

“ LA LENTEUR QUI CARACTÉRISE LA BAISSÉ DE L'INFLATION DEVRAIT SE PROLONGER, TANDIS QUE LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE FINIRAIT PAR DÉBOUCHER, SOUS L'EFFET DU RESSERREMENT MONÉTAIRE, SUR UNE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS ET UNE STAGNATION DU PIB DE LA ZONE EURO. ”



ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3

Un retournement conjoncturel limité, à la baisse comme à la hausse

Dans les principales économies de l'OCDE, la lenteur qui caractérise la baisse de l'inflation devrait se prolonger, tandis que le ralentissement de la croissance finirait par déboucher, sous l'effet du resserrement monétaire (particulièrement rapide et important), sur une récession aux États-Unis et une stagnation du PIB de la zone euro.

ÉTATS-UNIS

5 Une dernière hausse

CHINE

6 Une inquiétante perte de vitesse

JAPON

7 Vers un changement de régime d'inflation

ZONE EURO

8 Le taux terminal sera-t-il atteint cet été ?

ALLEMAGNE

9 Vers une rechute ?

FRANCE

10 Nouvel avis de vent frais sur la croissance

ITALIE

11 Forte hausse du PIB et de l'inflation

ESPAGNE

12 Le choc inflationniste chamboule l'échiquier politique

BELGIQUE

13 La peur de la chute

ROYAUME-UNI

14 Une vague d'inflation peut en cacher une autre

PRÉVISIONS

15



UN RETOURNEMENT CONJONCTUREL LIMITÉ, À LA BAISSSE COMME À LA HAUSSE

Dans les principales économies de l'OCDE, la lenteur qui caractérise la baisse de l'inflation devrait se prolonger, tandis que le ralentissement de la croissance finirait par déboucher, sous l'effet du resserrement monétaire (particulièrement rapide et important), sur une récession aux États-Unis et une stagnation du PIB de la zone euro. Divers facteurs de soutien devraient limiter l'ampleur du retournement mais la reprise qui s'ensuivra serait tout aussi limitée. La lenteur de la convergence de l'inflation vers sa cible de 2% obligerait les banques centrales à garder une politique restrictive malgré un début de baisse des taux au premier semestre 2024.

En ce milieu d'année, l'anticipation d'un ralentissement de l'activité en 2023 dans les principales économies de l'OCDE, sous l'effet du choc inflationniste et du resserrement monétaire, avant une reprise en 2024, fait l'objet d'un relatif consensus. L'incertitude porte sur l'ampleur de chacun de ces mouvements. À l'heure actuelle, la plupart des développements économiques, observés ou anticipés, ont en commun leur lenteur et leur ampleur limitée¹. C'est assez clair du côté de la désinflation, ça l'est aussi du côté de la croissance, dont la baisse demeure lente pour le moment. Et si nous nous attendons à ce que le tassement de l'activité s'amplifie, il déboucherait, selon notre scénario, sur une récession d'ampleur limitée aux États-Unis et une stagnation dans la zone euro, du 3^e trimestre 2023 au 1^{er} trimestre 2024². Cette récession américaine anticipée ne paraît toutefois pas acquise tant les signaux avant-coureurs restent encore peu tangibles tandis que le risque pour la zone euro paraît inverse. Elle échapperait à la récession³ mais de justesse, et il ne faudrait pas grand-chose pour que l'économie bascule ; la récession serait alors d'ampleur limitée pour les mêmes raisons qu'aux États-Unis.

POURQUOI UNE RÉCESSION ?

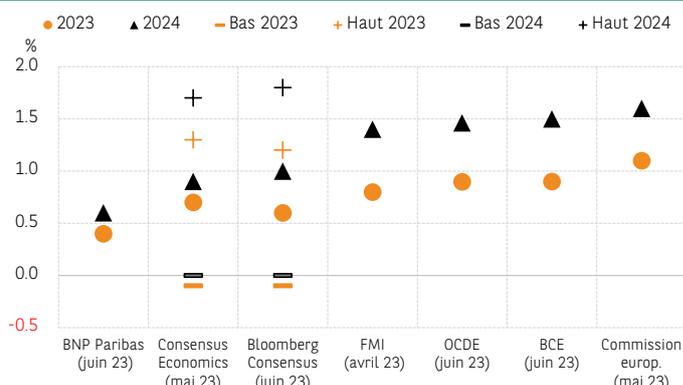
L'élément principal, qui sous-tend nos prévisions de récession ou de quasi-récession, est l'ampleur du resserrement monétaire, un peu plus important aux États-Unis que dans la zone euro avec une hausse cumulée de 500 points de base (pb) pour la Fed et de 400 pb pour la BCE qui passerait à, respectivement, 525 et 450 pb à la fin du cycle de resserrement selon nos anticipations.

Le durcissement des conditions d'octroi de crédit est également plus fort outre-Atlantique – et il atteint des niveaux compatibles avec une possible récession au regard du passé – mais l'importance particulière du financement bancaire dans l'économie de la zone euro joue en défaveur de celle-ci. Aux États-Unis, les taux d'intérêt réels sont en passe de redevenir positifs, ce qui renforce le caractère restrictif de la politique monétaire, et nous notons également le signal récessif clair, envoyé depuis plusieurs mois, par l'indicateur composite avancé du *Conference Board* avec, notamment, l'inversion prononcée de la courbe des taux.

Les États-Unis bénéficient cependant d'un acquis de croissance pour 2023 plus élevé que la zone euro (+0,9% contre +0,2% au 1^{er} trimestre et +1,6% contre 0,4% au 2^e trimestre d'après nos prévisions). S'il ne les immunise pas contre la récession, il explique pourquoi, en moyenne annuelle, notre prévision de croissance aux États-Unis s'élève à 1,5% en 2023 contre seulement 0,4% pour la zone euro.

Par ailleurs, la croissance américaine est certes fragilisée par le recul prononcé, depuis huit trimestres déjà, de l'investissement résidentiel mais celui-ci n'a pas entraîné, à ce stade, l'ensemble de l'économie américaine. La croissance du PIB américain reste portée par la composante la plus importante du PIB - la consommation des ménages - qui

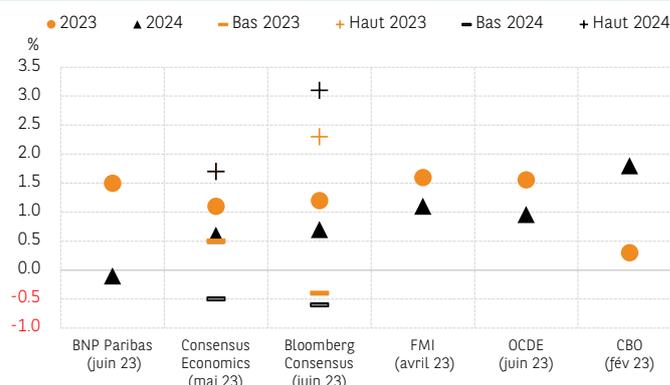
ZONE EURO : PRÉVISIONS DE CROISSANCE (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BCE, OCDE, COMMISSION EUROPÉENNE, BLOOMBERG CONSENSUS, CONSENSUS ECONOMICS, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : PRÉVISIONS DE CROISSANCE (MOYENNE ANNUELLE)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, CBO, OCDE, BLOOMBERG CONSENSUS, CONSENSUS ECONOMICS, BNP PARIBAS

¹ Cf. William De Vijlder, EcoTV week, *Un cycle économique lent* (bnpparibas.com), 22 juin 2023

² Cf. Hélène Baudchon, EcoTV week, *Perspectives comparées de récession aux États-Unis et dans la zone euro* (bnpparibas.com), 30 juin 2023

³ Sachant que, techniquement, la zone euro a déjà basculé dans la récession au regard de la double baisse du PIB au 4^e trimestre 2022 et au 1^{er} trimestre 2023. Mais cette récession apparaît d'ordre technique et devrait s'interrompre au 2^e trimestre par un rebond de la croissance, technique aussi et donc éphémère.



n'a pas connu un seul trimestre de baisse malgré le choc inflationniste, alors que la zone euro en a enregistré deux (4^e trimestre 2022 et 1^{er} trimestre 2023).

La situation sur le front de l'inflation tourne peut-être aussi, légèrement, à l'avantage des États-Unis, bien que cela reste à confirmer. L'inflation totale y est nettement moins élevée (4% en glissement annuel en mai contre 6,1% pour la zone euro), et si l'inflation sous-jacente était au même niveau en mai (5,3%⁴), elle pourrait refluer plus vite outre-Atlantique dans les prochains mois si la contribution de la composante « loyers », très importante aujourd'hui (les deux tiers de l'inflation totale en mai), décroît comme attendu.

POURQUOI UNE RÉCESSION ET UNE REPRISE LIMITÉES?

Les deux zones bénéficient, par ailleurs, d'un soutien budgétaire important, en faveur de l'investissement notamment, avec l'*Inflation Reduction Act* (IRA) aux États-Unis et NextGenEU (NGEU) pour la zone euro, qui s'élèvent à respectivement USD 390 mds et EUR 720 mds. Côté américain, il est possible de voir des premiers effets de l'IRA derrière les bons chiffres récents des dépenses d'investissement en structures des entreprises et des dépenses de construction de l'industrie manufacturière. Si du côté européen il est plus difficile à identifier, faute de disposer du même type de statistiques, il est certain que l'impact positif de NGEU et des déclinaisons nationales ira *crescendo*. Là où les États-Unis et la zone euro se rejoignent, c'est dans la situation du marché du travail (toujours positive des deux côtés de l'Atlantique) et du climat des affaires (où la détérioration des enquêtes est comparable).

