

“ EN MIROIR DE LA DÉCLARATION, ET DU PASSAGE À L'ACTE, DE JEROME POWELL SELON LESQUELS IL EST TEMPS D'AJUSTER (C'EST-À-DIRE D'ASSOUPLIR) LA POLITIQUE MONÉTAIRE, IL EST ÉGALEMENT TEMPS D'AJUSTER LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS, DANS LE SENS D'UN DURCISSEMENT DANS LES DEUX CAS. LE MOMENT EST FAVORABLE, SUR FOND DE DÉTENTE MONÉTAIRE, DE BAISSÉ DE L'INFLATION ET DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE POSITIVE. ”



ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

EDITORIAL

3 Il est temps d'ajuster la politique budgétaire

En miroir de la déclaration, et du passage à l'acte, de Jerome Powell selon lesquels il est temps d'ajuster (c'est-à-dire d'assouplir) la politique monétaire, il est également temps d'ajuster la politique budgétaire en Europe et aux États-Unis, dans le sens d'un durcissement dans les deux cas. Le moment est favorable, sur fond de détente monétaire, de baisse de l'inflation et de croissance économique positive. Plus encore que le desserrement monétaire, cette consolidation budgétaire devra être progressive pour ne pas trop peser sur la croissance. Et à l'image des banques centrales qui se sont montrées déterminées dans leur réponse au choc inflationniste, les gouvernements devront faire preuve de détermination et de persévérance dans les efforts à venir de consolidation budgétaire, tant ceux-ci sont nécessaires et importants.

ÉTATS-UNIS

5 L'héritage de Powell

CHINE

6 Nouvelle impulsion

JAPON

7 Le calme après la tempête

ZONE EURO

8 Résistante, mais jusqu'à quel point ?

ALLEMAGNE

9 Au cœur d'une nouvelle récession industrielle

FRANCE

10 Les services soutiennent la croissance

ITALIE

11 Une croissance stable mais modérée

ESPAGNE

12 Des perspectives toujours optimistes

PAYS-BAS

13 Rebond de l'économie néerlandaise au deuxième trimestre

BELGIQUE

14 Pas d'éclaircie en vue pour le secteur manufacturier belge

ROYAUME-UNI

15 Trouver un juste équilibre entre croissance et consolidation budgétaire

SUISSE

16 De plus en plus proche du taux neutre

AUSTRALIE

17 Une activité toujours contrainte

PRÉVISIONS

18



IL EST TEMPS D'AJUSTER LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

En miroir de la déclaration, et du passage à l'acte, de Jerome Powell selon lesquels il est temps d'ajuster (c'est-à-dire d'assouplir) la politique monétaire, il est également temps d'ajuster la politique budgétaire en Europe et aux États-Unis, dans le sens d'un durcissement dans les deux cas. Le moment est favorable, sur fond de détente monétaire, de baisse de l'inflation et de croissance économique positive. Plus encore que le desserrement monétaire, cette consolidation budgétaire devra être progressive pour ne pas trop peser sur la croissance. Et à l'image des banques centrales qui se sont montrées déterminées dans leur réponse au choc inflationniste, les gouvernements devront faire preuve de détermination et de persévérance dans les efforts à venir de consolidation budgétaire, tant ceux-ci sont nécessaires et importants.

La question de la nécessité de la consolidation budgétaire n'est pas nouvelle : l'ampleur des déséquilibres budgétaires accumulés au fil des ans dans un grand nombre de pays développés justifie depuis quelque temps déjà de s'y attaquer. Et ce, pour retrouver des marges de manœuvre et s'assurer que les ratios de dette publique restent soutenables. La question de la difficulté d'engager une telle consolidation, dans le choix des mesures et compte tenu de l'impact économique négatif, n'est pas nouvelle non plus. L'objet de cet éditorial est de présenter dans les grandes lignes les termes de ce débat et de mettre en avant que le moment paraît opportun aujourd'hui, le resserrement de la politique budgétaire pouvant se faire parallèlement au desserrement déjà amorcé de la politique monétaire et les effets négatifs sur la croissance du premier pouvant ainsi être amortis par les effets positifs du second.

UN AJUSTEMENT EST NÉCESSAIRE, SANS PLUS TARDER

La nécessité de la consolidation budgétaire ne fait aucun doute au regard de l'état détérioré des finances publiques. Certes, les déséquilibres à résorber sont d'ampleur différente selon les pays. Le déficit budgétaire américain est extrêmement important (8,4% du PIB en 2023) et le ratio de dette publique atteint 124%, en hausse de 16 points de PIB par rapport à 2019¹. En Europe, derrière les chiffres agrégés (déficit budgétaire de 3,5% en 2023, ratio de dette publique de 83%, en hausse de 4 points par rapport à 2019), le paysage est contrasté. Certains des mauvais élèves d'hier ne le sont plus aujourd'hui : la Grèce, le Portugal et l'Irlande dégagent de larges excédents primaires, leurs ratios de dette publique sont en forte baisse et le déficit budgétaire espagnol est proche de passer sous la barre des 3%. Ces bons résultats sont à mettre sur le compte des efforts de consolidation budgétaire consentis (imposés) et d'une croissance actuellement plus forte. En revanche, huit pays sont visés par une procédure de déficit excessif par Bruxelles : la Belgique, la France, l'Italie, Malte, la Slovaquie, la Roumanie, la Hongrie et la Pologne. Ces pays seront astreints à des ajustements budgétaires importants. Les nouvelles règles de gouvernance budgétaire européenne donnent certes un peu plus de temps et de souplesse pour procéder à ces ajustements, mais c'est précisément pour renforcer la crédibilité de la discipline budgétaire demandée. Pour ces pays, et cela vaut pour les États-Unis aussi, le problème n'est pas tant le niveau des ratios de dette publique que leur trajectoire haussière, qu'il faut *a minima* interrompre et stabiliser. Il est aussi indispensable de retrouver des marges de manœuvre budgétaires.

La consolidation budgétaire devrait également permettre de réduire les tensions importantes qui se sont formées entre la politique monétaire et la politique budgétaire depuis la crise financière de 2008. Les travaux de Bolhuis et alii (2024)² mesurent ces tensions par l'écart entre le taux neutre de la politique monétaire et ce même concept appliqué à la politique budgétaire³. Le r^* budgétaire peut être considéré comme un taux plafond au-delà duquel la trajectoire de dette peut devenir explosive. Or, depuis le début des années 2000, le r^* budgétaire a fortement baissé, plus que le r^* monétaire : l'écart entre les deux (r^* monétaire - r^* budgétaire) est donc devenu de moins en moins négatif, pour être quasi nul fin 2022 sur leur échantillon de 16 pays avancés, soit son plus haut niveau depuis les années 1950. Et plus ce taux neutre budgétaire baisse, plus la marge de manœuvre se réduit pour entretenir un déficit budgétaire. Dans la mesure où, historiquement, les tensions au niveau du *policy mix* tendent à être suivies de conséquences économiques négatives, un ajustement du *policy mix* est nécessaire pour les réduire. La consolidation budgétaire y contribuerait en rehaussant le taux neutre budgétaire.

