

“ LA POURSUITE DE L’AFFAIBLISSEMENT DE L’ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE ET DE LA BAISSÉ DE L’INFLATION, QUE NOUS ANTICIPONS À L’HORIZON DE LA FIN DE L’ANNÉE, DEVRAIT INCITER LA FED, LA BCE ET LA BOE À NE PLUS RELEVER LEURS TAUX DIRECTEURS. UN RESSERREMENT SUPPLÉMENTAIRE NE PEUT TOUTEFOIS ÊTRE ÉCARTÉ. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3

Fin probable des hausses de taux mais pas de la restriction monétaire

Le cycle de hausses des taux touche à sa fin. La poursuite de l'affaiblissement de l'activité économique et de la baisse de l'inflation, que nous anticipons à l'horizon de la fin de l'année, devrait inciter la Fed, la BCE et la BoE à ne plus relever leurs taux directeurs. Un resserrement supplémentaire ne peut toutefois être écarté. Les hausses de taux ne seraient pas suivies tout de suite d'un assouplissement : pour continuer de lutter contre l'inflation, l'action monétaire passerait par le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel jusqu'à la mi-2024 d'après nos prévisions.

ÉTATS-UNIS

5

Le resserrement invisible

CHINE

6

Difficile relance

JAPON

7

La demande intérieure freine la croissance

ZONE EURO

8

Le coup d'arrêt se précise

ALLEMAGNE

9

Standort Deutschland ?

FRANCE

10

La cigale et la fourmi

ITALIE

11

Baisse de dynamisme de la croissance

ESPAGNE

12

L'économie résiste, Pedro Sanchez aussi

BELGIQUE

13

Refroidissement en vue mais en douceur

ROYAUME-UNI

14

Le ciel s'assombrit

PRÉVISIONS

15



FIN PROBABLE DES HAUSSES DE TAUX MAIS PAS DE LA RESTRICTION MONÉTAIRE

Le cycle de hausses des taux touche à sa fin. La poursuite de l'affaiblissement de l'activité économique et de la baisse de l'inflation, que nous anticipons à l'horizon de la fin de l'année, devrait inciter la Fed, la BCE et la BoE à ne plus relever leurs taux directeurs. Un resserrement supplémentaire ne peut toutefois être écarté. Les hausses de taux ne seraient pas suivies tout de suite d'un assouplissement : pour continuer de lutter contre l'inflation, l'action monétaire passerait par le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel jusqu'à la mi-2024 d'après nos prévisions. Les premières baisses de taux interviendraient alors pour accompagner le reflux plus net de l'inflation et neutraliser son effet haussier sur les taux directeurs réels. De ce point de vue, la politique monétaire resterait restrictive jusqu'à la fin 2024.

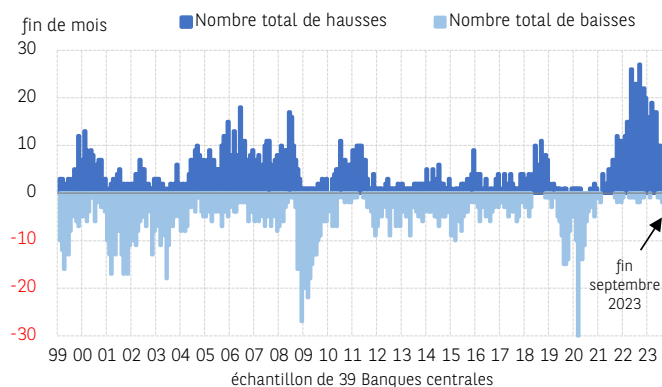
En septembre 2023, sur un échantillon d'une quarantaine de banques centrales, seule une petite dizaine a procédé à une hausse de ses taux directeurs, dont la Banque centrale européenne (BCE). Après le mouvement généralisé de resserrement monétaire engagé fin 2021, un tel geste relève plus de l'exception que de la règle (graphique 1). Si la BCE a remonté ses taux directeurs au lieu de les laisser inchangés comme nous l'attendions, elle se distingue surtout de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque d'Angleterre (BoE) qui ont opté pour le statu quo en septembre (fourchette des Fed funds maintenue à 5,25-5,50% côté américain et *bank rate* inchangé à 5,25% côté britannique). Cette décision était attendue pour la Fed, elle l'était moins pour la BoE. Ce n'était, en tout cas, pas notre scénario. Le vote a d'ailleurs été très serré avec quatre membres du comité sur les dix en faveur d'une hausse de 25 points de base à 5,5%.

LES HAUSSES DE TAUX RELÈVENT DÉSORMAIS PLUS DE L'EXCEPTION QUE DE LA RÈGLE

S'agissant de la BCE, sa décision était entourée d'une assez grande incertitude, entre les arguments en faveur d'une nouvelle hausse (inflation encore très élevée et désinflation insatisfaisante) et ceux plaçant pour un statu quo (détérioration de l'offre et de la demande de crédit, effets retardés du resserrement monétaire, baisse de régime de la croissance). Nous pensons que les craintes entourant la croissance du PIB l'emporteraient sur celles portant sur l'inflation et que la BCE opterait pour le statu quo ; en augmentant encore, au contraire, une nouvelle fois ses taux directeurs, la BCE a montré que la situation sur le front de l'inflation restait plus problématique à ses yeux. Ce n'est pas foncièrement surprenant au regard de sa fonction de réaction, qui dépend de son évaluation des perspectives d'inflation à la lumière des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire à l'économie¹.

Autant la BCE reconnaît la bonne transmission du resserrement monétaire à l'économie via le canal du crédit, autant les progrès sur le front de la désinflation apparaissent encore insuffisants, et le chemin à parcourir pour revenir à l'objectif de 2% demeure long. La BCE prévoit certes que l'inflation totale soit proche de 3% a/a à l'horizon de la fin de l'année, un chiffre nettement en retrait par rapport au pic atteint un an auparavant (10% a/a au T4 2022), mais le reflux est nettement moindre du côté de l'inflation sous-jacente, anticipée encore à 4,1% a/a au T4 2023, soit seulement 1 point de pourcentage plus bas qu'au T4 2022. En 2024, les progrès supplémentaires attendus resteraient limités. L'inflation totale ne perdrait que 0,4 point entre le T4 2023 et le T4 2024 (à 2,9% a/a). Et si la baisse anticipée de l'inflation sous-jacente est plus importante (-1,6 point), elle resterait significativement

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES : NOMBRE DE HAUSSES VERSUS NOMBRE DE BAISSSES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BANQUES CENTRALES, BRI, DATASTREAM, BNP PARIBAS

supérieure à 2% (2,5% au T4 2024). Ce n'est que fin 2025 que l'inflation serait de retour à la cible : légèrement en dessous pour l'inflation totale (1,9%), légèrement au-dessus pour l'inflation sous-jacente (2,1%). Nos propres prévisions d'inflation à l'horizon 2024 sont proches de celles de la BCE². Celles sur la croissance le sont désormais également, la BCE ayant nettement révisé en baisse son scénario pour la zone euro entre juin et septembre³, une révision dont nous pensons qu'elle l'amènerait à privilégier le statu quo.

La Fed et la BoE sont, dans les grandes lignes, confrontées au même arbitrage et au même numéro d'équilibriste que la BCE : lutter contre l'inflation en limitant les effets négatifs sur l'économie. Néanmoins, leur décision de statu quo monétaire en septembre a pu être facilitée par une désinflation un peu plus avancée aux États-Unis et des risques baissiers sur la croissance jugés plus prononcés au Royaume-Uni. La BCE ayant, en outre, moins augmenté, jusqu'ici, ses taux directeurs en cumulé (450 pb entre juillet 2022 et septembre 2023 contre 525 pb pour la Fed entre mars 2022 et juillet 2023 et 515 pb pour la BoE entre décembre 2021 et août 2023), cela lui donne une latitude supplémentaire pour éventuellement parachever son cycle de hausse, toutes choses égales d'ailleurs. Si l'on compare également le degré de restriction monétaire, mesuré par les taux directeurs déflatés de l'inflation instantanée en glissement annuel, la Fed est en territoire restrictif depuis le printemps 2023. Or, ce n'est pas encore le cas ni de la BCE ni de la BoE. De ce point de vue, ces deux banques centrales pourraient ne pas en avoir terminé avec les hausses de taux, contrairement à la Fed.

¹ Cf. William de Vijlder, *EcoWeek* du 18 septembre 2023 / BCE : au point haut du cycle (bnpparibas.com).

² À l'exception de l'inflation totale à l'horizon de la fin 2024 que nous prévoyons moins élevée (2,3%).

³ En juin 2023, la BCE prévoyait une croissance de 0,9% en moyenne annuelle en 2023 et de 1,5% en 2024 ; en septembre 2023, ces chiffres ont été abaissés à, respectivement, 0,7% et 1%.



FIN DES HAUSSES DE TAUX MAIS PAS DE BAISSSES ATTENDUES AVANT LA MI-2024

Selon nos prévisions, la Fed, la BCE et la BoE ne devraient plus augmenter leurs taux directeurs ni les modifier avant la mi-2024 qui devrait marquer les premières baisses de taux. À noter le décalage de la Banque du Japon (BoJ) qui amorcerait son resserrement monétaire en avril 2024, tandis que la question de la détente monétaire commencerait à se poser plus nettement pour la Fed, la BCE et la BoE.

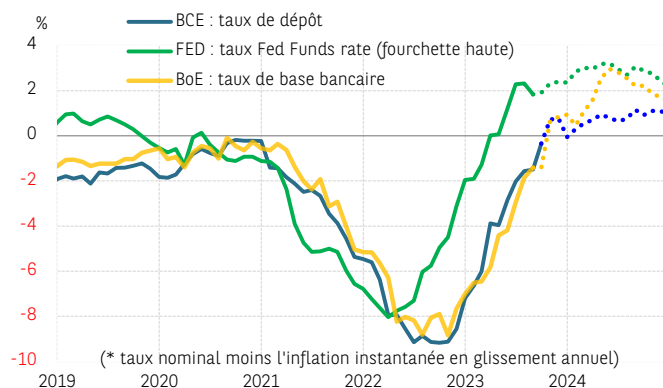
La fin du cycle de hausses des taux n'est cependant pas encore certaine compte tenu de l'inflation qui demeure élevée et du ralentissement contenu de l'économie au moment où nous écrivons ces lignes. Le *statu quo* de la Fed en septembre a d'ailleurs été caractérisé de « *hawkish pause* »⁴, expression qui vaut aussi pour la BoE. Mais, plutôt que de décider de nouvelles hausses de taux, l'action de la politique monétaire pourrait passer désormais par le maintien des taux directeurs à leur niveau élevé actuel pendant un temps prolongé. C'est un axe de communication important des banques centrales dernièrement, comme l'illustre par exemple l'accent mis sur la persévérance par le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, dans un discours récent⁵.