Si nous tablons sur un retournement à la baisse d'ampleur limitée, c'est grâce – en plus des efforts d'investissement soutenus budgétairement (dans le numérique, la transition énergétique et la souveraineté industrielle) – à plusieurs facteurs de soutien : atténuation des contraintes d'offre qui permet d'honorer les arriérés de commandes ; dynamique de rattrapage dans le tourisme ; désinflation et augmentations salariales qui relâchent la pression baissière sur le pouvoir d'achat ; baisse des prix de l'énergie et des matières premières ; comportements de rétention de main d'œuvre face aux difficultés de recrutement, qui devraient limiter la détérioration du marché du travail malgré la retournement conjoncturel ; niveau des taux de marge ; arrêt anticipé du resserrement monétaire qui finirait par réduire l'incertitude.

Ces différents éléments devraient aussi favoriser le redémarrage de l'activité qui devrait néanmoins être limité, étant donné la baisse elle-même limitée de la croissance que nous anticipons à l'horizon des prochains trimestres. La reprise serait également limitée, dans notre scénario, en raison aussi du maintien en territoire restrictif de la politique monétaire, malgré l'amorce du cycle de relâchement en début d'année : la lenteur de la convergence de l'inflation vers la cible de 2% signifie aussi lenteur de la baisse des taux.

La modestie de la reprise, combinée à l'acquis de croissance négatif de -0,4% au 1^{er} trimestre 2024, explique pourquoi notre prévision de croissance 2024 pour les États-Unis est très légèrement négative en moyenne annuelle, ce qui distingue clairement notre scénario de celui des organismes internationaux (*graphique 2*). Pour la zone euro, notre scénario se démarque par l'absence d'un vrai rebond par rapport à 2023 (*graphique 1*). Les risques entourant nos prévisions nous semblent équilibrés.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

4 Selon la mesure IPC du BLS mais 4,6% selon l'indice des prix sous-jacent des dépenses de consommation publié par le BEA. Cet écart illustre le rôle que peuvent jouer les différences de composition des indices de prix dans la comparabilité des rythmes d'inflation entre les États-Unis et la zone euro.



ÉTATS-UNIS

5

UNE DERNIÈRE HAUSSE

L'économie américaine continue de croître et de créer des emplois mais à un rythme progressivement plus lent. De plus, la Réserve fédérale n'en a pas tout à fait terminé avec les hausses de taux. Nous continuons d'anticiper une récession, à compter du T3 2023 et jusqu'au T1 2024, sous l'effet du resserrement monétaire. La Fed, qui a opté pour le *statu quo* en juin, à la faveur d'une inflation qui confirme son reflux, et pour prendre le temps d'évaluer les effets du resserrement monétaire opéré jusqu'ici, procéderait à une dernière hausse de 25 pb en juillet, portant la fourchette des *Fed funds* à 5,25-5,50%.

Après avoir été artificiellement soutenue par la contribution positive des variations de stocks au T4 2022 (+0,4 point de pourcentage sur +0,6% t/t de croissance), la croissance américaine a été, à l'inverse, artificiellement tirée vers le bas par leur contribution négative au T1 2023 (-0,5 pp sur +0,5%). Si la contribution du commerce extérieur a été légèrement positive (+0,1 pp), celle de la demande intérieure finale a été importante (+0,9 pp), grâce notamment à la consommation des ménages (contribution de +0,7 pp). Cette dernière n'a pas connu un trimestre de baisse malgré le choc inflationniste, se différenciant ainsi de la zone euro où la consommation des ménages a déjà baissé au T4 2022 et au T1 2023.

Au T2, la croissance américaine s'élèverait à +0,5% t/t (rythme non annualisé) d'après l'estimation *GDPNow* de la Réserve fédérale d'Atlanta, un chiffre légèrement supérieur à notre prévision (+0,4% t/t). L'évolution probablement plus favorable des variations de stocks alimenterait ce léger rebond. Une nouvelle baisse de l'investissement résidentiel ne fait guère de doute (ce serait la 9^e d'affilée), le point d'attention portera sur son ampleur (éventuelle accentuation par rapport au T1). Le degré de résistance de la consommation des ménages et de l'investissement productif sera également scruté de près. Il sera notamment intéressant de voir si l'investissement en structures enregistrera un nouveau trimestre de forte croissance, dans la foulée du T4 2022 et du T1 2023 (près de +4% t/t chaque trimestre)¹, un regain de dynamisme qui est attribué à l'*Inflation Reduction Act*.

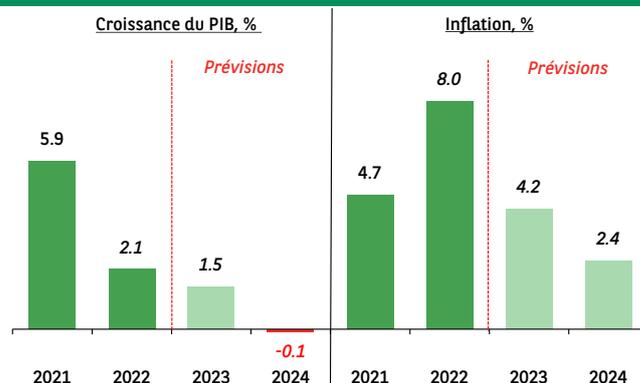
D'après notre scénario, le T2 marquerait le dernier trimestre de croissance avant une entrée en récession de l'économie à compter du T3, sous l'effet du resserrement monétaire. Pour l'instant toutefois, l'économie donne peu de signes avant-coureurs d'un tel scénario, hormis la baisse marquée de l'indicateur composite avancé du *Conference Board* (LEI), à -8,4% en mai en glissement annualisé sur six mois, avec un indice de diffusion de 40. Derrière cette baisse, on trouve celles de la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier, de l'indicateur relatif au crédit, des anticipations des consommateurs et de l'inversion de l'écart de taux 2-10 ans.

Les turbulences et inquiétudes suscitées par l'épisode SVB en mars, dont celles d'un atterrissage brutal de l'économie, se sont atténuées : d'après le dernier SLOOS (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*), le durcissement des conditions d'octroi s'est poursuivi mais dans la continuité de ce qui était déjà engagé. Ce durcissement reste de l'ordre du « *squeeze* » (avec une discrimination des risques) et non du « *crunch* » généralisé.

La détérioration toujours progressive du marché du travail continue également de relativiser le signal récessif du LEI. Et si les principales enquêtes de confiance (indice ISM du climat des affaires, confiance des consommateurs) ont penché légèrement du côté négatif en mai², il n'y a pas matière à s'inquiéter outre-mesure. En revanche, du côté des PME (enquête NFIB) et des dirigeants d'entreprises (enquête trimestrielle du *Conference Board*), le moral est à un étiage très bas. D'après l'indice d'anxiété de la Réserve fédérale de Philadelphie, la probabilité d'une baisse du PIB le trimestre suivant le sondage est relativement élevée depuis le début de l'année (environ 45%).

¹ Contribuant à hauteur d'environ 0,1 point de pourcentage à la croissance de chaque trimestre.
² EcoPulse juin 2023.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En juin, la Fed a opté, comme attendu, pour le *statu quo*, interrompant une série de 10 hausses de taux, amorcée en mars 2022 et cumulant 500 pb. Il s'agit, pour la Fed, de prendre le temps d'évaluer les effets de l'important resserrement monétaire opéré jusque-là. Le durcissement des conditions d'octroi de crédit fait également une partie du travail de la Fed. Les chiffres d'inflation du mois de mai ont été encourageants (reflux de 0,9 point à 4% a/a du *headline* – un plus bas depuis avril 2021 et le début de la grande envolée – et baisse de 0,2 point à 5,3% a/a de l'inflation sous-jacente). En outre, la baisse de l'inflation est en passe d'être suffisamment importante pour que les taux d'intérêt réels repassent en territoire positif, renforçant le caractère restrictif de la politique monétaire. Cette pause de la Fed ne marquerait toutefois pas la fin du cycle de hausse des taux, compte tenu du niveau encore élevé de l'inflation et de la résistance, à ce stade, de la conjoncture. Nous prévoyons ainsi un ultime resserrement de 25 pb en juillet, portant la fourchette des *Fed funds* à 5,25-5,50%.

Le trimestre au cours duquel la Fed mettrait un terme à son resserrement monétaire coïnciderait avec l'entrée en récession de l'économie. Celle-ci serait d'ampleur et de durée très limitées (du T3 2023 au T1 2024 et baisse cumulée du PIB de 0,7%), le recul de l'inflation, le maintien relatif du marché de l'emploi et la dynamique favorable de l'investissement en structures jouant le rôle d'amortisseurs. En moyenne annuelle, la croissance américaine s'élèverait à 1,5% en 2023. Elle serait très légèrement négative en 2024 (-0,1%) du fait de l'acquis de croissance défavorable en début d'année (-0,4%) et d'une reprise qui resterait limitée par le maintien en territoire restrictif de la politique monétaire malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au printemps.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

UNE INQUIÉTANTE PERTE DE VITESSE

La croissance économique chinoise s'est redressée rapidement à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais elle s'essouffle également plus vite que prévu. La demande intérieure est freinée par une importante perte de confiance des ménages et des investisseurs, alors que le moteur exportateur s'enraye. Les autorités assouplissent prudemment la politique monétaire, et d'autres mesures de relance sont attendues à court terme. Elles devraient entre autres viser à encourager l'emploi des jeunes.

La consommation des ménages et l'activité dans les services ont redémarré rapidement suite à l'abandon de la politique zéro Covid en décembre 2022 et après quelques semaines de perturbations causées par la flambée épidémique. Cette reprise a cependant perdu de l'élan dès le T2 2023.