LE MOMENT EST FAVORABLE

Élément important et facilitateur : l'évolution du célèbre écart $r-g$ apparaît favorable pour engager de tels efforts. Comme déjà souligné dans une précédente publication⁴, la Banque de France relève judicieusement à l'égard de la France, mais cela vaut pour les autres pays, que « *la période à venir de reprise progressive et d'assouplissement monétaire n'est pas défavorable au redressement budgétaire nécessaire pour maîtriser la dette publique* »⁵. En d'autres termes, c'est le bon moment pour procéder à un ajustement budgétaire contracyclique mesuré. Les effets négatifs sur l'activité de la consolidation budgétaire seront atténués par les effets positifs des baisses de taux directeurs. La reprise en zone euro s'en trouverait limitée mais pas empêchée, tandis qu'aux États-Unis, si une consolidation budgétaire était engagée – ce qui ne semble pas dans l'air du temps –, elle participerait opportunément au freinage de l'économie, qui reste dynamique à de nombreux égards⁶. Il n'est pas fréquent, nous semble-t-il, que l'évolution du *policy mix* apparaisse ainsi adaptée aux conditions économiques. On pourrait souhaiter un résultat plus favorable encore s'il y avait une concertation et une coordination explicites de l'action conjointe des autorités monétaires et budgétaires.

1 Données AMECO.

2 *Mind the gap: Gauging fiscal-monetary tensions through fiscal r-star* | CEPR, 29 septembre 2024 ; *Fiscal R-Star: Fiscal-Monetary Tensions and Implications for Policy* (imf.org), 9 août 2024.

3 Ce taux neutre (r^*) appliqué à la politique budgétaire est défini comme le taux d'intérêt réel qui stabilise le ratio de dette publique compte tenu de sa trajectoire de déficit primaire lorsque la production augmente à son potentiel et que l'inflation est à l'objectif. Quand le r^* budgétaire et le r^* monétaire sont égaux, les autorités peuvent simultanément stabiliser la dette et maintenir l'inflation à la cible.

4 Eco Perspectives du 3e trimestre 2024 – Etudes Economiques – BNP Paribas, OCDE | *Les perspectives économiques face aux retombées incertaines des élections* (bnpparibas.com), 28 juin 2024.

5 *Projections macroéconomiques – Juin 2024* | Banque de France (banque-france.fr), 11 juin 2024.

6 Pour une description des grandes lignes de notre scénario central de croissance, cf. *Atterrissage en douceur en vue, mais la prudence reste de mise* (bnpparibas.com), 30 septembre 2024. Pour une présentation détaillée de la situation et des perspectives économiques dans les pays de l'OCDE (les grands et certains petits), ainsi qu'en Chine, se référer aux différents textes de ce numéro d'EcoPerspectives.



PROGRESSIVITÉ ET CIBLAGE SONT DE MISE

Les raisons pour s'attaquer aux déséquilibres budgétaires actuels ne manquent pas. La nécessité de le faire de manière progressive fait également consensus. Il s'agit de faire preuve d'une rigueur budgétaire proportionnée et non de mettre en place une politique d'austérité pour ne pas reproduire les erreurs de celle menée à marche forcée pendant la crise des dettes souveraines européennes au début des années 2010. C'est un des messages mis en avant par l'OCDE dans ses dernières perspectives économiques : l'organisme prône le retour de la discipline budgétaire (dans les meilleurs délais) mais pas le retour à l'austérité⁷.

Tout l'enjeu réside dans la manière dont la consolidation budgétaire sera menée et dans les leviers qui seront activés en matière de hausses d'impôts et de baisses de dépenses, sachant qu'il n'apparaît pas possible de se priver de l'un ou l'autre de ces derniers. Toute la difficulté est d'identifier et de mettre en œuvre les mesures les plus efficaces pour réduire rapidement et durablement le déficit et, en même temps, les moins préjudiciables sur le front économique, social et environnemental, à court terme et à long terme. En Europe singulièrement, une manière de minimiser l'impact négatif sur la croissance pourrait être, notamment, de déployer des mesures à même de débloquer le surcroît d'épargne des ménages qui demeure important. Sans aller jusqu'à parler de consolidation expansionniste, l'idée est aussi d'avoir une stratégie de consolidation la plus crédible possible, pour faire en sorte que les ménages soient les plus ricardiens possibles, c'est-à-dire qu'ils puisent dans leur épargne dès aujourd'hui en anticipant les baisses d'impôts de demain. Tâche éminemment difficile et numéro d'équilibriste pour les gouvernements mais leurs programmes d'ajustement budgétaire pourront être jugés à l'aune de ces différents critères.

Pour conclure, bien que cette problématique de consolidation budgétaire concerne un grand nombre de pays, seule l'Europe apparaît prête à s'y engager résolument, ce qui est salutaire. Les États-Unis sont confrontés à des déséquilibres budgétaires énormes qui ne donnent pas le sentiment d'être sous contrôle. En outre, aucun des deux candidats à la présidentielle n'affiche de désir manifeste de s'y atteler. La politique budgétaire outre-Atlantique risque de rester accommodante plutôt que de devenir restrictive, ce qui pose question. Certes, la croissance américaine s'en trouverait soutenue, à des degrés divers selon le candidat, mais en a-t-elle besoin actuellement (en dehors du soutien apporté par la baisse des taux) ? Et ce serait, par ailleurs, au prix d'une fragilisation supplémentaire des finances publiques et d'un risque accru de stress financier. Ces observations valent pour la Chine également : le pays a annoncé récemment une importante relance budgétaire de son économie. Ce soutien est certes nécessaire, mais il ne doit pas occulter le fait que le pays est aussi confronté à des déséquilibres budgétaires importants, même si c'est *a priori* (les statistiques chinoises manquant de lisibilité et de transparence) dans une moindre mesure que les États-Unis ou l'Europe.

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

⁷ OECD presses governments on fiscal discipline, 'but not austerity' (ft.com), 25 septembre 2024 ; OECD Economic Outlook, Interim Report September 2024 | OECD, 25 septembre 2024.



L'HÉRITAGE DE POWELL

La Réserve fédérale (Fed), a décidé, le 18 septembre, de réduire sa cible de taux à +4.75% - +5.0% (-50 pb), initiant une détente des taux destinée à se poursuivre lors des prochaines réunions du FOMC. La direction du mouvement trouve son fondement dans le ralentissement simultané du marché de l'emploi et de l'inflation. Son ampleur vise à préserver le dynamisme de l'économie et relève d'une interprétation extensive et inédite du mandat dual. Notre scénario central suggère, à horizon de projections, une poursuite de la désinflation sans qu'une récession intervienne. Dans le même temps, les États-Unis s'avancent vers une échéance présidentielle encore plus déterminante qu'à l'accoutumée.