Nous défendons cette thématique du *high for long* depuis quelques temps déjà. La « longueur » se traduit, concrètement, dans nos prévisions, par des taux maintenus à leur niveau actuel pendant 8 mois pour la Fed, la BCE comme la BoE (d'octobre 2023 à mai 2024). Cette longue durée ne l'est toutefois pas autant que la précédente période de *high for long* qui a duré 15 mois, de juin 2006 à août 2007 aux États-Unis (avec des *Fed funds* au niveau de 5,25% correspondant à la fourchette basse actuelle). Toutefois, contrairement à cette époque (qui a été suivie d'une crise financière brutale et d'une récession majeure), notre scénario central actuel n'anticipe pas une telle dégradation de la situation économique, loin de là.

Les baisses de taux envisagées à partir de la mi-2024 ne répondent pas à un retournement du cycle : elles accompagnent surtout la baisse instantanée de l'inflation, afin de neutraliser son effet haussier sur les taux directeurs réels. Nous anticipons des baisses de taux régulières du côté de la Fed et de la BoE (cinq, 25 pb à chaque réunion) et plus progressives du côté de la BCE (trois baisses de 25 pb). Cette normalisation ne fait qu'éviter un durcissement supplémentaire de la politique monétaire par ce biais ; il n'y a pas véritablement d'assouplissement du côté de la Fed et de la BCE, c'est un peu moins le cas pour la BoE compte tenu de nos prévisions d'inflation (graphique 2). De ce point de vue, la politique monétaire resterait restrictive jusqu'à la fin 2024.

Nous souhaitons attirer l'attention sur l'écart important qui existe entre notre scénario de taux pour la Fed et celui de la Réserve fédérale. D'après ses projections de taux d'intérêt (*dot plot*) de septembre, l'estimation médiane des *Fed funds* intègre une nouvelle hausse de 25 pb d'ici la fin de l'année et seulement 50 pb de baisse en 2024. Cet écart s'explique en partie par l'optimisme des prévisions de croissance de la Fed, dont le scénario révisé s'approche beaucoup du *soft landing* espéré. Par rapport aux prévisions économiques de juin, la croissance anticipée a été nettement rehaussée en 2023 (+1,1 point, à 2,1% en glissement annuel au T4 2023) et en 2024 (+0,4%, à 1,5%), le taux de chômage a été abaissé pour les deux années (-0,3 point à 3,8% au T4 2023, -0,4 point à 4,1% au T4 2024) ainsi que l'inflation sous-jacente en 2023 (-0,2 point, à 3,7% en glissement annuel au T4 2023).

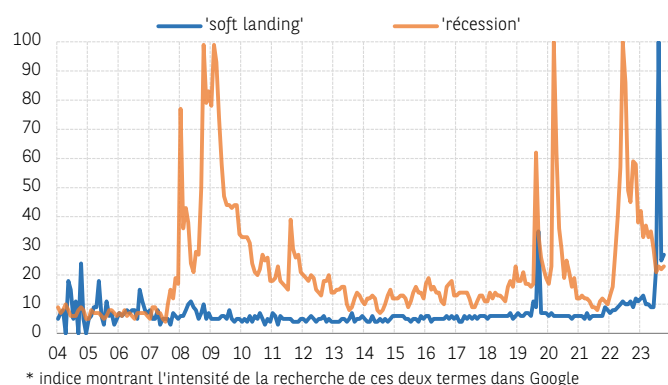
TAUX DIRECTEURS RÉELS*



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BLS, ONS, BANQUES CENTRALES, MACROBOND, BNP PARIBAS

NOMBRE D'OCCURRENCES DES TERMES «SOFT LANDING» ET «RÉCESSION»*



GRAPHIQUE 3

SOURCES : GOOGLE, BNP PARIBAS

Même le FMI, dans son *World Economic Outlook* d'octobre 2023, tout juste publié, considère que la probabilité d'un *soft landing* a augmenté, au sens d'un recul de l'inflation sans retournement majeur à la baisse de l'activité et à la hausse du taux de chômage.

Cette appréciation plus optimiste de la situation économique, américaine en particulier, se retrouve également dans les recherches faites sur Google de l'expression « *soft landing* » qui ont bondi récemment et ont supplanté celles du mot « récession » (graphique 3). Nous ne partageons pas tout à fait cet optimisme et continuons de penser que les États-Unis n'échapperont pas à la récession du fait du resserrement de la politique monétaire. Le durcissement récent des conditions monétaires et financières, via la hausse des taux longs combinée à celle des prix du pétrole et à l'appréciation du dollar, tend à renforcer ce scénario et à fragiliser celui d'un *soft landing*. Mais, au regard des chocs, la faible ampleur de la récession que nous anticipons pourrait la faire passer pour une sorte de *soft landing*.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

⁴ Cf. William de Vijlder, édito *EcoWeek* du 25 septembre 2023 (Réserve fédérale américaine : des taux (plus) hauts plus longtemps (bnpparibas.com))

⁵ La politique monétaire dans la zone euro : avons-nous agi trop tard ? Ou se pourrait-il que nous en fassions trop aujourd'hui ? | Banque de France (banque-france.fr), 25 septembre 2023, Conférence BCE - CEPR - Banque de France, Paris



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE RESSERREMENT INVISIBLE

L'économie américaine poursuit sa croissance ; elle continue ainsi de repousser une récession toujours probable, mais qui n'interviendrait pas en 2023 et dont l'ampleur serait limitée. Si la consommation des ménages a, pour l'heure, résisté au resserrement monétaire, l'effet cumulatif et retardé de celui-ci devrait finir par impulser une dynamique récessive. Les premiers effets sont déjà visibles sur le secteur de l'immobilier, tandis que le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement. Les hausses de taux sont probablement terminées, ce qui est loin d'être le cas de l'approche restrictive de la politique monétaire dans son ensemble.

Le PIB réel des États-Unis a crû de 0,5% (t/t) au T2, une progression importante portée par celle de l'investissement non-résidentiel (+1,8% t/t) à relier à la mise en œuvre de l'*Inflation Reduction Act* et du *CHIPS Act*. Bien que moins élevée au T2 qu'au T1, la contribution de la consommation des ménages reste significative (+0,1 pp contre +0,6). Si le taux de croissance devrait s'améliorer au T3 (+0,9% t/t selon nos prévisions), nous anticipons un ralentissement net au T4 (+0,1% t/t) avant une entrée en récession au premier semestre 2024. Les excès d'épargne de l'ère pandémique et la résilience du marché de l'emploi ont jusqu'ici contribué à ajourner la récession attendue. Mais l'atténuation de ces facteurs de soutien et l'effet cumulatif et retardé du resserrement monétaire devraient finir par avoir raison de la croissance américaine et entraîner une contraction du PIB aux T1 (-0,3% t/t) et T2 (-0,1% t/t) 2024.

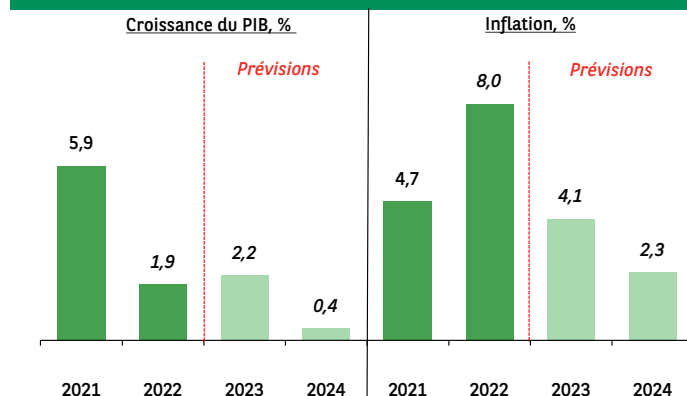
Le marché de l'emploi montre quelques signes de détente, à l'image du rebond du taux d'activité (62,8% en septembre 2023, un plus haut depuis février 2020) et de la décélération des créations d'emplois salariés non-agricoles (+189k entre juin et août 2023 contre +238k entre février et mai), cette dernière étant toutefois contrebalancée par une hausse notable en septembre (336k, le plus haut niveau depuis janvier). Nous voyons la tendance se poursuivre et le taux de chômage remonter à 4,7% (3,8% en août 2023) d'ici à la fin-2024, consécutivement à l'entrée en récession anticipée au premier semestre 2024. Cela pourrait s'apparenter à un *soft landing* : les États-Unis expérimenteraient certes une contraction du PIB accompagnée d'une hausse du chômage, mais dans une ampleur limitée au regard du resserrement opéré depuis février 2022 (+525 pb, un record depuis les +1 005 pb de Paul Volcker en 1980 - 1981).

L'IMMOBILIER EXPOSÉ AU RESSERREMENT MONÉTAIRE

Les taux hypothécaires à 30 ans s'établissent actuellement autour de 7,3% selon Freddie Mac, un plus haut depuis 2001, contre environ 3,5% à l'aube du resserrement monétaire en mars 2022. En plus de l'impact sur la demande immobilière, cela a pour conséquence d'assécher l'offre de logements existants, les vendeurs potentiels ne souhaitant pas basculer dans un régime de service de la dette bien plus important. En conséquence, les ventes de logements existants ont reculé de façon presque ininterrompue depuis février 2022. Elles s'élèvent en moyenne mensuelle à 4,23 millions (annualisé) depuis le début de l'année 2023, contre 5,46 millions entre janvier et août 2022. Dans le même temps, les mises en chantier ont atteint en août un point bas depuis juin 2020 (1,283 million) tempéré, néanmoins, par la hausse mensuelle notable du nombre de permis de construire (+6,9% m/m).

Le secteur de l'immobilier neuf bénéficie dès lors d'un effet de report et s'est redressé à partir de novembre 2022 (en moyenne mobile sur trois mois) avant de refluer en août (699 000 ventes de logements neufs en rythme annualisé, -12k sur le mois). Cela devrait soutenir la croissance du PIB au T3 par le biais de la progression de l'investissement résidentiel (hausse estimée de 1,3% t/t selon la *GDPnow* de la Fed d'Atlanta, mettant fin à neuf trimestres consécutifs de contraction). Cependant, cela ne suffira probablement pas à soutenir le secteur immobilier dans son ensemble, notamment du fait de la taille relative du secteur du

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

neuf par rapport à l'ancien (8,5 fois moins de transactions en moyenne depuis 2007). En outre, l'indice NAR d'accessibilité au financement immobilier continue d'évoluer à des niveaux dégradés inédits depuis le milieu des années 80 (87,7 en août).