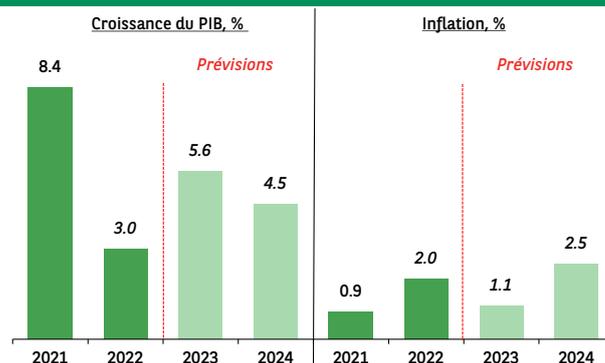
Le rebond dans les services a atteint +9,1% en glissement annuel (g.a.) sur les cinq premiers mois de 2023, après une légère contraction enregistrée en 2022. Toutefois, d'une part, ce chiffre est gonflé par des effets de base favorables résultant des confinements très stricts imposés dans la région de Shanghai au printemps 2022 ; d'autre part, l'activité dans les services a montré des signes d'affaiblissement dès le mois de mai. Il en va de même pour les volumes de ventes au détail qui ont rebondi de près de 9% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, mais dont la croissance a ralenti en mai. Les ménages limitent en effet leurs dépenses. Ils demeurent prudents face à la grave crise du secteur immobilier et aux incertitudes qui pèsent sur leurs perspectives de revenu et d'emploi.

La situation du marché du travail reste dégradée. En particulier, alors que le taux de chômage des zones urbaines s'est réduit à 5,2% en mai (contre 5,5% fin 2022) et se rapproche de son niveau d'avant-Covid, le chômage des jeunes de 16 à 24 ans a augmenté depuis le début de l'année. Il a atteint un record historique à 20,8% en mai, contre 16,7% fin 2022 et 12% en 2019. Cette évolution s'explique, notamment, par des inadéquations entre l'offre et la demande apparues sur le marché du travail depuis le resserrement réglementaire imposé en 2021 dans divers secteurs de services. Du côté de l'offre, le nombre de jeunes diplômés entrant sur le marché du travail a augmenté continuellement ces dernières années, et leur niveau d'éducation s'est élevé. Le nombre de jeunes diplômés sortant de l'université a atteint 10,5 mn en 2022, contre 7,9 mn en 2017. Au contraire, le nombre total de travailleurs migrants en provenance des zones rurales n'a augmenté que de 3,1 mn en 2022 (pour atteindre 295,6 mn), en baisse par rapport à 4,8 mn en 2017. Du côté de la demande, le nombre d'emplois dans les services s'est stabilisé en 2021, puis s'est contracté en 2022 pour la première fois. Le nombre d'emplois dans l'industrie s'est également réduit en 2022 (reprenant la tendance suivie de 2015 à 2019) alors que le nombre d'emplois dans le secteur primaire a augmenté pour la première fois en vingt ans.

Dans le secteur tertiaire, les destructions d'emplois en 2022 ont concerné les services affectés par les restrictions sanitaires (commerce de détail, loisirs, etc.), l'immobilier, et des services à plus haute valeur ajoutée ciblés par le resserrement réglementaire (éducation, internet, tech en particulier). Les premiers bénéficient du rebond post-Covid depuis le début de 2023, ce qui devrait se traduire par des créations d'emplois. En revanche, le cadre réglementaire reste incertain pour les secteurs considérés comme sensibles par Pékin, ce qui pèse sur leurs investissements et leurs embauches. Or, ces secteurs recrutent plus particulièrement les jeunes diplômés et les travailleurs les plus qualifiés.

En outre, la crise qui persiste dans le secteur immobilier et la construction et le ralentissement du secteur manufacturier pourraient entraîner de nouvelles destructions d'emplois. Le nombre de chantiers de construction achevés s'est certes redressé depuis le début de l'année grâce aux mesures de soutien des autorités, mais le sentiment des acheteurs potentiels reste déprimé et de nombreux promoteurs continuent de faire face à d'importantes difficultés financières. Les ventes de logements ont continué de chuter et la contraction de l'investissement immobilier s'est aggravée en mai.

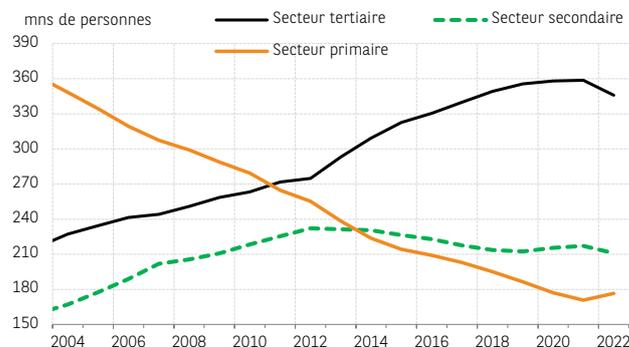
CHINE : CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS ECONOMIC RESEARCH

CHINE : EMPLOIS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MIN. DES RESSOURCES HUMAINES ET DE LA SÉCURITÉ SOCIALE, BNP PARIBAS

Le secteur manufacturier est lourdement pénalisé par le ralentissement de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. La production industrielle n'a augmenté que de +3,6% en g.a. sur les cinq premiers mois de 2023, soit une croissance inchangée par rapport à 2022. Les exportations de marchandises ont à peine augmenté depuis le début de l'année (+1,1% en g.a.), et le recul des importations s'est poursuivi (-4,4%).

Les autorités ont abaissé les taux directeurs à la mi-juin (par exemple, le taux MLF est passé de 2,75% à 2,65%). Les effets sur la croissance du crédit pourraient être limités, mais l'assouplissement monétaire précède probablement d'autres mesures de relance. Étant donné la fragilité des finances des collectivités locales, un nouveau soutien budgétaire pourrait venir du gouvernement central. Les actions pour réduire le chômage des jeunes devraient également se multiplier (des programmes, d'ampleur modeste, de créations d'emplois dans le secteur public et d'aide aux entreprises pour embaucher des jeunes diplômés ont été lancés depuis l'an dernier). De fait, il est urgent de renforcer la confiance des ménages chinois.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

VERS UN CHANGEMENT DE RÉGIME D'INFLATION

L'inflation au Japon poursuit sa progression en se diffusant à l'ensemble des postes de l'indice des prix à la consommation. Les anticipations d'inflation demeurent ancrées autour de la cible des 2% et la hausse des prix devrait se maintenir à ce niveau à moyen terme. Nous prévoyons que la Banque du Japon (BoJ) réhausse le plafond du taux souverain à 10 ans à 1% en juillet, avant de mettre fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux d'ici la fin 2024. Le PIB japonais a crû de 0,7% t/t au 1^{er} trimestre (+2,7% en rythme annualisé), principalement soutenu par la consommation des ménages et l'investissement non-résidentiel. Le retour des touristes étrangers (+71% t/t au T1) a également permis à l'activité de rebondir après deux trimestres décevants. Bien qu'en décélération, la croissance devrait perdurer au 2^e trimestre (+0,5% t/t) et tout au long du second semestre pour atteindre 1,1% en 2023.

L'inflation japonaise continue d'augmenter. La mesure principale de la BoJ, qui exclut les produits alimentaires frais, a repris sa hausse en avril (3,4% en glissement annuel, g.a.) après deux mois de baisse du fait essentiellement des subventions énergétiques mises en place par le gouvernement. La mesure des prix hors produits alimentaires frais et énergie progresse plus rapidement pour le 15^e mois consécutif à 4,1% en g.a. En avril, 44% du panier des biens de consommation était constitué de produits dont les prix étaient en hausse de plus de 4% en glissement annuel, contre 13% un an auparavant. L'inflation des services progresse également (1,7% en g.a.), ce qui illustre le caractère domestique croissant de la hausse des prix.

Les prévisions d'inflation de la BoJ pour l'année fiscale 2023-2024 ont été revues à la hausse le 1^{er} mai dernier, et la banque centrale s'attend désormais à ce que l'inflation gravite autour de sa cible des 2% au moins jusqu'en 2025. Les récentes enquêtes indiquent un ajustement des entreprises à ce nouvel environnement inflationniste. Selon l'enquête Tankan, 18,8% des répondants s'attendent désormais à une inflation comprise entre 3% et 6% à horizon de 5 ans, contre 5,7% trois ans auparavant. Ces révisions à la hausse pourraient entretenir une dynamique positive sur les prix qui aiderait la BoJ à atteindre sa cible.

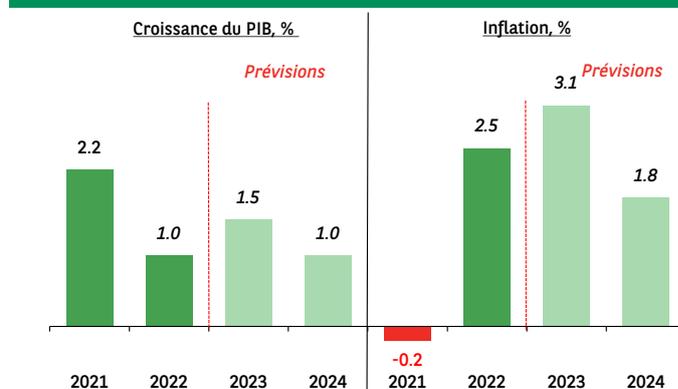
Autre facteur plaidant pour une inflation plus persistante : les tensions sur le marché du travail. Le taux de chômage a augmenté depuis décembre (2,8% en avril) mais il se maintient à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis les années 90 (hormis en 2018 et 2019). La tension sur le marché du travail s'illustre également par le ratio des nouvelles offres d'emploi sur le total des chômeurs qui reste proche de ses plus haut depuis 50 ans atteints en 2018/2019 (0,48 en avril 2023). Enfin, le taux d'activité – faible au sortir de la crise financière de 2008, notamment chez les femmes – s'est accru (75,2% en avril), le Japon ayant désormais rattrapé son retard avec les autres membres du G7. En l'état, le pays ne pourra donc pas compter sur un nouvel afflux de main d'œuvre, ce qui contribuerait à une progression plus significative des salaires. Celle-ci est encore de seulement +1% en g.a. en avril. Toutefois, les négociations salariales annuelles (shuntō) ont débouché en avril sur un accord prévoyant une hausse annuelle moyenne des rémunérations de 3,7% qui devrait se répercuter progressivement dans les statistiques mensuelles.