La croissance américaine a accéléré au T2 2024, avec une progression de +0,7% t/t du PIB (+0,3 pp par rapport au T1), majoritairement portée par la consommation des ménages (0,5pp). En parallèle, l'investissement résidentiel s'est réduit (-0,5% t/t), mettant un terme à trois trimestres consécutifs d'amélioration et demeurant la seule composante du PIB à se situer (en volume) en-deçà de son niveau pré-Covid. Le GDPnow de la Fed d'Atlanta indique un maintien de la croissance à +0,7% t/t au T3. Nous anticipons ensuite un ralentissement à un rythme de +0,4% - +0,5% lors des trimestres à venir. En outre, nous prévoyons que le taux de croissance annuel moyen s'élèvera à +2,6% en 2024 (+0,1pp a/a), un résultat sensiblement au-dessus des estimations de son niveau de long terme (+1,8% selon la Fed).

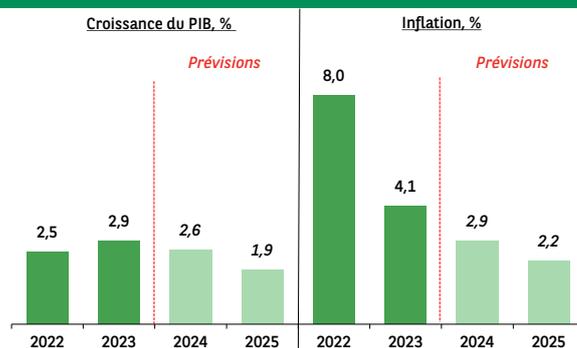
Les données du groupe de contrôle des ventes au détail en juillet et août suggèrent que le T3 devrait confirmer la croissance continue de la consommation tout au long de l'entreprise de resserrement monétaire, par contraste avec l'investissement résidentiel, i.e. l'autre composante *interest-sensitive* du PIB. L'initiation de la détente des taux (voir ci-après) ne signifie toutefois pas le relâchement de toutes contraintes pour les ménages. Notamment, l'augmentation des taux hypothécaires a jusqu'ici eu pour effet principal de réduire drastiquement la demande de crédit, d'où une hausse limitée du taux d'intérêt moyen sur l'encours immobilier entre le T4 2021 (3,9%) et le T1 2024 (4,1%). Les effets retardés du resserrement devraient continuer à se manifester par le canal du crédit au fil du renouvellement des emprunts immobiliers, alors que le taux moyen à 30 ans ne devrait pas se réduire en-deçà de 5,5% à l'horizon 2026 (soit un niveau sensiblement plus élevé que celui qui prévalait avant la pandémie de Covid-19). À l'inverse, un effet positif est à attendre de la poursuite du processus de rattrapage des revenus sur l'inflation, alors que le revenu disponible réel moyen a progressé en 2023 (+4,0% a/a) pour la première fois depuis 2019 et que les évolutions comparées des salaires horaires moyens et de l'inflation en 2024, à date, pointent vers de nouveaux gains cette année.

PROTÉGER L'ATTEISSAGE EN DOUCEUR

La réunion de septembre du FOMC a donné lieu à une baisse de -50 pb de la cible de taux à +4,75% - +5,0%. Le début du cycle d'assouplissement est justifié par le ralentissement conjoint de l'inflation et du marché de l'emploi, qui entraîne un rééquilibrage des risques autour de ces deux objectifs du mandat dual de la Fed. L'inflation (mesurée par l'IPC) s'élève en août 2024 à +2,6% a/a (*momentum* de +0,9%) avec un indice sous-jacent à +3,3% a/a (+1,9%). La Fed estime avoir gagné en confiance quant à son retour vers la cible de 2%. Le refroidissement du marché de l'emploi, « immanquable » selon les mots de Jerome Powell, se reflète notamment dans le ralentissement de la croissance mensuelle de l'emploi salarié en moyenne annuelle (+210k en septembre 2024 contre +601k au T1 2022, soit au début du resserrement monétaire) et dans la baisse du ratio emplois vacants/personnes à la recherche d'un emploi (1,1 contre 1,9).

La décision de recalibrer la politique monétaire avec l'objectif explicite de préserver le dynamisme de l'économie, en d'autres termes, sans crainte matérielle d'un fort ralentissement imminent de l'économie, est sans précédent. En effet, la poursuite de la trajectoire de désinflation sans

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

contraction du PIB demeurerait le scénario central des prévisionnistes, sans démarrage en trombe du cycle d'assouplissement monétaire, traditionnellement réservé aux périodes de fortes crispations (septembre 2007, mars 2020). Si le *soft landing* devait véritablement se concrétiser cette année et l'année prochaine, Jerome Powell, qui accorde à la Fed un satisfecit pour « la restauration de l'équilibre entre l'offre et la demande agrégées, le relâchement des tensions inflationnistes et la garantie du bon ancrage des anticipations d'inflation », associerait son nom à l'une des rares occurrences d'atterrissage en douceur de l'histoire économique des États-Unis. Le caractère hétérodoxe de sa nouvelle défense du mandat dual pourrait en outre constituer un cas d'école de la conduite de la politique monétaire dans l'ère post-pandémique. Cependant, les facteurs explicatifs de la désinflation, notamment le rôle effectif du resserrement monétaire, resteront sources de débats académiques.

PRÉSIDENTIELLE 2024 : QUEL RÔLE POUR L'ÉCONOMIE ?

L'élection présidentielle 2024 verra s'affronter l'ex-président Donald Trump (républicain) et la vice-présidente sortante Kamala Harris (démocrate). Les questions économiques demeurent essentielles en dépit de la place prépondérante occupée par les sujets sociétaux. Aussi, en la matière, les enjeux principaux de l'élection incluent notamment la trajectoire budgétaire de l'État fédéral, tandis que le président élu aura à désigner, en 2026, le successeur de Jerome Powell à la tête de la banque centrale. Enfin, la perception du bilan économique de l'administration sortante aura un rôle à jouer, alors que l'élection intervient dans un contexte de désynchronisation entre le sentiment des agents et les performances macroéconomiques du pays. En août 2024, 41% des Américains citent un élément d'ordre économique lorsqu'interrogés sur « le problème le plus important de la Nation », contre 9% lors de la prise de fonctions de Joe Biden. Si les sondages placent Harris devant Trump au niveau national, c'est la capacité des candidats à s'imposer dans les États-clés (Arizona, Géorgie, Michigan, Nevada, Caroline du Nord, Pennsylvanie, Wisconsin) qui fera la décision.

Anis Bensaidani anis.bensaidani@bnpparibas.com

NOUVELLE IMPULSION

En Chine, les données d'activité des dernières semaines ont été assez mauvaises pour avoir sur les autorités l'effet d'un électrochoc. Alors que le soutien à la demande intérieure était resté obstinément prudent depuis plusieurs mois, les annonces de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire puis de relance budgétaire se sont succédé pendant la dernière semaine de septembre. Ce changement d'orientation permet de réduire, sans les éliminer, les risques baissiers sur la croissance à court terme. Si le plan d'expansion budgétaire, dont le contenu exact reste à préciser, est rapidement mis en œuvre, la cible de croissance de « 5% environ » fixée par Pékin pour 2024 pourrait être atteinte.