PLUS HAUT POUR PLUS LONGTEMPS

La réunion de septembre du FOMC s'est conclue par un maintien de la cible de taux à 5,25% - 5,50% après une hausse de 25 pb en juillet, en dépit du rebond hausse estival de l'inflation (+3,7% a/a pour la mesure CPI en août, contre +3,1% en juin). La décision de taux s'est accompagnée de la mise à jour trimestrielle des projections économiques médianes du comité. Celles-ci voient une dernière hausse de 25 pb avant la fin de l'année, suivie d'une baisse de 50 pb en 2024 - soit une révision à la hausse du taux attendu pour la fin 2024. Notre scénario central, selon lequel le resserrement monétaire de jure serait achevé, ne s'en trouve pas affecté en dépit de risques orientés à la hausse. Le ton général de la Réserve fédérale reste *hawkish* et, si la notion d'équilibre des risques revêt une importance grandissante, le maintien du taux d'intérêt à un niveau nominalement stable équivaut à un resserrement monétaire *de facto* en termes réels, à condition que l'inflation recule.

En définitive, nous notons quelques points de tension à surveiller. Le niveau général de la consommation pourrait pâtir, d'une part, de la reprise des paiements relatifs aux prêts étudiants à partir du mois d'octobre et, d'autre part, des développements des prix du pétrole (le cours du Brent a approché les USD 100 en septembre avant de se replier autour de 85). Par ailleurs, cette hausse générerait inéluctablement des pressions haussières sur le niveau général des prix et pourrait menacer l'ancrage des anticipations d'inflation. À cela s'ajoutent la possibilité d'un nouveau *shutdown* en l'absence d'un accord sur le budget d'ici au 17 novembre et les conséquences incertaines de l'action de grève conduite par le syndicat United Auto Workers.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

DIFFICILE RELANCE

Après quelques hésitations, les autorités chinoises ont finalement multiplié les mesures de relance pendant l'été. Le léger redressement de la croissance économique récemment observé devrait se poursuivre au T4 2023. Cependant, l'action de la banque centrale et du gouvernement reste contrainte, prudente et mesurée, alors que les freins internes et externes pesant sur l'activité sont toujours puissants. Dans le secteur immobilier, même si de l'activité parvient à se stabiliser grâce aux mesures de soutien, elle devrait rester entravée par la fragilité financière des promoteurs et la faiblesse du sentiment des acheteurs.

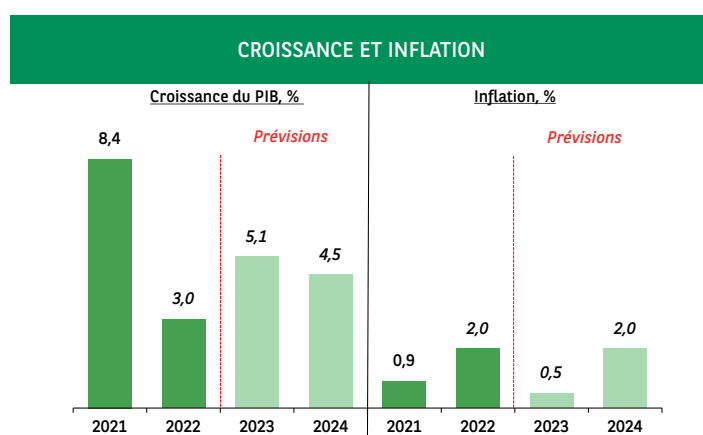
Le ralentissement tendanciel de la croissance chinoise, en cours depuis une quinzaine d'années, s'est accentué en 2022 et 2023. La croissance du PIB réel s'est établie à 3% en 2022 et devrait à peine dépasser 5% en 2023, malgré des effets de base favorables liés à la fin des restrictions sanitaires.

L'activité économique est affaiblie depuis deux ans par une accumulation de puissants freins internes et externes : crise sans précédent du secteur immobilier, vague de resserrement réglementaire dans les services, politique zéro Covid stricte appliquée jusqu'en décembre 2022, important recul de la confiance des ménages et des investisseurs, manque de marge de manœuvre des autorités monétaires et budgétaires, affaiblissement de la demande mondiale et tensions avec les États-Unis. Ces freins se sont ajoutés aux facteurs structurels de long terme du ralentissement chinois : déclin de la population en âge de travailler, modération des gains de productivité, épuisement du modèle de croissance tiré par l'investissement et la dette.

Ainsi, le rebond post-Covid de la croissance chinoise, observé au T1 2023, s'est essoufflé dès le printemps, et les autorités n'y ont apporté qu'une réponse très prudente et progressive. Elles ont toutefois multiplié les mesures de relance depuis le mois de juillet, et quelques signes d'amélioration sont apparus. En août déjà, l'activité dans les services s'est renforcée légèrement (+6,8% en glissement annuel contre +5,7% en juillet), soutenue par les ventes au détail (+4,5% en g.a. en volume contre +2,8% en juillet). La croissance dans l'industrie s'est, elle aussi, un peu redressée (+4,5% en août contre +3,7% en juillet). Les tout derniers indicateurs d'activité avancés et les PMI signalent la poursuite d'une légère amélioration au mois de septembre.

La banque centrale a légèrement abaissé les taux d'intérêt directeurs (entre fin mai et fin septembre, le taux MLF à 1 an a été réduit de 2,75% à 2,5%) ainsi que les coefficients de réserves obligatoires (le ratio moyen est passé de 7,6% à 7,4% en septembre). Cet assouplissement monétaire accompagne, d'une part, les mesures visant à limiter la crise immobilière et, d'autre part, l'accélération des émissions obligataires par les collectivités locales au S2 2023 afin de financer de nouvelles dépenses publiques. Le gouvernement central a également prorogé quelques aides fiscales bénéficiant aux PME et aux ménages.

Dans le secteur immobilier, la contraction continue de l'activité (et ses effets de contagion sur le reste de l'économie et la confiance, la multiplication des défauts de paiement des promoteurs et la diffusion des risques dans le secteur financier ont conduit les autorités à ajuster leur politique ces derniers mois, tout en conservant leurs objectifs d'assainissement du marché (désendettement des promoteurs, modération du coût du logement). Les mesures prises ont, dans un premier temps, principalement visé à financer l'achèvement des chantiers démarrés. Depuis août, les autorités renforcent leur action pour restaurer la demande de logements. Elles ont annoncé un assouplissement des règles prudentielles relatives à l'achat de logements et à l'octroi de prêts hypothécaires (avec notamment une baisse des montants minima d'apports personnels), ainsi qu'une réduction des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires (nouveaux prêts et prêts existants). Ces changements sont mis en œuvre de façon différenciée par le gouvernement de chaque province en fonction de la situation du marché immobilier local. Grâce à ces mesures, l'activité du secteur im-



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

mobilier pourrait atteindre un point bas pour se stabiliser, voire se redresser légèrement, d'ici la fin de l'année. Cela devrait aider la poursuite au T4 2023 de l'amélioration conjoncturelle observée depuis le milieu de l'été.

Le redressement de l'activité reste cependant fragile, les ménages sont encore méfiants, les promoteurs immobiliers demeurent confrontés à de sévères difficultés financières, et la marge de manœuvre des autorités pour accroître le soutien à la croissance est étroite. Alors que l'inflation des prix à la consommation reste très faible (+0,3% en g.a. en août), la marge de manœuvre de la banque centrale est limitée par les pressions à la baisse sur le yuan. Celui-ci s'est déprécié de 13% contre le dollar US depuis avril 2022 (dont 5% entre fin mars et fin septembre) en raison du différentiel croissant entre les taux d'intérêt américains et chinois et des larges sorties d'investissements de portefeuille.

Par ailleurs, la politique économique reste fortement contrainte par la dette excessive du secteur privé et des collectivités locales. La dette intérieure totale a atteint 284% du PIB mi-2023 contre 247% à fin 2019. Cette dette limite la possibilité pour la banque centrale d'encourager de nouveaux crédits et décourage à la fois l'offre de prêts des banques et la demande des ménages et des entreprises. L'érosion de la confiance pèse également sur l'activité de crédit. La politique budgétaire est, de son côté, contrainte par la fragilité des collectivités locales liée à leur dette propre (30% du PIB mi-2023) et à celle de leurs véhicules de financement (estimée à environ 50% du PIB).

Enfin, l'action des autorités est dictée par des objectifs de plus long terme. Pékin cherche à construire un modèle de croissance plus équilibré, à renforcer la discipline financière, à promouvoir la « prospérité commune » et à stimuler l'innovation et les secteurs de haute technologie. La priorité n'est pas de soutenir la croissance à court terme, mais de réduire les risques : internes (d'instabilité financière, notamment) et externes (les tensions avec les États-Unis expliquent les efforts visant à atteindre l'auto-suffisance en technologies avancées).

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

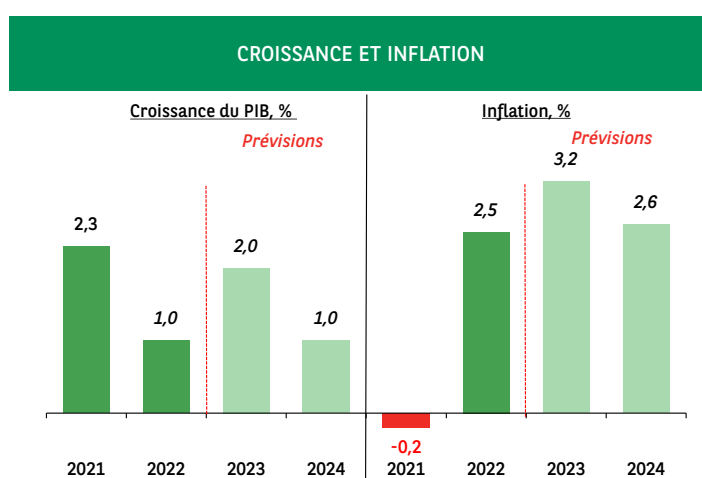
LA DEMANDE INTÉRIEURE FREINE LA CROISSANCE

Après une croissance soutenue au premier semestre 2023, tirée par la demande extérieure, l'économie japonaise entame un ralentissement. La demande privée (consommation des ménages, investissement des entreprises) offre peu de soutien à l'activité. L'inflation s'est certes stabilisée autour de 3% mais elle rogne le pouvoir d'achat des ménages, qui ne bénéficie toujours pas de hausses des salaires notables. Les profits des entreprises ont pourtant atteint, selon les données du ministère des Finances, un nouveau record au T2. Favoriser une meilleure redistribution des profits vers les salaires reste une priorité pour le gouvernement de Fumio Kishida, qui prépare une nouvelle salve de mesures budgétaires en octobre. La Banque du Japon, qui scrute également l'évolution des salaires, ne devrait pas procéder à des ajustements majeurs de sa politique monétaire avant les résultats des négociations salariales annuelles (*Shunto*) au printemps prochain. Des ajustements sur la politique de contrôle des taux d'intérêt ne sont néanmoins pas à exclure d'ici là.