UN REBOND À RELATIVISER

L'économie japonaise a crû de 0,7% t/t au 1^{er} trimestre et elle aurait désormais dépassé de 0,4% son niveau d'avant-Covid. Cette croissance succède néanmoins à deux trimestres décevants (-0,4% t/t au T3 2022 et +0,1% t/t au T4) et doit donc être relativisée.

¹ Chine : La reprise manque de souffle (bnpparibas.com)

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Le rebond du 1^{er} trimestre s'explique principalement par la contribution de la consommation des ménages (pour 0,3 point) et par celle de l'investissement non-résidentiel (0,2 point). Les ménages ont nettement augmenté leurs achats de biens durables (+5,4% t/t), ce que l'on peut mettre en lien avec leur regain de confiance depuis janvier (indice en hausse à 35,7 en mai contre 30,9 en janvier). À l'inverse, le commerce extérieur (-0,3 point) a pesé sur la croissance. Le nombre de visiteurs étrangers a recouvré deux tiers de son niveau d'avril 2019 mais le potentiel de reprise reste important.

Les exportations vers la Chine ont nettement rebondi depuis janvier (+38,6% en mai) grâce à la réouverture de l'économie, mais elles restent inférieures de 3,4% à leur niveau de mai 2022. Ce rebond a été limité par la faiblesse de la reprise économique en Chine¹. L'industrie manufacturière japonaise n'a donc que peu progressé depuis un an (+0,4% en g.a. en avril) et recule même au 1^{er} trimestre (-1,8% t/t). Le secteur tertiaire a mieux résisté sur les quatre premiers mois de l'année, progressant de 1,5% en avril par rapport à décembre 2022.

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

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



LE TAUX TERMINAL SERA-T-IL ATTEINT CET ÉTÉ ?

La zone euro est entrée en récession technique au premier trimestre 2023, Eurostat ayant rabaisé son estimation de la croissance trimestrielle du PIB pour le T1, de +0,1% à -0,1% t/t, soit une contraction identique à celle du T4 2022. Ces résultats ne modifient pas profondément notre grille de lecture pour l'année 2023 : une activité économique faible ou légèrement négative, trimestre sur trimestre, même si la croissance pour 2023 dans son ensemble devrait être plus positive grâce à des effets d'acquis favorables. Nos prévisions actuelles tablent sur un taux de refinancement terminal de 4,5%, qui serait atteint lors de la réunion de politique monétaire du 14 septembre prochain. Néanmoins, le scénario d'un resserrement plus dur ne peut pas être totalement exclu au regard des dynamiques inflationnistes de base en cours et des indices de généralisation de l'inflation toujours élevés.

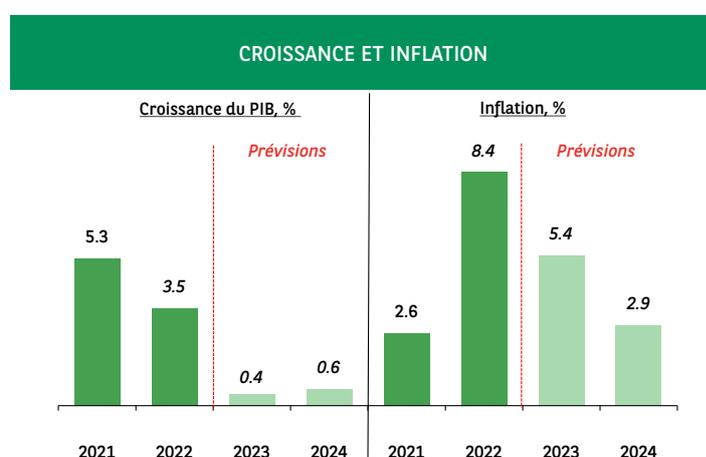
Les prix de l'énergie (gaz naturel, pétrole) ont continué de refluer au printemps, alimentant la baisse de l'inflation générale en zone euro. Néanmoins, le processus de désinflation sera lent¹, un retour à la cible de 2% n'étant pas attendu, selon nos prévisions, avant 2025. Même si l'alimentation reste de loin le principal contributeur à l'augmentation de l'indice des prix à la consommation, une part de l'inflation est également centrée sur les services (restauration/hôtellerie, loisirs/culture, services de transport) et alimentée par les salaires.

Les salaires de base en zone euro ont, en effet, progressé de 4,3% en glissement annuel au T1, selon l'indicateur de la BCE, à l'issue des négociations collectives. C'est la plus forte augmentation depuis la création de l'union monétaire. Cette hausse des salaires reste inférieure au rythme de l'inflation en zone euro mais les deux courbes devraient se croiser au cours du troisième trimestre, marquant le retour en territoire positif de la progression des salaires réels.

L'union monétaire a bénéficié en 2022 de plusieurs leviers favorables – épargne importante des ménages au sortir de la crise sanitaire, rattrapage d'activité avec la résorption progressive des perturbations sur les chaînes de production mondiales, soutien budgétaire élevé – pour amortir le choc inflationniste et le choc des taux. Ces soutiens ne seront pas aussi vigoureux en 2023. Par ailleurs, si les contraintes d'offre portant sur les composantes et les biens d'équipement devraient s'estomper (elles restaient importantes au premier trimestre selon l'enquête de la Commission européenne sur les freins à l'activité des entreprises), les pénuries de main d'œuvre devraient persister plus longtemps sous l'effet du resserrement sans précédent du marché du travail. Le taux de chômage a ainsi atteint un nouveau point bas à 6,5% en avril.

Toutefois, les signaux baissiers gagnent du terrain. Le recul de l'activité industrielle en zone euro était jusqu'en avril contenu mais l'indice PMI manufacturier se détériore mois après mois (44,8 en mai), tandis que les nouvelles commandes manufacturières en Allemagne ont plongé ce printemps à des niveaux inédits depuis la crise sanitaire de 2020.

De plus, les ventes au détail de produits alimentaires décrochent nettement depuis plus d'un an en termes réels. L'activité dans les services reste mieux orientée, avec un indice PMI à 55,1 en mai. Si à court terme, les dynamiques entre le secteur manufacturier et les services semblent diverger, un rapprochement s'opérera à terme, probablement à travers une baisse du climat des affaires dans les services. Au troisième trimestre, l'activité dans ce secteur devrait être soutenue par la saison touristique, qui s'annonce une nouvelle fois favorable. Néanmoins, la poursuite du resserrement monétaire devrait, à terme, avoir des effets plus diffus sur l'économie.



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Pour la BCE, le bon ajustement de son taux directeur est plus difficile à trouver étant donné les divergences notables entre les taux d'inflation des pays de la zone euro, aussi bien pour la mesure « headline » que pour l'inflation sous-jacente. La plupart des économies à l'est de l'union monétaire enregistrent une inflation sous-jacente proche (Croatie) ou supérieure (pays baltes, Slovaquie) à 10% en mai 2023, tandis que la hausse reste importante aux Pays-Bas (8,2%) et en Autriche (7,9%). À l'inverse, l'inflation est retombée sous la barre des 4% en Espagne (3,8%). Les décisions prises ailleurs par les banquiers centraux au cours des dernières semaines (Australie, Canada) illustrent toutefois la détermination des autorités monétaires à juguler l'inflation, quitte à le faire de manière plus agressive qu'escompté par les marchés.

La BCE semble s'orienter vers cette direction. Début juin, Isabel Schnabel, membre « faucon » du directoire de la Banque centrale européenne, a rappelé que dans la lutte contre l'inflation, « compte tenu de l'incertitude sur sa persistance, le coût d'une action trop faible est supérieur à celui d'une action trop énergique »².

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com¹ Voir BNP Paribas, Baromètre de l'inflation, Juin 2023.² Entretien à De Tijd, 7 juin 2023. <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in230607~3fc7acf294.fr.html>

ALLEMAGNE

9

VERS UNE RECHUTE ?

L'Allemagne a enregistré une récession technique au 4^e trimestre 2022 (-0,5% t/t) et au 1^{er} trimestre 2023 (-0,3% t/t) sous le poids notamment d'une contraction de la consommation des ménages (-1,7% puis -1,2%). Si cette récession n'a pas eu pour principale origine le cœur industriel de l'économie allemande, ce dernier a toutefois montré des signes de faiblesse qui l'ont empêché de croître davantage. Alors que la désinflation devrait permettre un rebond de la consommation des ménages au 2^e trimestre, les enquêtes de conjoncture augurent toutefois d'une nouvelle détérioration au-delà, qui expose à nouveau l'économie allemande à un risque de récession au 2nd semestre.

La récession longtemps annoncée a fini par se matérialiser en Allemagne, au 4^e trimestre 2022 et au 1^{er} trimestre 2023. C'est finalement la consommation des ménages qui a donné le la, d'abord en permettant d'éviter la récession, malgré des indicateurs de climat des affaires qui se sont très nettement dégradés dès le printemps 2022, puis en la précipitant alors même que le rebond du début d'année enregistré par l'IFO et le ZEW pouvait laisser entendre que la croissance aurait pu ne pas être négative au 1^{er} trimestre. La consommation publique, en net repli au 1^{er} trimestre, a fortement pesé sur la croissance en début d'année 2023.

CONJONCTION DES CONTRAINTES D'OFFRE ET DE DEMANDE

Le panorama que l'on peut dresser de l'économie allemande au début de 2023 est celui d'une économie toujours lourdement congestionnée. En effet, la forte volatilité des indicateurs de conjoncture ne doit pas masquer leur atonie une fois leurs variations lissées. La nette contraction de la production industrielle en décembre dernier a été compensée par un rebond au 1^{er} trimestre 2023, mais son niveau moyen (moyenne mobile sur 6 mois) est resté relativement inchangé. Les nouvelles commandes à l'industrie ont même stagné au 1^{er} trimestre et marquent en avril 2023 un plus bas depuis mai 2013.