MANQUE DE VIGUEUR

La croissance économique chinoise est restée morose pendant l'été. Le ralentissement observé au mois d'août, à la fois dans le secteur industriel et les services, s'est probablement prolongé en septembre, au vu des derniers indices PMI. L'activité industrielle (+4,8% en g.a. en juillet-août, après +6% au S1 2024) a notamment été freinée par la légère baisse de la production automobile et par celle, bien plus sévère, dans des industries lourdes telles que l'acier et le ciment. La production de biens électroniques est au contraire restée dynamique, tirée par la hausse toujours rapide des exportations. Cependant, les perspectives pour ces dernières commencent à s'assombrir, en raison des barrières tarifaires appliquées aux biens chinois par un nombre croissant de pays développés et émergents.

Dans les services, l'activité a augmenté de +4,7% en g.a. en juillet-août, contre 4,9% au S1 2024. La consommation des ménages et l'investissement privé sont restés déprimés, et la crise du secteur immobilier s'est poursuivie, en dépit des mesures de soutien mises en œuvre au printemps dernier. Celles-ci n'ont pas relancé la demande de logements : les prêts hypothécaires ont poursuivi leur légère baisse, et les surfaces vendues ont continué de chuter (-18% en g.a. sur les huit premiers mois de 2024). Les ménages subissent des effets de richesse négatifs en raison du recul des prix des logements (les actifs immobiliers représentaient 70% du patrimoine des ménages urbains au début de la crise en 2021). À ceci s'ajoute la dégradation des conditions sur le marché du travail. Le taux de chômage urbain est remonté à 5,3% en août, contre 5% en juin, et le taux de chômage des 16-24 ans a fortement augmenté (de 13,2% en juin à 18,8% en août) avec l'arrivée d'une nouvelle promotion de diplômés du supérieur sur le marché de l'emploi.

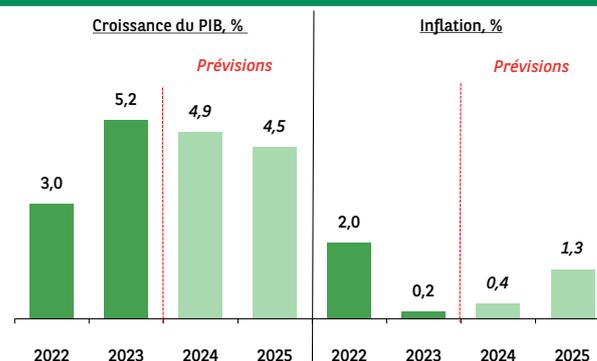
Dans ce contexte, les pressions déflationnistes ont persisté, entretenues par le déséquilibre entre la faiblesse de la demande intérieure et les surcapacités de production industrielle, la chute des prix immobiliers, la moindre progression des salaires, et le recul des cours mondiaux des matières premières. En août, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,6% en g.a., mais l'inflation sous-jacente a atteint un point bas de 0,3% et l'indice des prix à la production était en baisse (-1,8% en g.a.) pour le 23e mois consécutif.

DE NOUVELLES MESURES DE RELANCE SUFFISANTES ?

La faible confiance du secteur privé (ménages, entreprises et investisseurs financiers), les pressions déflationnistes, le problème de plus en plus pressant du chômage des jeunes, et les perspectives de ralentissement des exportations de marchandises ont eu raison de la stratégie d'assouplissement très progressif de la politique économique. Après avoir décidé, le 20 septembre, de laisser les taux directeurs inchangés, les autorités ont annoncé quatre jours plus tard un ensemble de mesures d'assouplissement monétaire (réduction des coefficients de réserves obligatoires et des taux d'intérêt de référence), de soutien au secteur immobilier (baisse de l'apport initial et des taux sur les prêts au logement nouveaux et existants, hausse des financements aux sociétés publiques pour l'achat de logements invendus), et de soutien aux marchés actions (facilités de financement à des institutions financières et à des entreprises pour l'achat/le rachat d'actions).

Ces mesures sont dans la lignée des précédentes et ne sont pas, à elles seules, d'ampleur à revigorer la consommation privée, ni à inverser la dynamique de correction du marché immobilier et de ralentissement du crédit ;

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

le pessimisme des ménages, les larges stocks de logements invendus ou inachevés, et les problèmes de solvabilité ou de liquidité d'une majorité de promoteurs immobiliers demeurent en effet des freins puissants. Cependant, les mesures monétaires et financières ont été suivies de l'annonce d'un plan – à venir – de soutien budgétaire, qui pourrait constituer un tournant s'il est rapidement mis en œuvre et s'il met effectivement l'accent sur la relance de la consommation privée.

Le gouvernement central envisagerait l'émission d'obligations supplémentaires pour un montant total de RMB2000 à 3000 milliards (1,5% à 2,3% du PIB) pour financer diverses mesures d'aide aux ménages, d'appui aux collectivités locales et de recapitalisation des banques publiques. Le calendrier et les détails des mesures restent à préciser. S'il est confirmé, le soutien direct apporté aux revenus des ménages et à la consommation (par exemple via le versement d'allocations et des subventions à l'achat) constituerait un changement d'orientation de la politique budgétaire, qui s'est traditionnellement appuyée sur l'immobilier et les projets d'investissement pour stimuler l'activité.

De plus, en annonçant toutes les mesures la même semaine, les autorités ont également rompu avec leur approche graduelle habituelle et surpris les marchés. Ceux-ci ont atteint un point bas mi-septembre puis ont fortement rebondi. Entre le 20 et le 30 septembre, l'indice boursier CSI 300 a gagné 26% et retrouvé son niveau moyen du S1 2023 (toujours 20% sous son niveau moyen de 2021). Le yuan s'est également rapidement apprécié et s'approchait du seuil de RMB7 par USD au 30 septembre, soit son niveau le plus fort depuis seize mois. Ce rebond des marchés augure, peut-être, d'une amélioration à venir du sentiment des entreprises et des consommateurs chinois. S'il est effectivement et rapidement mis en œuvre, le nouveau plan de relance des autorités pourrait provoquer un choc positif sur les revenus et la confiance, condition nécessaire à la stabilisation, voire au renforcement, de l'activité économique à court terme.

Christine Peltier

christine.peltier@bnpparibas.com

LE CALME APRÈS LA TEMPÊTE

La Banque du Japon poursuit son entreprise de resserrement monétaire de façon incrémentale et précautionneuse, avec une seule hausse de taux directeur au troisième trimestre, qui doit précéder un nouveau mouvement attendu en décembre, alors que la décision de juillet n'a pas été sans contribuer à une forte volatilité sur les marchés financiers. Dans le même temps, l'économie récupère d'un début d'année mouvementé et l'inflation se maintient au-dessus de la cible de 2%. Enfin, le pays a changé de Premier ministre et de nouvelles élections législatives anticipées sont désormais prévues pour le 27 octobre.