Au premier semestre 2023, l'économie japonaise a pu encore bénéficier d'effets de rattrapage favorables liés à la suppression tardive (mai 2023) des dernières restrictions aux frontières mises en place durant la crise sanitaire. Cela a entraîné un rebond important des exportations de services, elles-mêmes tirées par l'afflux de touristes dans le pays. Le PIB japonais est ainsi repassé, au T2 2023, au-dessus du pic d'activité pré-Covid. Néanmoins, cette dynamique masque une fragilité persistante de la demande privée. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises accusent encore un déficit significatif par rapport à 2019, de l'ordre de 3% chacun, l'écart s'est même accru au deuxième trimestre. La croissance du PIB réel pour le T2 a en effet été révisée à la baisse, de 1,5% t/t initialement à 1,2% t/t, en raison principalement d'une contraction plus importante de ces deux composantes, qui est venue partiellement compenser la hausse des exportations nettes¹. Nous nous attendons désormais à un net ralentissement de la croissance japonaise au cours des prochains trimestres, à commencer par le T3 (+0,1% t/t) et le T4 (+0,3% t/t). En moyenne annuelle, la croissance devrait s'établir à 2,0% en 2023 grâce aux acquis de croissance favorables enregistrés au premier semestre.

Les pénuries de main d'œuvre sur le marché du travail japonais et les difficultés de recrutement des entreprises (notables dans l'enquête du Tankan), ne suffisent pas à alimenter une croissance des salaires suffisante pour soutenir la consommation. Les salaires nominaux enregistraient une progression de 1,1% a/a au mois de juillet après des hausses supérieures à 2% aux mois de mai et juin (ministère du Travail), soit un rythme inférieur à l'inflation ; les salaires réels n'ont, par conséquent, pas connu de croissance positive en glissement annuel depuis début 2022. L'appel répété de Kazuo Ueda, le gouverneur de la Banque du Japon, pour que les entreprises accordent des hausses de salaires plus importantes est surtout un cheval de bataille pour Fumio Kishida. Le Premier ministre japonais, qui a procédé à un léger remaniement ministériel mi-septembre, dévoilera un nouveau paquet budgétaire au mois d'octobre.

Ce débat sur les salaires n'est pas sans fondement. Les entreprises japonaises se portent bien dans leur ensemble. Selon l'enquête trimestrielle du ministère des Finances (MoF)², les profits ont progressé à nouveau fortement au T2 (+9,5% t/t), pour atteindre des niveaux records, aussi bien en niveau (JPY 26,9 tr) que rapportés au PIB (18,2%). Le modèle d'activité des firmes nippones, qui repose en grande partie sur le dynamisme des filiales implantées à l'étranger, continue de montrer ses forces³. La dépréciation importante du yen en 2023 a permis de gonfler les profits rapatriés depuis l'étranger, mais les entreprises profitent aussi de leur large déploiement à l'international pour optimiser leur processus de production et se rapprocher des différents



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

marchés domestiques. Le climat des affaires de l'enquête Tankan pour le troisième trimestre corrobore ce constat avec un indice de diffusion à 10 contre 8 au T2. Cette évolution positive est particulièrement marquée pour les grandes entreprises (+4 points à 17), tandis que l'indice progresse plus modestement pour les entreprises de taille moyenne (+1 point à 12) et se stabilise à 5 pour les petites entreprises.

Le défi pour le Japon réside donc dans le fait de favoriser une inflation endogène, au travers de la boucle inflation-salaire, tout en limitant le risque d'inflation importée. Pour l'heure, cette dynamique est toujours grippée bien que les problèmes de recrutement s'intensifient, comme le montre l'indice d'emploi du Tankan qui affiche au T3 un solde d'opinion à -33, contre -32 au trimestre précédent. En outre, la prévision pour le trimestre suivant (-37), si elle se vérifie, serait la plus dégradée depuis 1991. Le début de normalisation de la politique monétaire japonaise n'est donc pas attendu, selon nos anticipations, avant les prochaines négociations salariales collectives (*Shunto*) au printemps 2024, une échéance qui devrait coïncider avec la publication de la grande revue de politique monétaire, annoncée par le gouverneur Ueda en juillet dernier.

Guillaume Derrien (avec l'aide de Nassim Khelifi, stagiaire)

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ La consommation des ménages et l'investissement non-résidentiel ont en effet chuté, respectivement, de 0,7% t/t et 1,0% t/t au T2 2023.

² <https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/r5.4-6e.pdf>

³ Voir BNP Paribas Ecoflash, Les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie japonaise, 8 juin 2022



ZONE EURO

8

LE COUP D'ARRÊT SE PRÉCISE

Les enquêtes auprès des entreprises de la zone euro (PMI, Commission européenne) ont continué de se détériorer cet été, même si un léger mieux a été observé en septembre pour les PMI. La hausse des taux directeurs de 25 points de base en septembre – la dernière selon nos prévisions – amplifiera ce phénomène. Nous ne prévoyons pas de récession dans la zone euro dans son ensemble en 2023, mais une croissance modérée à 0,5% qui reposera essentiellement sur un acquis de croissance favorable en 2022. Après un premier semestre légèrement positif, l'activité stagnerait au second semestre. Des écarts de croissance importants sont à prévoir entre les pays membres.

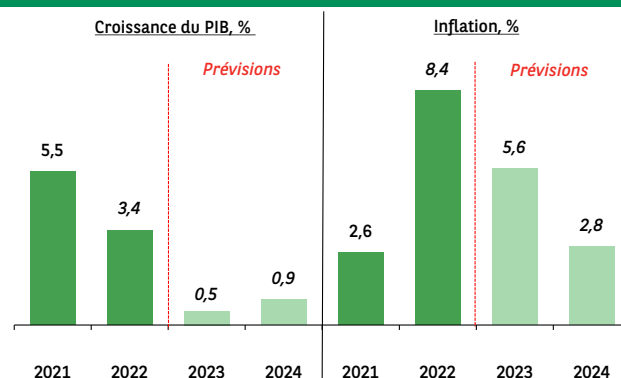
D'après nos prévisions, l'activité au niveau agrégé de la zone euro stagnerait au second semestre 2023, sous l'effet d'une contraction du PIB en Allemagne (T3 et T4) et en France (T3 seulement) qui serait compensée par une progression en Italie et, surtout, en Espagne. Par ailleurs, la productivité horaire du travail a reculé au deuxième trimestre (-1,0% a/a) dans la zone euro : compte tenu de la hausse importante des rémunérations horaires (+5,4% a/a), le coût unitaire du travail (CUT) a fortement augmenté au T2, de +6,5% a/a. Les hausses de CUT les plus importantes s'observent dans le secteur manufacturier et celui de l'énergie (+7,6% a/a), ainsi que dans la composante « commerce, transports, hébergement et restauration » (+8,2% a/a). Face à une conjoncture qui se dégrade, et à une hausse des CUT supérieure à l'inflation, le marché du travail devrait perdre en dynamisme. L'ampleur de ce recul et de la hausse du taux de chômage devrait toutefois être relativement limitée compte tenu des difficultés de recrutement persistantes. Le taux de chômage est resté sur un niveau historiquement bas à 6,4% en septembre.

Dans la foulée de la pandémie, l'activité des entreprises au sein de l'union monétaire a été d'abord essentiellement limitée par des contraintes d'offre (équipement, main-d'œuvre). Ces freins, qui se réduisent quelque peu, demeurent néanmoins importants, et s'y ajoute désormais un affaiblissement de la demande. Les signes de ralentissement de l'activité sont multiples : l'indice du sentiment économique de la Commission européenne a atteint, en septembre, son plus bas niveau en trois ans ; la masse monétaire élargie (M3) est repassée dans le rouge, en glissement annuel en juillet, pour la première fois depuis le printemps 2011 et s'y est enfoncée en août (-1,1% a/a) ; les crédits immobiliers et aux entreprises ralentissent nettement à 0,5% a/a en août.

Le resserrement du crédit devrait limiter les marges de progression de l'investissement privé, malgré le soutien attendu de la montée en puissance des investissements liés au programme *Next Generation EU*, dont la majeure partie des versements reste à venir. La Commission européenne a publié, fin septembre, un état des lieux de l'avancement du programme¹. Au 1^{er} septembre 2023, EUR 153,4 mds, soit 20% des fonds seulement, avaient été versés aux États membres, pour deux tiers sous forme de subventions (EUR 106,3 mds) et un tiers sous forme de prêts (EUR 47,1 mds)².

L'inflation a nettement ralenti en septembre, passant de 5,2% a/a le mois précédent à 4,3% selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. Si un nouveau reflux est attendu au cours de l'automne, son ampleur pourrait être plus limitée qu'espéré, du fait notamment du rebond du prix du pétrole depuis cet été, dont les effets sur la composante énergie sont déjà bien visibles (+4,7% en cumulé sur la période août-septembre³). L'inflation sous-jacente a également reculé depuis le pic enregistré en mars de cette année, passant de 5,7% à 4,5% en septembre.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Le croisement des courbes de l'inflation et des salaires, espéré au second semestre, devrait limiter le reflux encore à venir de l'inflation. Il permettra néanmoins aux salaires réels de remonter légèrement la pente, après près de deux ans et demi de baisse ininterrompue. L'indice des salaires de base, calculé par la BCE, a progressé de 4,3% en g.a. au T2, un rythme stable par rapport au trimestre précédent.