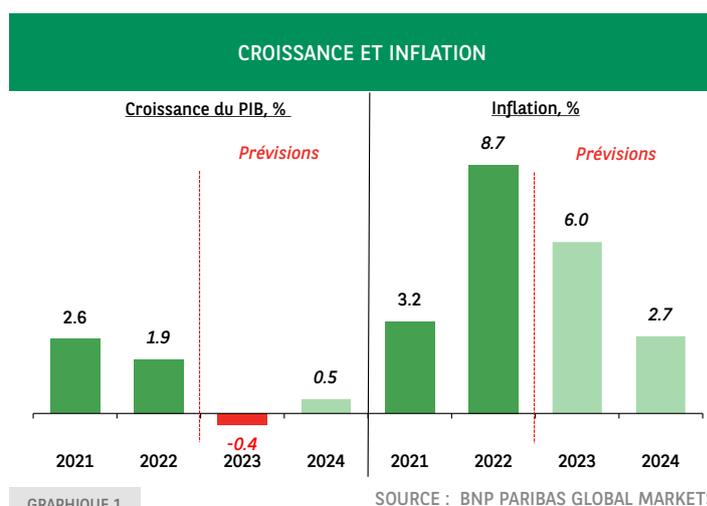
En parallèle, l'ouverture d'une nouvelle usine Tesla à Berlin, en 2022, a permis une montée en charge en fin d'année qui se poursuit sur les cinq premiers mois de 2023 (hausse de 11% a/a des nouvelles immatriculations de véhicules). Toutefois, si cette capacité de production additionnelle a ponctuellement permis de mieux traiter les carnets de commandes accumulés, les contraintes d'offre que les entreprises subissent restent majeures et limitent la production pour 68% des entreprises selon la Commission européenne. La production automobile est restée toutefois au 1^{er} trimestre 2023 11% en deçà de son pic de fin 2017.

UN DYNAMISME DES SERVICES EN TROMPE-L'ŒIL

Le PMI services allemand continue de diverger assez nettement du PMI manufacturier, à la différence d'autres pays où cet écart d'abord important s'est dernièrement réduit, notamment la France. Toutefois, l'enquête de conjoncture de l'IFO montre que le dynamisme des services concerne principalement des secteurs liés au tourisme et aux loisirs, tandis que les services plus dépendants de l'industrie continuent d'accompagner la dynamique nettement plus modérée de cette dernière. De plus, la comparaison de l'enquête de la Commission européenne relative aux services pour les différents pays de l'Union européenne montre que les secteurs liés au tourisme et aux loisirs sont plus dynamiques en Allemagne qu'ailleurs.

DE L'IMPRESSION D'UNE REPRISE DURABLE À CELLE D'UNE RECHUTE EN COURS

Même s'il n'est pas général, le dynamisme actuel d'une partie des services en Allemagne devrait tout de même bénéficier à la croissance du pays. De plus, l'accalmie récente en matière d'inflation devrait redonner



du pouvoir d'achat aux ménages, et permettre d'envisager un rebond de leur consommation au 2^e trimestre, après une nette baisse précédemment (-2,9% si on cumule les contractions du T4 2022 et du T1 2023).

Toutefois, alors que les données de la production industrielle, des nouvelles commandes à l'industrie et les enquêtes de conjoncture laissent croire jusqu'en février à une reprise marquée de la croissance, les perspectives sont désormais très différentes. La probabilité d'une rechute de la croissance au 2nd semestre 2023 s'est renforcée. Cette anticipation provient, comme dans d'autres pays européens, de l'impact de plus en plus visible des hausses de taux d'intérêt de la BCE, conformément à ce que les délais de transmission permettaient d'anticiper avec un effet maximal sur la conjoncture à partir de cette période. Or, les enquêtes de conjoncture confirment un nouveau refroidissement. Si la confiance des ménages mesurée par l'institut GfK a vu son indicateur synthétique se redresser, la volonté d'achat des ménages est revenue en mai à son bas niveau connu lorsque l'inflation était à deux chiffres.

L'intensité de cette rechute devrait être modérée (0% de croissance t/t au T3, puis -0,1% t/t au T4 selon nos prévisions), notamment parce que le dynamisme du marché du travail ne s'est pas démenti ces derniers mois, avec 155 000 créations d'emplois au 1^{er} trimestre et que les indicateurs avancés (tensions sur le recrutement, perspectives d'emploi à trois mois) restent relativement bien orientés. Toutefois, la sous-performance du PIB allemand depuis la fin 2017 montre la dépendance du pays à des secteurs pénalisés par les évolutions récentes, dont l'industrie chimique ou l'automobile (dont la production reste, respectivement, 15% et 11% inférieure à celle de fin 2017). Cela explique pourquoi la croissance allemande est demeurée en deçà de la moyenne européenne depuis lors, ce qui devrait rester le cas encore en 2023.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

NOUVEL AVIS DE VENT FRAIS SUR LA CROISSANCE

Après un second semestre 2022 au cours duquel la croissance s'est singulièrement affaiblie, le 1^{er} trimestre 2023 a marqué un rebond relatif, qui devrait se confirmer au 2^e trimestre : un rebond plutôt concentré sur certains secteurs, principalement les matériels de transport et le tourisme. Toutefois, les enquêtes de conjoncture se sont dégradées depuis mars, pour atteindre des niveaux relativement bas, notamment dans l'industrie. Le logement résidentiel, les services aux entreprises ou les exportations sont autant de points de vigilance qui, cumulés, devraient avoir un impact négatif plus marqué au second semestre 2023 tant en termes de croissance que de créations d'emplois, qui persistent pour le moment.

La croissance tient bon. Outre la contraction limitée au 1^{er} trimestre 2022 (-0,1% t/t), avec le déclenchement de la guerre en Ukraine, l'économie française a évité une croissance négative malgré les vents contraires successifs. En 2022, l'investissement des entreprises et leur restockage, ou encore le rebond des services en sortie de Covid (dont les services de transport et l'hébergement-restauration) ont compensé la baisse de l'investissement des ménages, ainsi que celle de leur consommation alimentaire et d'énergie. Début 2023, c'est la confirmation du rebond dans l'automobile et l'aéronautique qui a soutenu l'économie, malgré un nouveau pic d'inflation.

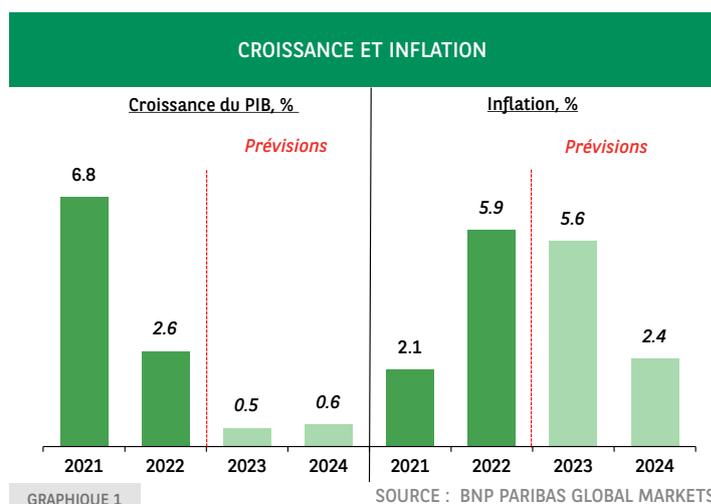
DES FACTEURS DE RÉSILIENCE TOUJOURS PRÉSENTS MAIS PLUS LIMITÉS

Cet équilibre entre des vents contraires conséquents et des spécificités positives continue de structurer l'économie française. Les premiers se sont intensifiés au 1^{er} trimestre : dont la contraction de l'investissement des ménages (-2,3% t/t) qui accompagne le fort repli du logement (ventes de logements neufs et transactions dans l'ancien), après une nette baisse du crédit à l'habitat (de près de moitié a/a au T1). Le secteur subit l'impact de la hausse des taux d'intérêt et de celle des coûts de construction, qui se poursuit et aggrave la situation sur le neuf. L'inflation a enregistré son pic en février (7,3% a/a, selon l'indice harmonisé) et le pouvoir d'achat des ménages s'est contracté de -0,6% t/t au 1^{er} trimestre (par unité de consommation), malgré la croissance des revenus (+1,6% t/t). Cette dernière s'explique par le maintien d'importantes créations d'emplois (près de 90 000), ainsi que par des hausses de salaires plus conséquentes (que nous anticipons à 5% en moyenne en 2023). Ces éléments, auxquels s'ajoutent des économies en matière de consommation d'énergie, ont permis une hausse du taux d'épargne, ainsi que le maintien de la croissance de la consommation de services. Ces éléments ne devraient pas significativement s'altérer au 2^e trimestre, les statistiques parcellaires disponibles se révélant positives concernant le nombre de nuitées dans l'hébergement notamment.

L'autre élément favorable réside dans le retour de la production automobile à son niveau d'avant-Covid, en raison de la baisse relative des contraintes d'offre. Toutefois, si ceci permet de traiter les retards accumulés, cela ne doit pas masquer que les nouvelles commandes sont désormais moins nombreuses.

UNE DÉGRADATION EN MARCHÉ

Le climat des affaires de l'Insee s'est détérioré au 4^e trimestre 2022 face à la crainte d'un choc sur l'énergie, avant un contrecoup favorable au 1^{er} trimestre 2023. Depuis mars, il est clairement orienté à la baisse : en mai, l'indicateur synthétique a retrouvé sa moyenne de long terme (100), en dessous de laquelle il n'est plus descendu depuis mai 2015 (avec des baisses dans l'industrie, dans les services et la construction). La tendance récente du commerce extérieur en volume confirme ces signaux négatifs. Si les exportations de matériels de transport ont progressé de 2,7% t/t au 1^{er} trimestre, les exportations manufacturières



hors matériels de transport ont diminué de 0,7% t/t (et de 3% a/a), tandis que les services de transport exportés diminuent de 6,7% t/t (après une nette hausse en 2022). Du côté des importations, les autres produits industriels, catégorie qui regroupe beaucoup d'intrants sensibles à la conjoncture (chimie, métaux, minéraux, papier/carton), voient leurs importations diminuer de 4% t/t au 1^{er} trimestre (-6% a/a). C'est un indicateur avancé d'une production industrielle française qui suivrait une tendance défavorable dans les prochains mois.