L'économie japonaise a fait l'objet d'un rebond notable lors du deuxième trimestre 2024, illustré par une croissance trimestrielle du PIB de +0,7% – en ligne avec nos prévisions – succédant à la contraction (-0,6% t/t) du premier trimestre. La croissance devrait ralentir mais demeurer positive (+0,2%-+0,3% t/t) durant le second semestre de l'année. Néanmoins, du fait de l'acquis de croissance négatif de l'année 2023 (-0,3 pp) amplifié par le recul du premier trimestre, l'année 2024 devrait, *in fine*, se caractériser par un taux de croissance annuel moyen négatif (-0,2%), soit un recul marqué par rapport à 2023 (1,7%).

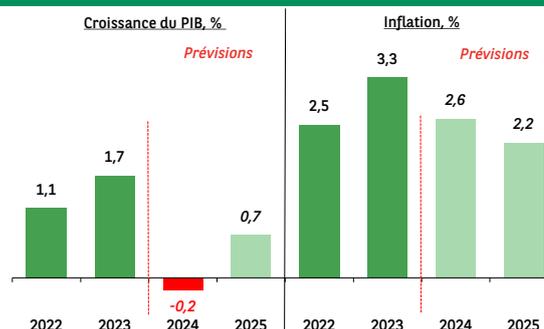
La croissance du T2 2024 est à imputer partiellement à un rebond technique après les contingences ponctuelles ayant perturbé l'activité en début d'année, telles que le séisme sur la péninsule de Noto et les perturbations de la production automobile. Le rattrapage de la dernière (en chute de -12,7% t/t au T1 2024 avant de gagner +7,7% au T2) est toutefois incomplet par rapport à son niveau de la fin de l'année 2023. Néanmoins, des points positifs sont à relever, notamment s'agissant de la consommation privée : sa progression de +0,9% t/t vient interrompre une série de quatre trimestres consécutifs de contraction. De plus, si la contribution du commerce extérieur à la croissance est à nouveau négative, son ampleur est largement plus faible, les exportations comme les importations ayant augmenté après leur recul conjoint du T1. Ainsi, bien qu'il faille rappeler la variabilité relativement importante de cette composante du PIB (par rapport à celles liées à la demande intérieure), les exportations, qui constituent le principal moteur de croissance du Japon, regagnent en vigueur, tandis que la hausse des importations suggère une forme de regain de la demande.

L'inflation sous-jacente suit une trajectoire haussière depuis le début du T2, ayant progressé de +2,2% à +2,8% a/a entre les mois d'avril et d'août. Quant aux prix des services, ils s'affichent en ralentissement sur la même période (de +1,7% à +1,4%), mais marquent une accélération mensuelle sur les deux derniers mois. Les salaires nominaux progressent au fil de l'implémentation des hausses négociées dans le cadre du Shunto, permettant aux salaires réels d'enregistrer, en juin/juillet 2024, deux mois consécutifs d'amélioration en variation annuelle pour la première fois depuis le T1 2022 (+1,1% et +0,4%), ce qui justifie une amélioration des attentes en matière de consommation des ménages.

L'EXCEPTION MONÉTAIRE

La Banque du Japon (BoJ) poursuit son processus incrémental de resserrement monétaire, à rebours de ses homologues du G7, après avoir mis un terme à la politique des taux d'intérêts négatif en début d'année. Le plan détaillé de resserrement quantitatif, impliquant une réduction de près de moitié du rythme mensuel d'achats d'obligations gouvernementales japonaises (JGB) à horizon du T1 2026, a été présenté lors de la réunion de politique monétaire de juillet. Cette dernière fut également l'occasion du second relèvement du taux directeur, l'*uncollateralized overnight call rate*, à +0,25% (+0,15pp). Ce mouvement a surpris les observateurs et les marchés, contribuant à un regain de volatilité de ces derniers au début du mois d'août, illustré par l'envolée de l'indice VIX à un plus haut depuis mars 2020.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Si le gouverneur de la BoJ, Kazuo Ueda, a minimisé la relation entre la décision de juillet et les soubresauts des marchés financiers de début août, les officiels (incluant Ueda) n'en ont pas moins admis qu'il fallait prendre en compte dans la trajectoire de resserrement. Aussi, la réunion de septembre a abouti à un *statu quo* sur le taux directeur. De plus, Kazuo Ueda a rappelé la volonté de la BoJ de poursuivre le relèvement de son taux directeur et l'ajustement du degré d'assouplissement de la politique monétaire. Nous anticipons une prochaine hausse de taux lors de la réunion de décembre (+0,25pp), avant une poursuite graduelle de la trajectoire ascendante vers le niveau neutre en 2025, soit trois hausses de l'*uncollateralized overnight call rate*, le portant à +1,25% en fin d'année.

En outre, le yen s'est globalement renforcé face au dollar américain lors des dernières semaines, l'USD/JPY passant de plus de 160 début juillet à 143 au 23 septembre. Nous anticipons, au fil de la réduction du différentiel de taux d'intérêt avec la Fed, une plus ample amélioration de la valeur relative du JPY lors des trimestres à venir, avec un USD/JPY à 131 à horizon du T4 2025.

CHANGEMENTS POLITIQUES

Le Premier ministre sortant, Fumio Kishida (en poste depuis octobre 2021), avait fait savoir le 14 août qu'il ne briguerait pas le renouvellement de son mandat à la tête du Parti libéral-démocrate (PLD) – impliquant un départ de ses fonctions gouvernementales à l'issue de l'élection du 27 septembre. Kishida avait pris cette décision dans un contexte de déclin de sa popularité sur fond de scandales entourant son parti. La campagne pour sa succession au poste de président du PLD pour un mandat de trois ans a débouché sur la nomination de Shigeru Ishiba (ex-secrétaire général du PLD), qui a devancé Shinjiro Koizum (ex-ministre de l'Environnement) et Sanae Takaichi (actuelle ministre de la Sécurité économique). Dans la foulée, Shigeru Ishiba a annoncé la tenue de nouvelles élections anticipées à la chambre des représentants, prévues pour le 27 octobre.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

ZONE EURO

8

RÉSISTANTE, MAIS JUSQU'À QUEL POINT ?

La croissance en zone euro devrait se stabiliser à 0,3% t/t au cours du second semestre 2024, avant une légère accélération en 2025 soutenue par le cycle de baisse des taux d'intérêt. Les difficultés dans l'industrie, mises en évidence par la détérioration des indices PMI en septembre, et l'incertitude sur l'économie chinoise, accroissent toutefois les risques à la baisse sur nos prévisions. Un scénario plus défavorable, qui verrait le secteur manufacturier entraîner avec lui le reste de l'économie, n'est toutefois pas celui que nous privilégions au moment d'écrire ces lignes. Bien que moins importants, les écarts de dynamisme entre les pays et les secteurs perdureraient en 2025.