Les autorités nationales ont pris acte du ralentissement économique et certaines ont dégradé leurs prévisions de croissance pour 2023 (notamment l'Italie et la France). Le soutien budgétaire restera néanmoins important, et la trajectoire de réduction des déficits publics a été abaissée en France et en Italie. Le retour sous la cible des 3% de PIB a été repoussé d'un an : il sera désormais atteint respectivement en 2026 pour l'Italie et 2027 pour la France. L'ensemble des États membres devront présenter leurs plans budgétaires à la Commission européenne d'ici au 15 octobre. L'année 2024 marquera également la fin de la suspension du Pacte de stabilité et de croissance, et l'introduction de nouveaux critères de gestion des finances publiques. La Commission européenne a présenté en avril dernier les contours de ce nouveau dispositif, qui devra être débattu et entériné par l'ensemble des États membres d'ici à la fin de l'année. Si nous ne prévoyons pas de nouvelles hausses des taux d'intérêt par la BCE, le retrait progressif du soutien budgétaire constituera un facteur supplémentaire limitant la croissance en zone euro en 2024.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ COM_2023_545_1_EN_0.pdf (europa.eu)

² Les pays à avoir sollicité les prêts jusqu'à présent sont l'Italie (EUR 37,9 mds), la Grèce (EUR 5,3 mds), la Roumanie (EUR 2,7 mds), le Portugal (EUR 1,1 mds) et Chypre (EUR 26 millions).

³ Mesure HICP pour la zone euro.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

9

STANDORT DEUTSCHLAND ?

L'économie allemande est affectée par la transmission du choc inflationniste à la consommation des ménages. Cette sous-performance reflète aussi des difficultés plus structurelles qui renvoient à la problématique du « Standort Deutschland¹ ». Ces difficultés ont débuté peu avant la mise en œuvre des premières réglementations européennes visant à adapter le secteur automobile au changement climatique. Depuis lors, le secteur manufacturier a ainsi vu sa production et ses capacités de production se réduire. Dans un contexte toujours difficile, nous prévoyons une nouvelle récession au 2nd semestre 2023.

L'Allemagne a évité de peu, au T2 2023, un 3^e trimestre consécutif de contraction du PIB (0% t/t, après -0,4% au T4 2022 et -0,1% au T1 2023). Sur les trois derniers trimestres, les dynamiques de consommation (privée et publique) ont été très proches de celle du PIB. Si le niveau élevé de l'inflation a affecté la consommation privée, la consommation publique n'a pas pris le relais. En parallèle, les exportations (qui représentent près de la moitié du PIB allemand) ont diminué de 1,1% t/t au T2 et retombent ainsi à leur niveau du T4 2021. Au-delà d'une sous-performance à court terme, la croissance allemande déçoit également depuis plusieurs années, et les raisons devraient persister dans les trimestres à venir. Ainsi, le S2 2023 verrait une nouvelle récession modérée d'après nos prévisions (-0,1% t/t tant au T3 qu'au T4).

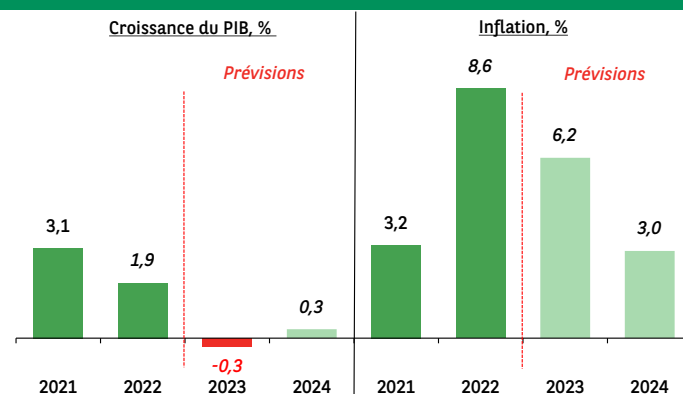
UN CŒUR INDUSTRIEL QUI PÂTINE ET SOUS-INVESTIT

Les principales enquêtes de conjoncture se dégradent de nouveau après un léger mieux au printemps. Dans l'industrie, elles ont reflué en deçà de leur niveau d'octobre 2022 (elles étaient alors pénalisées par un pic d'inflation à 11,6% a/a selon l'indice harmonisé). Contrairement à 2022, d'après l'enquête Ifo, les entreprises sont moins inquiètes concernant l'avenir (composante « anticipations » à 77 en octobre 2022 contre 83 en septembre 2023) mais davantage concernant la situation actuelle : -2 en septembre contre 13 en octobre 2022 dans l'industrie et 9 contre 21 en octobre 2022 dans les services. Dans les deux cas, l'indicateur est à son plus bas depuis le printemps 2010. Ces difficultés s'expliquent par des nouvelles commandes domestiques à l'industrie à leur plus bas en juillet 2023 (en moyenne sur 6 mois), depuis la récession de 2012-13. De plus, les intentions de dépenses des ménages restent faibles : elles sont pénalisées par la remontée des taux d'intérêt et ne bénéficient donc pas de la relative désinflation (6,4% a/a en août 2023). La demande est devenue le premier facteur limitant la production (selon la Commission européenne) dans les trois premiers trimestres de 2023 dans l'ensemble des secteurs produisant des biens intermédiaires (chimie, plastiques-caoutchouc, métallurgie, bois-papier), alors que les contraintes d'offre restent très pénalisées pour les matériels de transport et les machines et équipements. Les pénuries de main d'œuvre affectant moins de secteurs, les créations d'emplois ont diminué (42 000 au T2, après 94 000 en moyenne sur les quatre trimestres précédents).

Les problèmes rencontrés par l'industrie allemande semblent structurels. La production manufacturière a atteint son pic en novembre 2017, peu avant la mise en œuvre des premières normes environnementales européennes dans le secteur automobile (WLTP) en septembre 2018. Au S1 2023, la production manufacturière était inférieure de 8,3% à son niveau de fin 2017 (-11% dans l'automobile ou la métallurgie, -15% dans la chimie). Au T2 2023, l'investissement en machines et équipement ne dépassait que de 1,3% le niveau de fin 2017 (contre +16% en France). Ainsi, les capacités de production (qui n'ont diminué qu'à partir du Covid) restent au T2 2023 inférieures de 6% à leur niveau antérieur (une situation inédite). L'industrie représentant près du quart de l'économie allemande, sa sous-performance affecte le PIB : ce dernier dépassait au T2 2023 de seulement +1,3% son niveau de fin 2017, contre +5,1% pour la zone euro et +4,2% pour la France.

¹ « Standort Deutschland » désigne l'Allemagne en tant que lieu de production. Cette expression a été employée pour la 1^{re} fois au début des années 90, quand cette question s'était pour la première fois posée. Nous la posons de nouveau aujourd'hui.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

PERSPECTIVES MROSES POUR LE SECTEUR EXPORTATEUR ?

Entre la fin 2017 et le T2 2023, les exportations de biens et services ont augmenté de 4%. Cette progression totale masque une augmentation plus faible pour les seuls biens, de 1,3%, soit la même évolution que le PIB. Or, entre 2012 et 2017, la croissance cumulée du PIB (près de 11%) a été largement soutenue par les exportations (+22%), notamment celles de biens (+19%). Les exportations ont donc perdu leur rôle de moteur de la croissance. La perte de parts de marché en Chine, notamment dans l'automobile, est l'un des facteurs explicatifs. L'Allemagne représentait 4,2% des importations chinoises sur les douze derniers mois (à fin août 2023), 1 point en deçà de ce qui prévalait encore deux ans auparavant (dans le même temps, la part de marché française est restée stable, à 1,4%).

En matière d'investissement, les dynamiques des principaux concurrents contrastent avec l'atonie observée en Allemagne. Néanmoins, les séries statistiques n'étant pas mesurées de la même façon, la comparaison reste imprécise. En Chine, la croissance de l'investissement (*fixed-asset investment* ou FAI, qui n'est pas mesurée en termes réels), du secteur manufacturier efface nettement le choc de la pandémie de Covid-19 : dans ce secteur, entre janvier et août 2023, la FAI était supérieure de 37% à son niveau sur la même période de 2017 (135% dans l'électronique, 100% dans les équipements électriques et près de 60% dans la chimie). Aux États-Unis, l'investissement du secteur manufacturier dans la construction (donnée nominale ici encore) a progressé de 76% a/a sur janvier-juillet 2023, et il a plus que triplé dans les équipements électriques, électroniques et informatiques (soutenu par le *Chips act*). En Allemagne, l'investissement industriel dans les bâtiments a, au contraire, baissé de 1% a/a (et de 6% par rapport à 2017) au T2 2023. Autant d'évolutions qui, bien que difficilement comparables, laissent prévoir une poursuite de l'effritement des parts de marché allemandes.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA CIGALE ET LA FOURMI

L'économie française connaît une dichotomie entre les ménages et les entreprises. Si la consommation et l'investissement des premiers ont diminué en volume (-1,4% et -6,6% au T2 par rapport au T4 2021), l'investissement des secondes a progressé (+6,7% entre le T4 2021 et le T2 2023). Cet élément et la réduction des contraintes sur la production de matériels de transport ont soutenu la croissance au T2 (0,5% t/t) et devraient continuer de le faire à moyen terme. Dans les prochains trimestres, la croissance serait contrainte par la baisse de la demande due, en particulier, à une épargne des ménages élevée.

La croissance du PIB a surpris à la hausse au T2 2023, atteignant 0,5% t/t. Cette performance est due à l'augmentation des exportations de matériels de transport (automobile, aéronautique, naval) et de l'investissement des entreprises (+0,5% t/t au T2). *A contrario*, la consommation et l'investissement des ménages se sont contractés, affectés par l'inflation encore élevée (bien qu'en baisse) et les taux d'intérêt toujours en hausse. Cette divergence, constatée depuis début 2022, entre une partie de la demande qui tient et une autre qui se replie, a affaibli la croissance sans toutefois la faire disparaître. La dynamique favorable des entreprises a également permis la poursuite des créations d'emplois, lesquelles sont moins soutenues (21 000 créations nettes au T2, contre près de 94 000 en moyenne au cours des quatre trimestres précédents). L'érosion des facteurs de résilience existants devrait peser tant sur la croissance du PIB que sur celle de l'emploi au 2nd semestre.