Enfin, si la consommation de services s'est révélée résiliente ces derniers mois, c'est en partie en raison d'un retour à la normale post-Covid (loisirs, tourisme) mais également d'effets de substitution : rebond de la restauration au détriment de la consommation alimentaire en magasins. Cette dernière, pénalisée par l'inflation et ces effets de substitution, est tombée à son plus bas niveau depuis 2005. Au 1^{er} trimestre 2023 elle était inférieure de 9,6% à son niveau du 4^e trimestre 2021 avant l'envolée de l'inflation alimentaire (ces chiffres incorporant également l'effet d'une baisse de la qualité des produits consommés). La consommation de biens hors énergie et hors alimentation est plus stable, surtout en raison d'un rebond dans les matériels de transport ; si on exclut cette catégorie de biens, la consommation est en baisse de 2,3% entre le T4 2021 et le T1 2023. Surtout, l'opportunité de faire des achats importants immédiatement a atteint son plus bas niveau historique au mois d'avril (6,5% des ménages, contre une moyenne de 14,6% sur les vingt dernières années), en deçà même du point bas de juin 2008 (7,7%), augurant d'un repli conséquent de la demande. Il est donc probable que la désinflation que l'on commence à observer ne suffise pas, notamment parce qu'elle est trop progressive (5,6% en moyenne en 2023 selon nos prévisions contre 5,9% en 2022) pour avoir un impact sur les intentions de dépenses des ménages.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



FORTE HAUSSE DU PIB ET DE L'INFLATION

Après une légère baisse au 4^e trimestre 2022, le PIB italien a progressé de 0,6 % t/t au 1^{er} trimestre 2023. L'acquis de croissance pour 2023 s'élève à +0,9%. Au 1^{er} trimestre, la demande intérieure hors stocks a contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance, tandis que le commerce extérieur et les variations de stocks ont eu un impact négatif. L'investissement a progressé de près de 1% reflétant l'amélioration des conditions économiques et financières des entreprises italiennes. Les ménages italiens ont bénéficié de la forte croissance des revenus nominaux, tout en pâtissant de l'érosion de leur pouvoir d'achat due à l'inflation qui reste l'une des plus élevées de la zone euro, à 8% en g.a. en mai (mesure harmonisée).

REPRISE SOLIDE AU 1^{ER} TRIMESTRE 2023

Après une légère contraction au 4^e trimestre 2022, le PIB italien a progressé de 0,6% t/t au 1^{er} trimestre 2023 et de 1,9% en g.a. Par rapport au 4^e trimestre 2019, le PIB est en hausse de 2,5%. C'est plus que dans les autres grands pays de la zone euro. L'acquis de croissance pour 2023 s'élève à +0,9%.

Au 1^{er} trimestre, la demande intérieure hors stocks a contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance. La consommation des ménages a crû de 0,5%, effaçant une partie du recul du 4^e trimestre 2022 (-1,7%). Les ménages italiens bénéficient de l'augmentation de leur revenu en termes nominaux tout en pâtissant de la baisse de leur pouvoir d'achat due à l'inflation élevée. Les conditions du marché de l'emploi se sont encore améliorées. Le nombre de personnes en poste dépasse 23,4 millions, avec un taux d'emploi de 61%, le plus élevé de ces vingt dernières années. Malgré la baisse récente du taux d'inflation, l'indice des prix à la consommation reste 15% au-dessus de son niveau de début 2021. Au 1^{er} trimestre 2023, la consommation des ménages en volume se retrouve légèrement inférieure à celle du 4^e trimestre 2019, tandis qu'en valeur, elle la dépasse de plus de 10%.

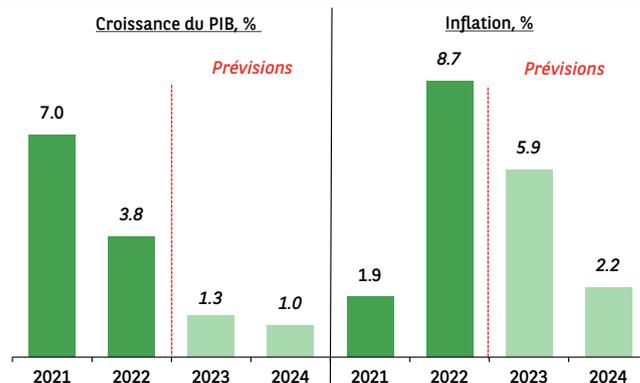
La contribution de l'investissement à la croissance du PIB a été positive (+0,2 point de pourcentage), reflétant l'amélioration de la situation des entreprises italiennes. L'investissement dans le bâtiment, hors logements et autres structures, a progressé de 1,5 % t/t et celui dans les moyens de transport de près de 7% t/t. Au 1^{er} trimestre 2023, les exportations ont davantage baissé que les importations (respectivement -1,4% et -1%), entraînant une contribution négative du commerce extérieur (-0,1pp après +1,5pp au trimestre précédent).

Au 1^{er} trimestre, la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier a reculé de 0,1%. C'est la troisième baisse consécutive. L'évolution de l'activité industrielle reste mitigée, les secteurs énergivores comme la chimie, la métallurgie, le bois et les produits dérivés du papier souffrant d'une hausse de leurs coûts de production. Après la baisse modérée enregistrée au 4^e trimestre 2022, la valeur ajoutée dans les services a progressé de près de 1%. Cela reflète principalement la forte embellie des services liés à l'immobilier et des activités professionnelles et administratives, tandis que la valeur ajoutée dans la construction a augmenté de 1,5%.

UNE INFLATION TENACE

L'inflation italienne reste l'une des plus élevées de la zone euro, à 8% en g.a. en mai (mesure harmonisée), en grande partie à cause des hausses observées entre janvier et février.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'inflation est un phénomène assez nouveau pour beaucoup d'Italiens. Comme dans le reste de la zone euro, l'Italie n'avait pas connu de hausses de prix aussi fortes et persistantes depuis le milieu des années 1980. Aujourd'hui, le nombre de résidents italiens de plus de 40 ans (c'est-à-dire nés avant les années 1980) atteint environ 35,4 millions, sur une population totale de près de 59 millions. Les personnes nées après les années 1980 (plus de 23 millions) n'avaient jamais connu, avant 2021, l'impact de l'inflation sur leur vie quotidienne. Il a fallu un certain temps pour qu'un segment aussi important de la population perçoive pleinement les effets réels de la hausse persistante des prix sur son mode de vie et ses décisions en matière de dépenses, d'épargne et d'investissement. En outre, la part de la population n'ayant pratiquement pas connu l'inflation est encore plus élevée, si l'on considère que seulement 17,2 millions des actifs dans les années 1970 et 1980 sont encore en vie aujourd'hui. En d'autres termes, moins d'un tiers de la population italienne a connu l'inflation par le passé.

En Italie, l'inflation a surtout touché les ménages les plus modestes. Dans une étude récente, l'ISTAT estimait à environ 5pp le différentiel d'inflation entre les ménages les plus modestes et les plus aisés. Elle souligne également que l'écart se creusait à mesure que l'inflation augmentait.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com

LE CHOC INFLATIONNISTE CHAMBOULE L'ÉCHIQUIER POLITIQUE

Le recul de l'inflation en Espagne n'a offert aucun répit à la coalition au pouvoir. Le revers du Parti socialiste aux élections régionales et locales du 28 mai dernier, au profit du Parti populaire, a conduit le Premier ministre, Pedro Sanchez, à annoncer des élections législatives anticipées le 23 juillet, cinq mois avant la date initialement prévue. Malgré un marché de l'emploi toujours dynamique, la baisse du pouvoir d'achat et la crise du logement pénalisent le parti au pouvoir, dont le retard dans les sondages s'est accentué au cours du printemps. Le marché immobilier montre des signes de retournement contenus pour le moment, mais la poursuite du resserrement monétaire et la hausse des taux d'emprunt qui en découle risquent d'accroître ce repli.

Lors des élections locales et régionales, le Parti socialiste (PSOE) a certes recueilli 28,1% des voix, un résultat en légère baisse par rapport au scrutin de 2019 (29,4%), mais le Parti populaire (PP) a nettement consolidé sa position avec 31,5% des votes (contre 22,7% en 2019). Le PP profite notamment de l'effondrement du parti de centre-droit Ciudadanos, qui ne présentera aucun candidat aux élections législatives de juillet prochain.

Le PSOE a cédé des postes importants au PP, aussi bien à l'échelle régionale (Communauté valencienne, Aragon) que locale (Séville, Valence). Les résultats confirment également le recul de Podemos, membre de la coalition actuellement au pouvoir. À l'issue des résultats, le Premier ministre, Pedro Sanchez, a annoncé des élections législatives anticipées le 23 juillet. Le PP était, à la mi-juin, le mieux placé dans les sondages même si, faute de majorité absolue, l'accession au pouvoir de Alberto Núñez Feijóo (chef de file du PP) pourrait reposer sur une alliance avec le parti d'extrême droite Vox. Ce dernier a enregistré à nouveau une progression importante lors du scrutin de mai dernier, confirmant sa percée de 2021 aux élections en Castille et Léon. Malgré un bilan plutôt satisfaisant sur le front du marché du travail (le taux de chômage est redescendu à 12,7% en avril), le PSOE pâtit de la crise du pouvoir d'achat et du logement, ainsi que des négociations politiques avec les partis indépendantistes, souvent critiquées mais nécessaires pour sécuriser une majorité au parlement.