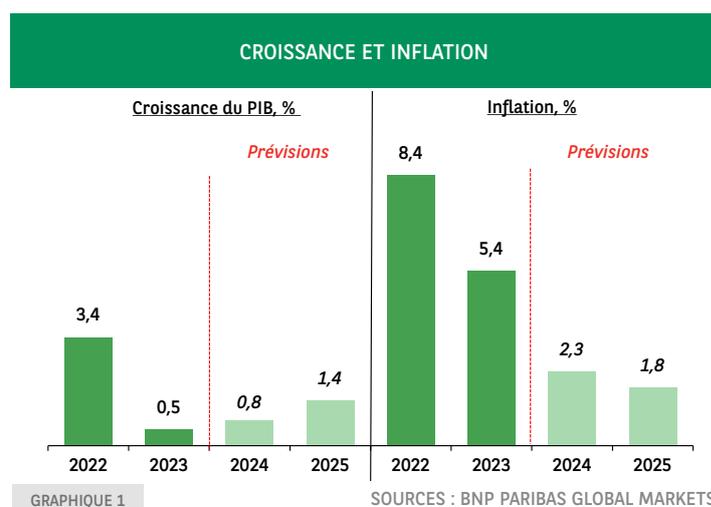
À ce stade, la désinflation importée sur les biens manufacturés a permis à l'inflation globale de refluer vers la cible de 2% visée par la BCE, mais cet effet est voué à s'estomper. Cette nouvelle hausse viendrait compenser une partie de la désinflation que nous anticipons dans les services, qui devrait s'accroître l'année prochaine, ce qui permettrait à l'inflation *headline* de se stabiliser autour des 2% d'ici la seconde moitié de l'année 2025. Moyennant deux nouvelles baisses en octobre et en décembre 2024, suivies de deux autres au premier semestre 2025, le taux terminal de la BCE serait atteint au printemps prochain. Ainsi, l'activité en zone euro se renforcerait en 2025, aidée par un rebond de l'économie allemande, et par un acquis de croissance plus favorable qu'en 2024.

LE DILEMME CHINOIS

Néanmoins, certains pans de l'industrie européenne sont aujourd'hui pris en étau, entre une consommation intérieure atone et une surproduction chinoise dont le but, *in fine*, consiste à engranger des parts de marché en évinçant par les prix les producteurs locaux. Avec des marges des entreprises en baisse au deuxième trimestre et des indices PMI sur l'emploi pour le secteur manufacturier indiquant une nette dégradation en septembre (45,8, plus bas niveau post-Covid), un point de bascule sur le marché du travail en zone euro, dont la résistance a été jusqu'ici remarquable, est possible. L'enquête trimestrielle de la Commission européenne sur les freins à la production est aussi instructive. Si les problèmes de recrutement constituaient, jusqu'à la fin de l'année 2022, la principale limite à l'activité, le manque de demande est, depuis, repassé comme facteur principal. Notons que cet indicateur a été assez fiable par le passé pour indiquer les retournements de cycle économique¹.

Répondre de manière unie au sein de l'UE des 27 à la concurrence chinoise reste une tâche délicate. Le vote du 4 octobre qui a entériné la hausse des droits de douane sur les importations de véhicules électriques chinois a mis en exergue les divisions profondes entre les pays membres, puisque dix pays seulement ont voté en faveur de cette mesure, tandis que cinq s'y sont opposés (dont l'Allemagne), et douze se sont abstenus (dont l'Espagne). Les pays fortement imbriqués à la seconde économie mondiale (Allemagne, Slovaquie, Hongrie) se montrent plus réticents à durcir les barrières tarifaires, par crainte que Pékin n'instaure des mesures de rétorsion plus dures et plus étendues. Transition vers l'électrique oblige, certains leaders politiques cherchent également à attirer des usines automobiles chinoises sur leur territoire.

D'ailleurs, si une véritable rupture dans les échanges directs entre les États-Unis et la Chine semble bien enclenchée, celle entre l'UE et Pékin est encore peu visible, et sur certains points les dépendances commerciales se sont même approfondies au cours des dernières années².



Ainsi, le plafonnement des échanges entre les deux blocs, que l'on constate actuellement, traduit avant tout la baisse généralisée de la demande, et non une bifurcation des échanges de l'UE vers d'autres pays. La part des importations de l'UE (extra-EU) en provenance de Chine est, en effet, restée stable au cours des deux dernières années, et supérieure à 20%³.

GRAND ÉCART BUDGÉTAIRE

Comme en 2023, l'année 2024 consacrera la très bonne tenue des comptes publics des pays à l'épicentre de la crise européenne des années 2010. La Grèce, le Portugal, et l'Irlande sont plus que jamais en course pour dégager des excédents primaires proches voire supérieurs à 2% de leur PIB, tandis que le déficit en Espagne devrait, pour sa part, redescendre sous les 3%. Dans un contexte de baisse généralisée de l'inflation entre les pays de la zone euro, le resserrement des *spreads* entre le Bund allemand et les taux grecs, espagnols et surtout portugais traduit une baisse notable de la prime de risque assignée à ces pays. À l'inverse, les ajustements budgétaires auxquels devront s'astreindre les pays visés par une procédure de déficit excessif par Bruxelles – qui sont au nombre de cinq⁴ – constitueront un frein à l'activité, mais sont néanmoins indispensables pour éviter d'alimenter les tensions sur le marché obligataire.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ Selon l'enquête pour le T3 2024, 39,7% des entreprises interrogées ont cité la demande comme un frein à la production, tandis que 19,3% soulevaient des problèmes de recrutement. À noter que dans cette enquête, les entreprises ont la possibilité de choisir plusieurs réponses.

² Voir par exemple, *While the US and China decouple, the EU and China deepen trade dependencies*, Blog du PIIE.

³ Source : Eurostat. Moyenne lissée sur douze mois.

⁴ Belgique, France, Italie, Malte, Slovaquie, auxquels viennent s'ajouter, en dehors de la zone euro, la Roumanie, la Hongrie et la Pologne.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

9

AU CŒUR D'UNE NOUVELLE RÉCESSION INDUSTRIELLE

Alors qu'en début d'année, des signes de rebond de la croissance allemande étaient apparus, la récession industrielle a finalement repris, avec un impact négatif sur le marché du travail désormais perceptible, puisque le taux de chômage remonte. Dans ce contexte et à la suite du retrait du soutien à l'achat de véhicules électriques en décembre 2023, les ménages ont accru leur taux d'épargne. Pour autant, des signes encore timides de rebond commencent à se dessiner, avec un léger regain en termes de demande. La prise de conscience du décrochage industriel allemand par le gouvernement pourrait, en parallèle, déboucher sur le retour de mesures de soutien.