DES REVENUS QUI CROISSENT DAVANTAGE QUE LE PIB

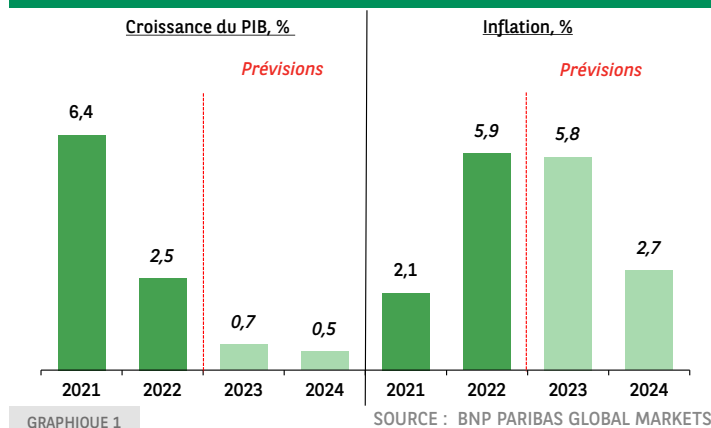
Pourtant, la dynamique des comptes d'agents (ménages et entreprises non financières) a été plutôt positive au 1^{er} semestre 2023. Il est vrai que les ménages ont subi une baisse de leur pouvoir d'achat au 1^{er} semestre 2022, les hausses de revenus étant survenues après : les EUR 20 mds de la loi sur le pouvoir d'achat votée en juillet 2022 et les hausses de rémunérations (hors du SMIC) intervenues au 2nd semestre 2022 (primes dans un premier temps, puis hausses de salaires début 2023). Toutefois, au T2 2023, le revenu disponible brut nominal (RDB, +9,1% g.a.) a davantage crû que le déflateur de la consommation (+7% a/a). Si les rémunérations n'ont pas encore comblé tout leur retard (+6,6% a/a) sur l'inflation, les revenus du capital (+20,8% a/a) et ceux de la redistribution (les prestations croissent davantage que les prélèvements) ont permis un gain de pouvoir d'achat (+2% a/a). Au T2 2023, le taux de marge des entreprises non financières a augmenté, à 33,2% (32% en moyenne sur 20 ans), reflétant la capacité de ces entreprises à transmettre la hausse des coûts aux prix de vente.

Au global, la dynamique des revenus s'est améliorée et aurait pu générer une croissance supérieure. Mais si les entreprises investissent, les ménages manquent toujours à l'appel.

LES ENTREPRISES CONTINUENT D'INVESTIR

L'investissement des entreprises est l'un des soutiens les plus constants à la croissance française au cours des derniers trimestres. Le taux d'investissement a atteint 26,1% de la valeur ajoutée brute sur les 12 derniers mois contre 20% dans les années 90. La différence s'explique, pour plus de la moitié, par la croissance de l'investissement en information et communication (26% de l'investissement total au cours des 12 derniers mois contre 16% en 2000). Une accélération de l'investissement en construction et en machines et équipements explique aussi cette hausse de l'investissement des entreprises, singulièrement à partir de 2016-17. Cela a permis à l'économie de rompre avec la baisse de ses capacités de production industrielles observée après 2000. Début 2023, la bonne tenue des capacités financières des entreprises les autorise, par ailleurs, à autofinancer une partie de leur investissement, limitant l'impact de la hausse des taux d'intérêt.

CROISSANCE ET INFLATION



Toutefois, cette dernière pèse sur la demande (en particulier sur celle des ménages). Or, le manque de débouchés devrait finir par peser sur l'investissement.

UNE DEMANDE LATENTE DES MÉNAGES ? PAS ENCORE

Au T2, l'épargne des ménages a atteint 18,8% de leur RDB, un plus haut depuis 1979 (hors période de Covid-19). Or, cette épargne élevée pourrait signaler une demande latente. Notons que depuis la fin des restrictions liées à la pandémie, le taux d'épargne n'a pas retrouvé son niveau pré-Covid. Pour un ménage, l'épargne a deux visées : investir ou constituer une épargne financière. Or, l'investissement dans le logement diminue depuis plusieurs trimestres : à 9,8% du RDB au T2 2023, il est 4 points en deçà de son niveau de 1979. Ainsi, l'épargne financière mobilise environ 8% du RDB en moyenne en 2023, un niveau relativement inédit : jamais les ménages français n'ont si peu dépensé leur RDB.

Dans les années 70, la forte progression des salaires et du pouvoir d'achat (clauses d'indexation) a incité les ménages à s'endetter (malgré les taux très élevés de l'époque). En effet, la dynamique des revenus a rapidement permis d'alléger le poids des mensualités dans leur RDB. Or, la dynamique du pouvoir d'achat des ménages depuis fin 2021 diffère de celle des années 70, et le caractère moins durable de l'inflation ne devrait pas permettre de réduire aussi nettement qu'à l'époque le poids de la dette dans le budget des ménages. En outre, le niveau élevé des taux d'intérêt freine les ménages dans leurs achats de biens durables. Cela entraîne, avec l'offre limitée de véhicules électriques et leur prix, une épargne qui sonne comme le résultat d'un manque d'opportunités. La demande pourrait se libérer mais pas à court terme : le repli de l'investissement des ménages ne devrait pas s'interrompre avant 2025, tandis que la consommation des ménages retrouverait une croissance normale (de l'ordre de 0,3% t/t par trimestre) en 2024, mais sans effet de rattrapage par rapport à 2022-23.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



BAISSE DE DYNAMISME DE LA CROISSANCE

Au deuxième trimestre 2023, le PIB réel italien a reculé de 0,4 % t/t. La demande intérieure s'est affaiblie et les investissements en machines et équipements ont diminué, signe de la détérioration de la situation des entreprises. La consommation s'est légèrement redressée. Les ménages italiens souffrent toutefois de la hausse des prix à la consommation et des taux d'intérêt. Au T2, la récession s'est généralisée aux différents secteurs d'activité. La valeur ajoutée des services a baissé, reflétant la lenteur de la reprise du tourisme. Par ailleurs, l'inflation diminue lentement : en septembre, elle atteignait encore 5,7 % a/a. Contrairement à la plupart des prévisions, les prix de l'immobilier ont enregistré une hausse de 2,0 % t/t au T2.

UNE CONTRACTION INATTENDUE DU PIB AU T2, DUE À LA DEMANDE INTÉRIEURE

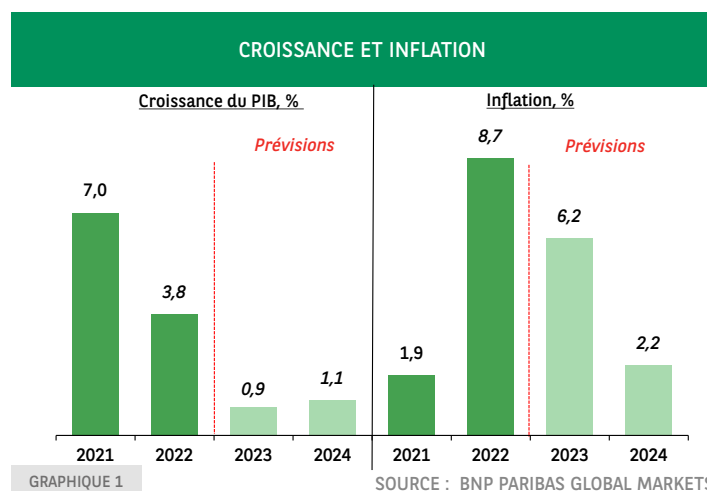
La reprise de l'économie italienne a calé au deuxième trimestre 2023. Après une augmentation de 0,6 % t/t au T1, le PIB réel a baissé de 0,4 %. En glissement annuel, la croissance est passée de 2,1 % à 0,3 % et l'acquis de croissance pour 2023 de 0,9 % à 0,7 %. Malgré la baisse du deuxième trimestre, le PIB italien est supérieur d'environ 3 % à celui du quatrième trimestre 2019.

Au deuxième trimestre, la contribution à la croissance de la demande intérieure hors stocks a été très négative (-0,4 point), sous l'effet de la baisse de l'investissement (-2 % t/t, contribution négative de 0,4 point). L'investissement dans la construction a fortement reculé (de plus de 3 % t/t), principalement en raison de la suppression progressive des primes spéciales dédiées à l'amélioration des bâtiments. L'investissement dans les machines et équipements informatiques (TIC) a baissé de 0,7%. Cela reflète la détérioration de la situation des entreprises, toujours confrontées à des prix à la production en hausse de 20 % par rapport au début de 2021. La hausse des taux d'intérêt et l'aggravation de la conjoncture globale pèsent sur les prêts bancaires aux sociétés non financières, qui ont diminué de plus de 7 % sur un an. La consommation des ménages s'est légèrement redressée en termes réels ; elle dépasse ainsi de peu son niveau d'avant-crise, alors que les dépenses en termes nominaux se situent 15 % au-dessus. Si les conditions du marché du travail sont bénéfiques aux ménages italiens, ces derniers souffrent de la hausse des prix à la consommation et des taux d'intérêt. Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur a été négative (-0,2%) : les exportations ont baissé tandis que les importations ont stagné.

Au deuxième trimestre, la baisse de l'activité a concerné l'ensemble des secteurs. La valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière a enregistré sa cinquième baisse au cours des six derniers trimestres, tout en restant légèrement supérieure à son niveau d'avant-crise. L'activité industrielle est en difficulté dans les secteurs où les coûts de production sont plus élevés, tels que la chimie, le bois, le papier, le caoutchouc et le plastique. Mais la valeur ajoutée dans les services a aussi connu une baisse inattendue, reflétant la reprise plus lente du tourisme. Au premier semestre 2023, les dépenses des touristes étrangers étaient plus élevées qu'au cours de la même période en 2019 mais leur nombre était inférieur d'environ 4,5 millions.

BAISSE (LENTE) DE L'INFLATION, (LÉGÈRE) HAUSSE DES PRIX DE L'IMMOBILIER

En Italie, l'inflation IPCH a augmenté en septembre de 5,7% a/a (contre +5,5 % en août), soit le deuxième taux le plus bas depuis janvier 2022. Parmi les principaux postes de l'IPCH, les prix des aliments et des boissons ont enregistré la hausse la plus importante : +9% a/a (contre 10,1 % a/a en août). Au contraire, ceux des services liés à l'éducation et à la communi-



cation enregistrent la progression la plus faible (respectivement +1,5 % et -0,3 % a/a en septembre). Contrairement à la plupart des prévisions, les prix des logements ont augmenté de 2,0 % t/t au T2 2023 et de 0,7 % a/a après +1,0 % a/a au T1. Cette hausse s'observe aussi bien dans les prix du neuf (+0,5 % a/a après +5,3 % au T1 2023) que sur l'ancien (+0,8 % a/a après +0,3 % au T1 2023). L'acquis de croissance des prix immobiliers pour 2023 atteint 1,4 % (3,8 % pour les nouveaux logements et +0,9 % pour les logements existants).