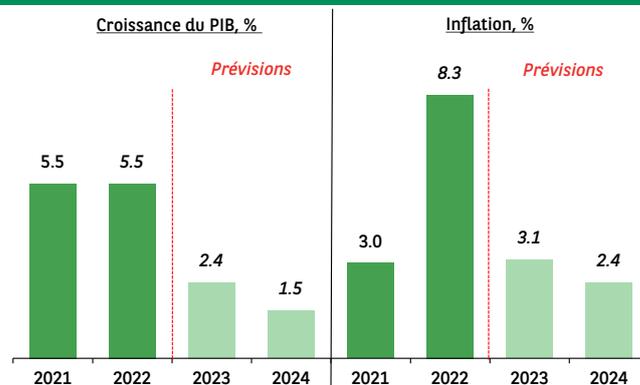
Une victoire du PP au scrutin de juillet prochain pourrait avoir des répercussions sur le déploiement du plan de relance et de résilience, sans pour autant en changer drastiquement les contours. Une nouvelle feuille de route a été finalisée par le gouvernement et envoyée à la Commission européenne début juin. Elle intègre désormais les EUR 90 mds de prêts européens accordés à l'Espagne dans le cadre du plan *Next Generation EU*, que les autorités espagnoles n'avaient pas encore sollicités. À ce stade, l'Espagne a reçu EUR 37,04 mds de subventions de la part du mécanisme européen, soit un peu plus de la moitié de l'enveloppe totale des subventions accordées au pays (EUR 69,51 mds).

LE RETOURNEMENT DU MARCHÉ IMMOBILIER POURRAIT S'AMPLIFIER

Le logement reste le maillon faible de l'économie espagnole. La remontée des taux d'emprunts – qui ont plus que doublé en un an, passant d'un taux moyen de 1,7% en avril 2022 à 3,8% en avril 2023 – a entraîné un début de retournement du crédit immobilier, encore limité toutefois au printemps. Depuis le début de l'année, les encours de prêts à l'habitat sont à nouveau en contraction en glissement annuel (g.a.), après un an et demi de légère progression. La baisse n'atteignait encore que 2,0% en avril, mais elle devrait accélérer au cours des prochains mois avec la poursuite de la hausse des taux d'intérêt attendue cet été. L'encours des crédits immobiliers en Espagne s'est contracté sans relâche entre 2012 et 2020, en ligne avec la longue phase de correction du marché immobilier. Cet encours se situe aujourd'hui près d'un quart inférieur au niveau atteint en 2010-2011.

1 Voir BNP Paribas Ecoweek, « décalages longs et variables dans la transmission de la politique monétaire : le cas de la zone euro », 28 février 2023.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les effets du resserrement monétaire sur l'économie agissent avec un décalage¹. Certains indicateurs devront ainsi être scrutés de près au cours des mois à venir. C'est notamment le cas des saisies immobilières (*foreclosures*). Si elles se maintiennent aujourd'hui à un niveau historiquement bas (5 168 au T1 2023 contre une moyenne historique [T1 2014-T1 2023] de 15 115) cela n'exclut pas pour autant une détérioration du crédit en cours : en Espagne, une procédure de recouvrement ne peut être lancée que si l'emprunteur échoue à rembourser ses mensualités pendant une période de trois mois. Les données actuelles (T1 2023) n'intègrent donc que partiellement la phase de remontée des taux d'intérêt débutée à l'été 2022, qui s'est poursuivie au printemps de cette année et se prolongera cet été.

La résistance du marché immobilier espagnol dépendra en grande partie de la capacité des ménages à endurer le choc inflationniste qui, bien qu'en net recul sur la première moitié de cette année (la progression de l'IPC a ralenti à 3,2% a/a en mai), a laissé des traces sur le pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'indice des prix à la consommation de l'INE intègre l'évolution des loyers (plafonnée à 2% en 2023) mais pas celle des taux hypothécaires : il ne reflète donc pas toutes les conséquences de la remontée des taux hypothécaires sur le pouvoir d'achat des ménages. L'épargne accumulée par ces derniers durant les périodes de confinement s'est nettement réduite au cours de l'année 2022 sous l'effet de la hausse des prix et des taux ; elle est même repassée au second semestre sous le niveau enregistré à la même période en 2019 (EUR 25,7 mds contre EUR 27,1 mds, données Eurostat). Le second semestre 2023 s'annonce sur un fil, nos prévisions actuelles tablant sur une quasi-stagnation de l'activité (croissance nulle au T3 puis 0,1% t/t au T4).

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



BELGIQUE

13

LA PEUR DE LA CHUTE

Au début de cette année, la croissance du PIB belge est restée soutenue et supérieure à son rythme moyen. L'inflation baisse tandis que le marché de l'emploi ralentit. Les effets de la hausse des taux d'intérêt commencent à se faire sentir : le marché immobilier ralentit et l'investissement des entreprises devrait suivre le mouvement. Une (brève) récession vers la fin de l'année reste possible, mais peu probable. Si elle se concrétisait, les marges de manœuvre du gouvernement pour y répondre seraient toutefois limitées en raison du niveau élevé de la dette publique.

La croissance du PIB belge a dépassé les attentes au T1 2023, atteignant +0,5%/t. Nous prévoyons une croissance plus lente au T2 (+0,4%) mais toujours supérieure au rythme moyen de la croissance belge. Au second semestre, nous anticipons une stagnation du PIB, les effets du resserrement monétaire commençant à se faire sentir.

L'inflation harmonisée s'est élevée à 2,7% en glissement annuel en mai, un chiffre parmi les plus bas de l'UE27. Le niveau moyen des prix en Belgique a baissé de plus de 3% par rapport au pic atteint en octobre 2022, à la faveur notamment de l'effet baissier des prix de l'énergie sur l'inflation totale. L'inflation alimentaire, à deux chiffres depuis le second semestre de l'an dernier, ralentit également légèrement. L'indice des prix alimentaires a même baissé en avril en variation mensuelle pour la première fois depuis près de deux ans. Tous les regards restent rivés sur l'inflation sous-jacente, qui se maintient au-dessus de 6%.

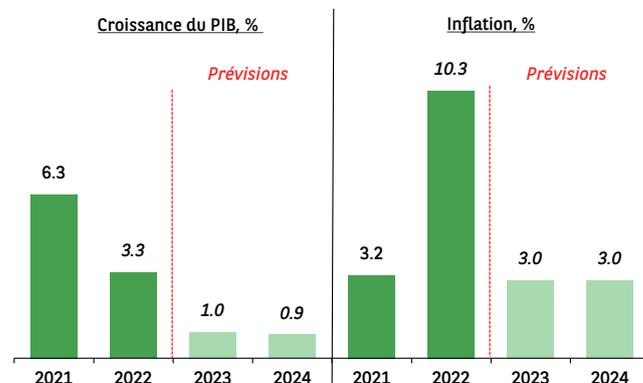
Avec le ralentissement progressif du marché du travail (*voir ci-dessous*), les pressions inflationnistes sous-jacentes devraient toutefois s'atténuer, mais cela peut prendre un certain temps. Nous nous attendons à ce que l'IPCH flirte avec la déflation au début du quatrième trimestre, sous l'effet du traitement technique des mesures de soutien énergétique. Pour l'ensemble de l'année, nos prévisions d'inflation s'élèvent à 3,0%, tant pour 2023 que pour 2024.

La confiance des consommateurs reste proche de sa moyenne de long terme, son redressement après le double choc dû à la Covid-19 et à l'invasion russe s'étant achevé. Mais le pessimisme des ménages s'accroît concernant leur capacité à mettre de l'argent de côté. Les ménages s'inquiètent également de plus en plus de l'évolution du marché du travail. En effet, la croissance de l'emploi ralentit, tant pour les salariés des entreprises que pour les travailleurs indépendants. Le taux d'emplois vacants a quelque peu diminué par rapport à son pic historique, pour atteindre 5,4% à la fin de l'année dernière. L'indice phare Federgon, qui mesure la demande de travail temporaire, est en baisse constante depuis le début de l'année dernière. Pour l'instant, le taux de chômage, qui s'élevait à 5,6% en avril, reste bas. Cependant, il devrait bientôt remonter et franchir la barre des 6%, et contribuer à la baisse de l'inflation sous-jacente.

Le marché immobilier ralentit également. Les prix ont quelque peu baissé selon les données de la BRI. Le nombre de transactions demeure stable mais au vu de la forte baisse de la demande de prêts hypothécaires le répit serait provisoire. Nous prévoyons une baisse des prix de 2% en 2023. Une normalisation progressive devrait se produire lorsque les taux d'intérêt atteindront un nouvel équilibre.

Les taux d'intérêt pèseront également sur l'investissement des entreprises ; il s'agit de la seule composante du PIB qui demeure inférieure à ses niveaux d'avant-Covid-19. La confiance des entreprises a de nouveau décliné en mai, avec des fortunes diverses selon les secteurs.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMPTES NATIONAUX, BNP PARIBAS FORTIS

L'optimisme s'est accentué parmi les entreprises actives dans le commerce pour le troisième mois consécutif. En revanche, les manufacturiers sont plus inquiets, en particulier en ce qui concerne la demande et l'emploi. Ces entreprises sont également les plus pessimistes concernant l'accès au crédit.