L'économie allemande est engluée dans une stagnation qui dure depuis près de deux ans. Le PIB du T2 2024 était même inférieur au pic du T3 2022 (de 0,5%). Entre ces deux dates, la consommation privée a diminué de 0,9% et l'investissement de 4,2%. La demande extérieure n'offre pas de relai. On observe juste que les exportations se replient moins que les importations (-0,6% contre -2,8%). Or, dans le même temps, aucun autre pays de la zone euro n'a enregistré une telle stagnation. Ces chiffres soulignent donc une sous-performance majeure de l'Allemagne.

LA RÉCESSION INDUSTRIELLE EST DE RETOUR

Durant cette période, l'industrie allemande a connu deux récessions. La deuxième est en cours. En Allemagne, industrie et construction représentent près du tiers du PIB (contre un cinquième en France). Leur impact sur la croissance est donc notable. Après une première récession entre le T2 et le T4 2023, la production de ces secteurs avait légèrement rebondi (+0,4% t/t) au T1 2024. La contraction a repris au T2 (-1,2% t/t) et un rebond ne semble pas d'actualité. La production industrielle a atteint en juillet son plus bas niveau (hors période de Covid) depuis avril 2010. Le climat des affaires IFO dans l'industrie s'est détérioré en septembre, à un niveau (-21,6) qui n'a été plus bas que lors des récessions de 1993, de 2009 et de la période Covid.

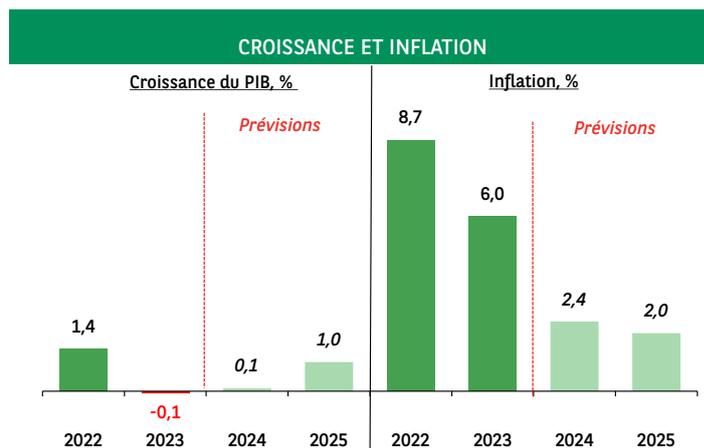
En parallèle, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est passé de 86% au T1 2022 (début de la guerre en Ukraine et du choc énergétique qu'elle a provoqué) à 77,4% au T3 2024 (après 80,2% au T2 2024). En comparaison, en zone euro, ces taux étaient de 82,8% au T1 2022, de 78,9% au T2 2024 et de 77,7% au T3 2024.

Ces évolutions sont lourdes de sens, d'autant plus qu'elles s'ajoutent au choc du Covid et à une perte d'activité notable déjà avant la pandémie : en moyenne sur les 3 derniers mois, la production industrielle était de 15% inférieure à son pic du T4 2017 (de 20% dans la métallurgie et de 19% dans l'automobile). Cette faiblesse risque d'engendrer de nouvelles fermetures de sites (déjà envisagées dans l'automobile), alors même que les capacités de production ont connu une première diminution de 6% suite à la période de Covid (inédite hors période de réunification), selon nos calculs.

LES MÉNAGES ENCAISSENT LE COUP

La situation de l'industrie grignote l'un des grands succès allemands de ces dernières années : le retour au plein emploi. Certes, le taux de chômage reste bas et la principale contrainte que rencontre le secteur des services reste le manque de main d'œuvre (davantage que le manque de demande). Toutefois, dans l'industrie, les contraintes de main d'œuvre ont reculé et le taux de chômage a rebondi, quittant son étaiage de 3% qui prévalait avant le Covid et il y a encore un an, pour atteindre 3,7% en juillet 2024. Une hausse qui pourrait se poursuivre si l'on en croit le climat de l'emploi de l'enquête IFO, qui est tombé à 94,8 en août 2024. Hors période de Covid et crise de 2008, c'est un plus bas depuis 2005, c'est-à-dire juste avant que l'entrée en vigueur des réformes Hartz ne permette une forte décre du chômage en Allemagne.

Selon l'enquête de la Commission européenne, les ménages allemands ne croient pas à une reprise de l'activité : ils ont une perception négative de la situation économique des douze derniers mois comme des douze prochains. En août 2024, seuls 6,6% des ménages projetaient un achat important dans l'immédiat selon la Commission européenne, une proportion



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

constamment en deçà de 10% depuis mars 2022, et qui n'était que très rarement passée en deçà auparavant.

La diminution de l'inflation, qui a atteint la marque symbolique de 2% a/a en août 2024 (selon l'indice harmonisé) contre 6,4% un an plus tôt, n'a pour le moment qu'un impact limité sur la confiance et la consommation des ménages. Selon Eurostat, le taux d'épargne des ménages a même augmenté, pour atteindre 21,2% au T1 2024, contre 19,9% un an plus tôt (et 18,2% fin 2019), dont près de la moitié en épargne financière (proportion inédite hors période de Covid).

À L'ORÉE D'UN SURSAUT ?

L'année 2025 verra-t-elle la fin de la stagnation ? Quelques motifs d'espoir existent, même s'ils demandent à être confirmés.

Le premier concerne la demande. L'indice des nouvelles commandes dans l'industrie a rebondi en juin-juillet. Cet indice est assez volatile, volatilité qu'une moyenne sur 6 mois permet de lisser. Avec ce calcul, un rebond transparait en juillet 2024 (+1,2% m/m). Il est certes encore limité, mais il interrompt une baisse quasi-continue depuis mai 2022.

Le second pourrait provenir du policy mix. La BCE a de nouveau réduit son taux directeur de 25 pdb en septembre 2024. En parallèle, le retour des aides à l'achat de véhicules électriques pourrait intervenir. La fin de ce soutien avait été décidée en urgence en décembre 2023, afin de réduire le déficit budgétaire (suite à l'arrêt de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe). Or, sur la période décembre 2023 - août 2024, les immatriculations de véhicules électriques ont diminué de 36%. Volkswagen a récemment annoncé la potentielle fermeture d'une de ses usines en Allemagne, ce qui constituerait une première. Suite à cette annonce, le gouvernement allemand s'est donc saisi du sujet et des mesures de soutien au secteur pourraient intervenir.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LES SERVICES SOUTIENNENT LA CROISSANCE

L'inflation et la hausse des taux d'intérêt ont entraîné un atterrissage de l'ensemble de la demande intérieure privée (ménages et entreprises), sans empêcher la croissance française de se maintenir sur un rythme modéré (1,1% en 2023, 1,2% en 2024 selon nos estimations), à la faveur d'une baisse des importations et donc d'une contribution positive du commerce extérieur. La croissance a également été soutenue par la production de services (l'investissement des entreprises en information et communication devrait même passer sous peu devant la pierre). Ce support devrait continuer de soutenir une croissance au global stable en 2025, à 1,2%.