L'augmentation des prix des logements est très variable selon les régions. Dans celles du nord-ouest de l'Italie, les prix des logements ont accéléré (+2,5 % a/a au T2 2023 après +2 % T1), tandis que dans le nord-est, ils ont ralenti (+1,1 % a/a après 1,9 %). Dans les régions du centre et du sud, au contraire, les prix ont baissé : respectivement, -0,7 % et -1,5 % a/a (après +0,1 % et -0,7 % au trimestre précédent). Les prix immobiliers ont continué d'augmenter dans toutes les villes où l'indice est suivi par l'Istat. À Milan en particulier, l'accélération est importante (+7,1 % a/a au T2 après +5,8% au T1), tandis qu'à Rome, la hausse des prix a ralenti (+0,6 % après +1,9 % au trimestre précédent). Ces tendances s'inscrivent dans un contexte de baisse marquée des transactions (-16,0 % a/a au niveau national au T2 après -8,3 % a/a au T1).

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnlmail.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnlmail.com



L'ÉCONOMIE RÉSISTE, PEDRO SANCHEZ AUSSI

L'économie espagnole a bien résisté, jusqu'à cet été, au choc des taux d'intérêt. La consommation privée et l'investissement ont progressé respectivement, sur un an, de 2,7% et 2,0% au deuxième trimestre 2023. L'élan du marché du travail et l'épargne accumulée durant la pandémie ont soutenu les dépenses des ménages, tout comme le recul de l'inflation qui a permis au pouvoir d'achat de se stabiliser. Toutefois, ces soutiens s'estompent. Sans marquer le pas, l'activité ralentira au second semestre 2023. Néanmoins, avec une croissance anticipée à 2,2% sur l'ensemble de 2023, l'Espagne restera cette année encore l'un des moteurs de la zone euro.

La fin d'année sera rythmée par l'actualité politique avec la tentative de formation d'un nouveau gouvernement de coalition. Alberto Núñez Feijóo, le chef du Parti populaire (PP), arrivé en tête du scrutin législatif du 23 juillet (137 sièges), n'est pas parvenu à obtenir la majorité des 176 sièges lors des votes qui se sont tenus les 26 et 27 septembre dernier au Parlement. La balle est désormais dans le camp du parti socialiste (PSOE) et du premier ministre actuel, Pedro Sánchez, qui a jusqu'au 27 novembre pour réussir, avant un nouveau vote au Parlement. Si un accord entre le PSOE (121 sièges) et le nouveau parti Sumar de Yolanda Díaz (31 sièges) est probable, le ralliement des partis indépendantistes (ERC, Junts, Parti démocrate européen catalan DeCAT), qui s'étaient unis au PSOE pour former une coalition en 2019, s'annonce délicat : il impliquerait que Pedro Sánchez fasse un pas en avant et décide d'amnistier certains dirigeants indépendantistes catalans. La gauche espagnole est divisée à ce sujet. En cas d'échec, de nouvelles élections législatives se tiendront le 14 janvier 2024.

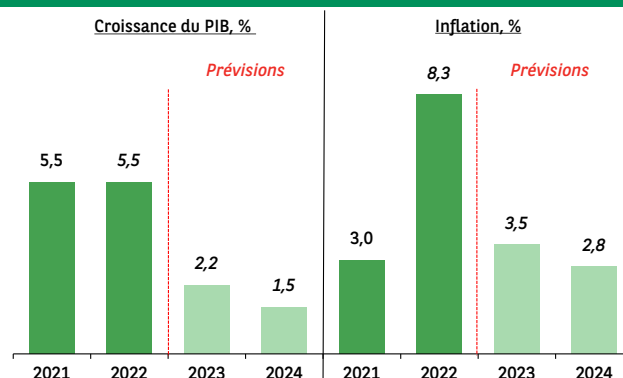
Si scrutin il y avait, il se tiendrait dans un contexte économique moins porteur qu'en juillet. Les créations d'emplois stagnent désormais, avec un gain de seulement 0,1% entre mai et août¹ après une très forte progression au premier semestre. La dégradation de la conjoncture en Europe ainsi que la hausse du coût du travail, estimée par l'INE à 5,7% a/a au T2, commencent à peser sur la dynamique de recrutement des entreprises. Certaines industries continuent toutefois d'embaucher, à la faveur d'une demande structurellement en hausse. C'est le cas des secteurs de l'information et de la communication (+5,8% a/a), de la santé (+3,2% a/a), du transport et de la logistique (+4,3% a/a).

L'inflation, après avoir atteint un point bas à 1,9% en juin, est repartie à la hausse, poussée notamment par le renchérissement du prix du pétrole. Celui-ci se transmet rapidement aux prix des carburants, qui ont déjà bondi de 5,7% m/m en août. Des effets de base défavorables jouent également. Le rythme de désinflation des prix énergétiques devrait nettement ralentir au cours de la seconde moitié de l'année. Par ailleurs, l'inflation dans les services ne décélère pas (4,7% a/a en août, hors loyers) et la progression des salaires de base, bien que relativement contenue, dépasse désormais l'inflation. Sur la base des rémunérations moyennes obtenues dans les accords de branche, la hausse s'élevait à 3,4% en glissement annuel en août.

Le marché immobilier résiste mieux qu'attendu à la hausse des taux et les prix progressent encore à un rythme soutenu (+5,3% a/a en août selon Tinsa). La remontée des taux d'emprunts s'est poursuivie pour atteindre un niveau moyen de 4% cet été. Ce niveau reste très inférieur à celui atteint lors de la dernière phase de remontée des taux d'intérêt en 2006-2008, période au cours de laquelle le seuil des 6% avait été franchi (INE). Les crédits aux ménages se contractent toutefois de manière constante depuis près d'un an, mais les prêts non performants et *a fortiori* les saisies immobilières se maintiennent à des niveaux historiquement bas.

¹ Source : Agence pour l'emploi espagnol (SEPE).

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Bien qu'elle tarde à se matérialiser, une dégradation de la situation est à craindre du fait du décalage de l'effet du resserrement monétaire sur l'économie. Néanmoins, cette dernière apparaît aujourd'hui plus résistante au choc de taux qu'il y a 15 ans. L'endettement des ménages a fortement reflué depuis cette époque, et il a poursuivi son déclin après un rebond observé durant la crise sanitaire : à 83,4% du revenu disponible au T1 2023, il se situait au niveau le plus bas depuis dix ans et plus de 50 points de pourcentage en dessous du pic de 2008 (135,5%).

En conséquence, la croissance espagnole ne devrait ralentir que modérément au second semestre 2023, avec une hausse attendue aux T3 et T4 de respectivement 0,3% t/t et 0,2% t/t. Par ailleurs, l'INE a procédé, à la mi-septembre, à des révisions du PIB pour la période 2020-2022. La croissance de l'activité a été réhaussée, à 6,4% en 2021 et 5,8% en 2022 contre une hausse de 5,5% initialement rapportée pour les deux années. Sans être significatifs, ces ajustements indiquent que le rebond d'activité post-Covid a été soutenu et permettent de réconcilier un peu mieux les chiffres d'activité avec ceux de l'emploi.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



REFROIDISSEMENT EN VUE MAIS EN DOUCEUR

Les révisions négatives des chiffres du PIB ont assombri le climat économique belge. Nous prévoyons une croissance stable au second semestre 2023, sous l'effet du resserrement monétaire. Une volatilité à court terme des chiffres de l'inflation est probable, ce qui pourrait entraîner un épisode temporaire de déflation vers la fin de l'année. Le marché du travail demeure en bonne santé, ce qui présage un atterrissage en douceur de l'économie. Un cycle d'émission d'obligations d'État réussi pourrait inciter le gouvernement d'Alexander De Croo à engager des dépenses de dernière minute avant les élections, mais les perspectives à long terme des finances publiques restent sombres.

L'économie belge est sur une trajectoire descendante depuis le début de l'année, la croissance trimestrielle ayant ralenti de 0,4 % t/t au T1 à 0,2 % t/t au T2. Cette situation a été encore renforcée par les révisions à la baisse des prévisions de la banque centrale (BNB), alors que les effets de la politique monétaire commencent à se faire sentir. Bien que notre estimation *nowcast* de la croissance au T3 s'établisse à +0,1 % t/t, nous nous attendons à ce que le PIB reste stable au second semestre 2023. Nous estimons peu probable l'apparition d'une récession. En outre, la situation devrait se normaliser progressivement en 2024.

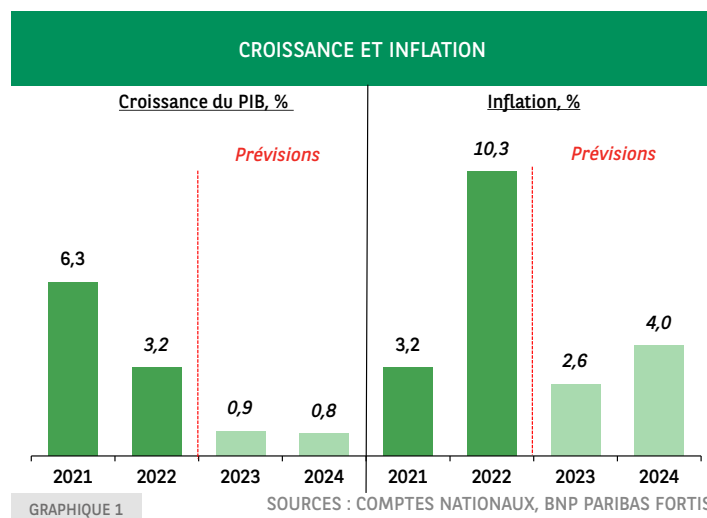
L'INFLATION SOUS-JACENTE RESTE ÉLEVÉE

L'inflation, mesurée par l'IPCH, a atteint 2,4 % en glissement annuel en août, interrompant la baisse amorcée à la fin de l'année dernière. L'IPCH atteint son niveau le plus élevé de l'année, mais son niveau reste inférieur de près de 3 % au pic d'octobre 2022. L'inflation sous-jacente a diminué au cours de l'été mais elle demeure élevée (6,1 %). Les prix des denrées alimentaires continuent d'augmenter, tendance constatée au cours de la majeure partie des deux dernières années, avec une augmentation mensuelle moyenne de 1,0 %. Les prix de l'énergie, proches de leur niveau le plus bas depuis 12 mois, continuent de tirer l'inflation globale vers le bas. Compte tenu des mesures d'aide aux ménages liées aux factures d'énergie, la Belgique pourrait connaître une brève déflation à la fin de cette année, suivie d'un rebond temporaire de l'inflation totale. D'ici à la fin de 2024, l'inflation devrait être proche mais supérieure à 3,0 %.