12 mois... c'est ce qu'il a fallu pour que les rendements des obligations d'État retrouvent leurs niveaux de 2010. Malgré la maturité longue de la dette, son service a augmenté de 10 pb depuis l'été dernier. L'Agence fédérale de la dette s'attend à ce qu'il augmente encore, passant d'environ 1,5% du PIB actuellement à environ 2,2% d'ici 2027. Selon des hypothèses prudentes, la dette publique en pourcentage du PIB pourrait augmenter de près de 2 pp chaque année dans un avenir proche. Après avoir protégé l'économie de la crise sanitaire et de la flambée des prix de l'énergie, le gouvernement De Croo devrait se concentrer sur le redressement des finances publiques, alors que le déficit budgétaire devrait atteindre 5% du PIB, voire plus cette année.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI

14

UNE VAGUE D'INFLATION PEUT EN CACHER UNE AUTRE

Le PIB du Royaume-Uni a crû de 0,1% t/t au T1 2023. La récession hivernale annoncée à l'automne 2022 n'a pas eu lieu grâce à l'investissement public, au dynamisme des services et à la résilience de l'industrie. Cette vigueur est une bonne nouvelle mais risque de rendre l'inflation plus persistante à moyen terme, alors que les derniers chiffres ont encore surpris à la hausse. La Banque d'Angleterre (BoE) devra poursuivre ses hausses de taux. Cela pèsera sur la croissance qui devrait être nulle en 2024, après déjà seulement 0,4% en 2023.

LA CROISSANCE DU 1^{ER} TRIMESTRE BRAVE LA TEMPÊTE

La récession n'interviendra pas au S1 2023 au Royaume-Uni, la croissance ayant résisté au T1 selon les estimations actuelles (+0,1% t/t), grâce au soutien des finances publiques par diverses mesures (garantie des prix énergétiques, soutien à l'investissement privé) ainsi que par l'entremise directe de l'investissement public (+9,7% t/t au T1 2023). La consommation privée (-0,0% t/t) et l'investissement des entreprises (+0,7% t/t), qui bénéficie d'un effet de rattrapage par rapport au décrochage de la tendance après le Brexit, n'ont pas chuté comme attendu. Du point de vue de la production, ce sont les services qui ont principalement soutenu la croissance (à hauteur de 0,06 point), tandis que la construction (0,04 pt) et l'industrie (0,02 pt) y ont aussi contribué positivement bien que dans une moindre ampleur. Cette résilience s'est étendue à une majorité de sous-secteurs malgré des signes de ralentissement pour certains. Les ventes au détail ont résisté au T1 (+1,1% t/t), mais les services aux ménages ont reculé (-0,4% t/t).

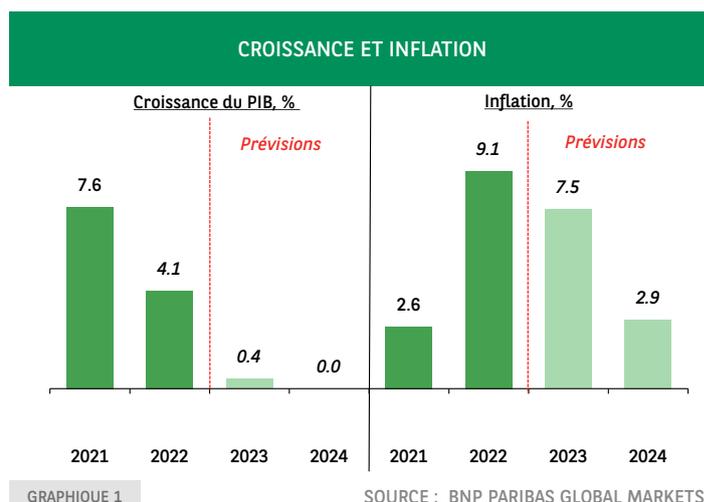
Le Royaume-Uni a pourtant affronté des vents contraires ce trimestre. Le déflateur de la consommation des ménages n'a que légèrement décollé à 9,4% en g.a. au T1 2023 après 10,3% au T4 2022. Dans le même temps, la hausse des taux s'est poursuivie, la BoE portant son taux directeur à 5% en juin et le taux d'emprunt des sociétés non-financières privées s'est élevé à 6% en avril (2,4% en avril 2022). Les ménages ont également subi le resserrement monétaire puisque la charge d'intérêt en pourcentage du revenu disponible brut agrégé est passée de 1,5% au T4 2021 à 3,6% au T4 2022¹. Le secteur privé a donc, pour le moment, résisté à cette double hausse du coût de la vie et du crédit.

LA DEUXIÈME VAGUE EST DÉJÀ LÀ

Notre scénario prévoit une croissance de +0,1% t/t au T2 2023, puis +0,2% au T3 et +0,0% au T4. La récession serait ainsi évitée cette année grâce à cet élan favorable permis par le 1^{er} trimestre. Portée par ce *momentum* positif à court terme, l'économie britannique a résisté à la tempête mais les vents contraires l'éloignent encore de la terre ferme.

Les derniers chiffres d'inflation continue de faire craindre une plus grande persistance et devraient obliger la BoE à poursuivre son cycle de resserrement monétaire plus longtemps qu'anticipé il y a encore quelques mois. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a poursuivi sa route en mai et atteint un plus haut depuis 40 ans (7,1% a/a). L'inflation semble se propager à des composantes jusqu'ici relativement épargnées comme la communication (+9,1% a/a en mai) et les loisirs (+6,7% a/a). De façon similaire, l'inflation des services - très surveillée par la BoE comme indicateur de l'inflation d'origine domestique - a dépassé en mai (+7,4% a/a) son précédent pic de décembre 2022.

Ensuite, le marché du travail présente des signes de ralentissement mais reste relativement tendu. L'économie britannique n'a créé que 7 000 emplois en avril. L'emploi est désormais en baisse dans certains secteurs depuis avril 2022, comme dans la construction



(-5 000 emplois) ou dans la vente au détail (-50 000 emplois). Ces destructions d'emplois peuvent par ailleurs être mises en parallèle de la forte hausse des défaillances d'entreprises au 1^{er} trimestre (+17,7% a/a) qui a été particulièrement marquée dans le secteur de la vente au détail (+35,3% a/a). Le taux de chômage est, quant à lui, en hausse sur un an au T1 2023 (à 3,9% contre 3,7% au T1 2022), ce qui constitue un signal de récession si l'on en croit la règle de Sahm², validée 7 fois sur 11 au Royaume-Uni durant les 50 dernières années. Les entrées de travailleurs non-européens (+6,2% t/t au T1 2023) commencent par ailleurs à compenser les départs liés au Brexit de travailleurs originaires de l'Union européenne. Ces facteurs restent cependant trop parcelaires et ne peuvent être considérés comme constituant une tendance pour l'instant. La croissance des salaires, autre indicateur de persistance de l'inflation, est la plus élevée parmi les pays du G7 (+7,2% a/a en avril). Les surprises défavorables récentes sur l'inflation devraient, en outre, se répercuter sur les salaires *via* les anticipations d'inflation. Ces dernières sont remontées en mai pour la première fois depuis décembre 2022, à 5,9% à horizon d'un an, augmentant le risque d'une boucle prix-salaire.

L'inflation pourrait donc peser plus longtemps sur le pouvoir d'achat des ménages et, en même temps, pousser - pour ne pas dire forcer - la BoE à ressermer de nouveau les conditions de crédit. Nous prévoyons deux resserrlements supplémentaires et un taux terminal à 5,75% en novembre. Ces éléments empêcheraient le redressement de l'activité britannique en 2024 (+0,0% en moyenne annuelle). Nous prévoyons par ailleurs une récession technique en début d'année prochaine, avec -0,2% t/t au T1 2024 puis -0,1% au T2, alors que l'inflation ne reviendrait pas sous sa cible de 2% d'ici la fin d'année 2024.

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

stephane.colliac@bnpparibas.com

¹ Normalisation de la politique monétaire au Royaume-Uni : l'impact sur les prêts hypothécaires aux ménages (bnpparibas.com)

² Real-time Sahm Rule Recession Indicator (SAHMREALTIME) | FRED | St. Louis Fed. (stlouisfed.org)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

15

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5,9	2,1	1,5	-0,1	4,7	8,0	4,2	2,4
Japon	2,2	1,0	1,5	1,0	-0,2	2,5	3,1	1,8
Royaume-Uni	7,6	4,1	0,4	0,0	2,6	9,1	7,5	2,9
Zone euro	5,3	3,5	0,4	0,6	2,6	8,4	5,4	2,9
Allemagne	2,6	1,9	-0,4	0,5	3,2	8,7	6,0	2,7
France	6,8	2,6	0,5	0,6	2,1	5,9	5,6	2,4
Italie	7,0	3,8	1,3	1,0	1,9	8,7	5,9	2,2
Espagne	5,5	5,5	2,4	1,5	3,0	8,3	3,1	2,4
Chine	8,4	3,0	5,6	4,5	0,9	2,0	1,1	2,5
Inde*	8,7	7,0	5,7	6,0	5,5	6,7	5,4	4,5
Brésil	5,0	2,9	2,5	0,5	8,3	9,3	4,7	4,0

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %		2023			T4 2024
Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	3,75
États-Unis	<i>Fed Funds</i> (borne supérieure)*	5,25	5,50	5,50	3,55
	<i>Treasuries</i> 10 ans	3,90	3,90	3,85	3,00
Zone euro	Taux de dépôt*	3,50	4,00	4,00	2,00
	Bund 10 ans	2,60	2,45	2,20	2,50
	OAT 10 ans	3,15	3,00	2,72	3,80
	BTP 10 ans	4,60	4,70	4,45	2,90
	BONO 10 ans	3,60	3,55	3,30	4,00
Royaume-Uni	Taux BoE	5,00	5,75	5,75	3,80
	Gilt 10 ans	4,50	4,40	4,25	0,10
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,80
	JGB 10 ans**	0,45	0,50	0,65	0,80

Taux de change		2023			2024
Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,10	1,12	1,18
	USD / JPY	133	133	130	123
	GBP / USD	1,24	1,25	1,27	1,34
EUR	EUR / GBP	0,89	0,88	0,88	0,88
	EUR / JPY	146	146	146	145

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
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

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

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

Copyright: Jo Panuwat D



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change