JPY	145	141	138	135	130
	GBP / USD	1,26	1,29	1,31	1,32	1,36
EUR	EUR / GBP	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	158	157	155	153

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

+33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

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 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, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2023). 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
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Jo Panuwat D