UN MARCHÉ DU TRAVAIL STABLE

Malgré le ralentissement économique général, le taux de chômage n'a pratiquement pas bougé. Il s'élevait à 5,7 % selon les derniers chiffres, soit son niveau de début 2019. Les créations d'emplois semblent avoir ralenti au début de l'année, passant de +30 000 à leur pic à +15 000, revenant ainsi sur leur rythme tendanciel. Le taux de postes vacants reste élevé, mais diminue quelque peu, comme dans les pays voisins de la Belgique. L'indice Federgon résume le mieux la situation. Cet indice, qui mesure la demande de main-d'œuvre temporaire, a connu une forte baisse au début de la pandémie avant de repartir à la hausse rapidement. Toutefois, le travail temporaire était déjà sur une tendance baissière depuis 2019. L'état actuel du marché du travail s'apparente donc à un ralentissement cyclique classique.

Plus important, l'économie belge semble, jusqu'à présent, effectuer un atterrissage en douceur. Après avoir été ébranlée par le double choc de la pandémie de Covid-19 et de la crise énergétique, la confiance des consommateurs a retrouvé une situation proche de sa moyenne à long terme. Les ménages se montrent modérément positifs quant à leur situation financière, probablement du fait de l'indexation des salaires sur l'inflation et du ralentissement de celle-ci.



Parallèlement, le marché de l'immobilier devrait continuer de ralentir, les nouvelles demandes de prêts ayant chuté d'environ un tiers par rapport à 2022. Néanmoins, les prix n'ont pas beaucoup baissé, ils ont même légèrement augmenté selon les derniers chiffres de la BRI, la BNB indiquant qu'il pourrait s'agir d'une conséquence temporaire d'effets de composition.

Le climat des affaires s'est stabilisé après quatre mois consécutifs de baisse, selon le dernier baromètre de confiance de la BNB, mais il varie selon les secteurs. Dans le commerce, les entreprises notent une amélioration des perspectives tant du côté de la demande que de l'offre. Les constructeurs sont, en revanche, confrontés à une baisse de la demande, sans doute due à la hausse des taux d'intérêt. Au niveau agrégé, les faillites sont encore inférieures de 10 % aux niveaux antérieurs à la pandémie (moyenne mobile sur 12 mois). Dans certains secteurs, tels que l'industrie manufacturière, la construction, le transport et l'entreposage, les faillites sont toutefois nombreuses.

Après plusieurs émissions obligataires réussies, l'appétit des investisseurs place le gouvernement d'Alexander De Croo dans une position confortable, les besoins de financement pour cette année ayant été largement couverts. La situation des finances publiques belges reste toutefois difficile. Le déficit budgétaire (près de 4 % du PIB en 2022) devrait encore se creuser, même si la part des mesures temporaires liées à la pandémie et à la crise énergétique dans le budget total est moins importante. Dans le contexte actuel de taux élevés, l'effet boule de neige refait surface. Selon des hypothèses prudentes, le taux d'endettement (déjà important puisqu'il s'élève à 105 %) devrait augmenter de plus d'un point de pourcentage par an.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

ROYAUME-UNI

14

LE CIEL S'ASSOMBRIT

L'économie britannique montre des signes de plus en plus nets de dégradation. La remontée du chômage se précise, et les données PMI sur l'emploi ont décroché en septembre. Les conséquences du resserrement monétaire s'amplifient et n'épargnent aucun secteur, en premier lieu l'immobilier et y compris la sphère publique récemment secouée par la faillite de plusieurs collectivités locales, dont Birmingham, la seconde agglomération du pays. Si l'inflation britannique reflue, elle reste élevée comparativement à ses voisins européens, en raison notamment d'une hausse plus marquée des salaires. Toutefois, la Banque d'Angleterre ne devrait pas procéder à une nouvelle remontée des taux directeurs, même si leur maintien en septembre (contre un relèvement attendu) s'est joué à une voix seulement. Le scénario d'une récession au premier semestre 2024 reste notre prévision centrale, suivie d'un léger redressement de l'activité, lui-même favorisé par l'enclenchement du cycle de baisses des taux d'intérêt. Nous l'anticipons à partir du T2 2024.

La révision à la hausse, par l'ONS, du PIB pour 2020-2022 aura redonné un peu de baume au cœur aux Britanniques. La contraction de l'activité en 2020 a été réduite, passant de -11,0% à -10,4% tandis que le rebond de 2021 a été réhaussé de +7,6% à +8,7%. Le rattrapage complet de l'activité perdue durant la pandémie, et qui n'était pas encore intervenu à l'été 2023 d'après les données disponibles antérieurement, s'est finalement opéré dès le dernier trimestre 2021. La conjoncture économique britannique n'en demeure pas moins compliquée. Le pays fait face à un arbitrage entre croissance et inflation parmi les plus difficiles des pays développés.

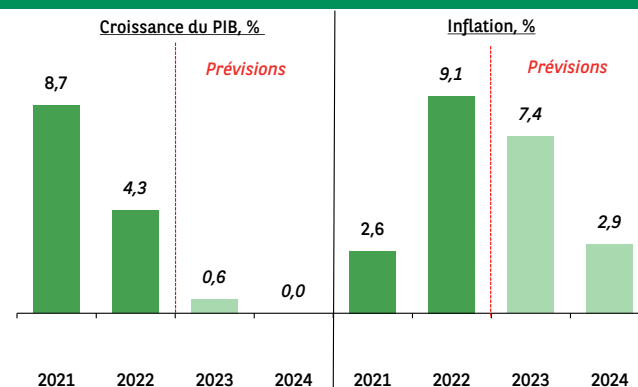
Le retournement du marché du travail semble enclenché. Après avoir atteint un point bas à 3,5% au mois d'août 2022, le taux de chômage (3m/3m) est remonté à 4,3% en juillet 2023. La hausse a toutes les chances de se poursuivre au second semestre. Par ailleurs, les données PMI sur l'emploi se sont nettement dégradées en septembre : l'indice composite emploi a plongé de 4 points, à 46,4, la plus forte baisse mensuelle depuis le début des statistiques en 2007. Cet indicateur pour le secteur manufacturier affichait déjà depuis plusieurs mois un très net repli sous le seuil d'expansion (46,3 en septembre). L'indice des services décroche désormais (-4,8 points, à 46,4 en septembre), ce qui est cohérent avec la forte progression des salaires dans le secteur, qui contraint les entreprises à procéder à des ajustements salariaux via le volume d'emplois.

À 6,3% en août, la hausse sur un an de l'indice des prix à la consommation (IPC) est désormais inférieure à l'augmentation des salaires de base dans le pays (7,9% a/a). Néanmoins, la hausse des taux d'intérêt continue de mettre le pouvoir d'achat des ménages sous pression. Selon l'indice des prix au détail (RPI), qui inclut les paiements d'intérêts sur les crédits immobiliers, ceux-ci ont augmenté de plus de moitié en l'espace d'un an (+60,3% a/a en août), expliquant 1,8 point de pourcentage de la hausse du RPI, soit près de la moitié de l'écart entre l'IPC et le RPI, qui affichait une hausse supérieure à 9% a/a en août¹. L'IPC, qui intègre uniquement l'évolution des loyers, sous-estime assez significativement la baisse du pouvoir d'achat des ménages britanniques ayant souscrit un emprunt immobilier et dont le coût de remboursement s'est envolé.

Ces difficultés ne se limitent pas à la sphère privée. Certaines collectivités locales, et pas des moindres, ont dû activer ces dernières semaines l'article 114 destiné aux localités dans l'incapacité d'honorer leurs échéances financières. C'est le cas de Birmingham, la deuxième ville du pays, mais ce n'est pas la seule concernée puisque des localités londoniennes (Croydon, Thurrock et Woking) ont dû recourir à ce mécanisme d'aide, qui pourrait déboucher sur une intervention du gouvernement central.

¹ Le reste de l'écart entre le RPI et l'IPC (0,95 pp) s'explique à la fois par la prise en compte dans le RPI d'autres indicateurs liés à l'habitat (taxe d'habitation [Council tax], assurance habitation) et des différences de formules dans l'agrégation des données. Cela expliquait respectivement 0,5 pp et 0,8 de l'écart entre le RPI et l'IPC.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Le ralentissement de l'inflation et de l'activité a joué en faveur d'un maintien du taux directeur à 5,25% en septembre. Le vote a été, néanmoins, très serré, quatre membres du comité sur les dix plébiscitant une hausse de 25 pb à 5,5%. Si nous ne prévoyons pas de nouvelle hausse de taux à venir, la phase de redescende de ce dernier au cours du premier semestre 2024 serait plus lente que ce que nous anticipions auparavant. Nous conservons toutefois une prévision de taux inchangée à 4% à l'horizon de la fin d'année 2024. Le remplacement, début novembre, de John Cunliffe, qui était en faveur d'une hausse de 25 pb en septembre, par Sarah Breen, pourrait redonner un peu plus de poids aux « colombes » du MPC, confortant ainsi notre scénario d'un taux terminal atteint en septembre.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

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	1,9	2,2	0,4	4,7	8,0	4,1	2,3
Japon	2,3	1,0	2,0	1,0	-0,2	2,5	3,2	2,6
Royaume-Uni	8,7	4,3	0,6	0,0	2,6	9,1	7,4	2,9
Zone euro	5,6	3,4	0,5	0,9	2,6	8,4	5,6	2,8
Allemagne	3,1	1,9	-0,3	0,3	3,2	8,6	6,2	3,0
France	6,4	2,5	0,7	0,5	2,1	5,9	5,8	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	1,1	1,9	8,7	6,2	2,2
Espagne	5,5	5,5	2,2	1,5	3,0	8,3	3,5	2,8
Chine	8,4	3,0	5,1	4,5	0,9	2,0	0,5	2,0
Inde*	9,1	7,2	6,1	6,0	5,5	6,7	5,9	5,0
Brésil	5,0	2,9	3,1	1,8	8,3	9,3	4,7	4,2

* 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, %	Fin de période	2024				
		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis	"Fed Funds (borne supérieure)"	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
Zone euro	Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
	Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
	OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
	BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
Royaume-Uni	Taux BoE	5,25	5,25	5,00	4,50	4,00
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,60	3,65	3,70
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,10	0,10	0,25

Taux de change	Fin de période	2024				
		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
	USD / JPY	145	145	140	138	135
	GBP / USD	1,29	1,29	1,29	1,30	1,32
EUR	EUR / GBP	0,85	0,86	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	161	157	156	155

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

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change