La croissance française se serait maintenue en 2024 selon nos estimations. Un paradoxe, sachant que l'investissement des ménages et des entreprises se replie, tandis que la croissance de la consommation resterait aussi modeste en 2024 qu'en 2023, malgré la baisse de l'inflation et l'effet favorable ponctuel des Jeux Olympiques. Pour autant, la croissance se maintient sur un rythme modéré (1,2% anticipé en 2024, après 1,1% en 2023). Du point de vue de la demande, cela s'explique par une forte contribution positive du commerce extérieur (estimée à 1,1 point), d'abord parce que la France importe moins (impact positif de la baisse de la demande intérieure, en bonne partie satisfaite par des importations) et, ensuite, en raison du rebond de deux de ses excédents commerciaux principaux (aéronautique, électricité). En considérant l'offre, la production de services explique seule la croissance, alors que la construction se replie nettement et l'industrie plus modérément.

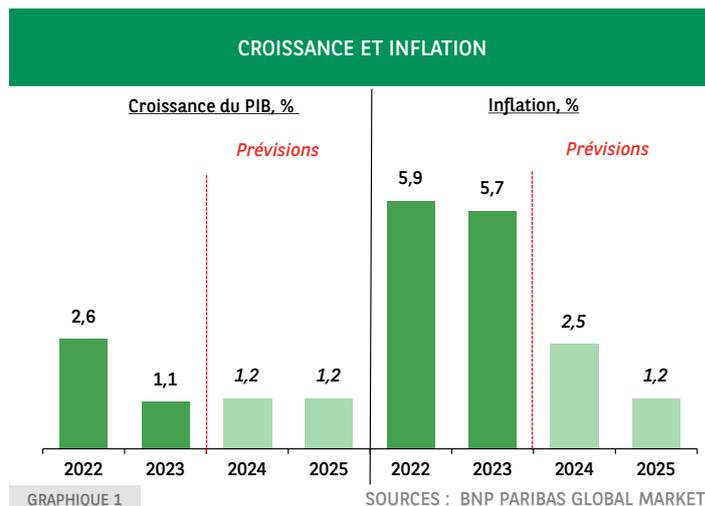
LA CROISSANCE DEVRAIT RESTER PROCHE DU RYTHME ACTUEL

Le 1^{er} semestre 2024 a été marqué par une stabilité en volume de la consommation des ménages, alors même que leur revenu disponible brut (RDB) nominal est resté bien orienté. Il progresserait même de 4,3% en 2024, selon nos estimations. Résultat, avec une désinflation désormais assez claire (2,2% a/a en août 2024, contre 5,7% un an plus tôt, selon l'indice harmonisé), le pouvoir d'achat des ménages (RDB réel) devrait avoir progressé de 1,5% en 2024 selon nos estimations. Une hausse du RDB réel, qui, combinée à l'atonie de la consommation, a favorisé une hausse du taux d'épargne (17,9% du RDB au T2).

Une sobriété sur les dépenses qui a eu un impact inattendu : le commerce extérieur français est devenu excédentaire en volume, dans les comptes nationaux trimestriels. Les importations de biens et de services sont passées en deçà des exportations depuis le T4 2023, et l'excédent n'a depuis fait que se renforcer pour atteindre près de EUR 3 mds au T2 2024. Cela peut surprendre tant la différence est forte avec ce qui ressort de la balance commerciale sur les biens telle que calculée par les Douanes (déficit de EUR 80 mds en 2024 selon nos prévisions). Mais ce chiffre est en valeur et n'intègre pas les services. L'effet prix est défavorable, comme à chaque fois que les prix de l'énergie sont élevés (ce qui reste le cas, malgré leur reflux récent). L'excédent sur les services a, quant à lui, peu évolué lorsqu'on le mesure en volume. La bonne nouvelle provient donc des biens, avec principalement les baisses des importations d'autres produits industriels (textile, biens intermédiaires, droguerie-parfumerie-hygiène) et de biens d'équipement. Ces diminutions reflètent tant un phénomène de déconsommation sur les biens (-4% par rapport à fin 2021), lié à l'inflation et qui persiste malgré la désinflation en cours, que la baisse de 4% a/a de l'investissement matériel (biens et construction) des entreprises non financières (ENF). En parallèle, le rebond des exportations aéronautiques et d'électricité a permis de rétablir les équilibres sur ces deux postes.

Au global, cet excédent commercial en volume devrait permettre à la croissance de rester proche de 1%, comme cela fut le cas en moyenne entre 2013 et 2015, dernière période où l'atonie de la demande intérieure s'était traduite par un excédent du même ordre. D'où une prévision de croissance qui serait de nouveau de 1,2% en 2025.

LE LOGICIEL DÉPASSE LA BRIQUE



La situation financière des entreprises s'est détériorée depuis un an, certes à partir d'un bon niveau. Alors que leur valeur ajoutée s'est stabilisée, la hausse du coût du travail (directe par les salaires et les charges, indirecte au travers des impôts de production sur la masse salariale) explique la baisse à 30,8% au T2 2024 de leur taux de marge (contre 33,3% il y a un an), à comparer à un niveau moyen depuis 2010 de 31,1%. Le net ralentissement de la valeur ajoutée nominale et la pression sur les marges devraient inciter les entreprises à être plus conservatrices en termes d'embauches (avec une stabilisation prévisible de l'emploi, alors que des créations élevées prévalaient encore au T1) et de salaires (le salaire mensuel brut verrait sa progression ramenée de 2,8% en 2024 à 1,6% en 2025, selon nos prévisions).

En parallèle, la remontée de la charge nette d'intérêts des entreprises a grignoté leur épargne brute, qui, au T2, ne représentait plus que 80% de leur investissement (contre un ratio proche de 100% la plupart du temps depuis près de 10 ans). Il en résulte un besoin de financement potentiel record (hors variation de stocks) au T2 (près de EUR 7 mds, soit 6% de leur excédent brut d'exploitation, EBE) que les entreprises ont pu réduire (à 3 mds, soit 2,7% de leur EBE) justement en déstockant. Nous estimons que ce déstockage devrait retirer près de 0,6 point à la croissance française cette année, après déjà -0,4 point en 2023.

Si un besoin de financement est apparu, c'est aussi parce que l'investissement des entreprises n'a que partiellement diminué. Si l'investissement matériel se contracte de 4%, l'investissement immatériel progresse de 2,7% a/a (une tendance bien établie depuis près de 10 ans). Comme un symbole, l'investissement, en volume, en logiciel (information & communication, EUR 19,7 mds au T2 2024) des ENF devrait rapidement dépasser leur investissement en construction (en repli à 19,8 mds au T2), qui avait toujours été, jusqu'alors, leur principal poste de dépenses. Une transition vers les services, qui est également perceptible dans la consommation des ménages, et qui devrait continuer de soutenir la croissance en 2025.

Stéphane Colliac

stephane.colliac@bnpparibas.com



UNE CROISSANCE STABLE MAIS MODÉRÉE

La reprise de l'économie italienne se poursuit, mais à un rythme modéré. Au T2 2024, soutenu par la demande intérieure, le PIB réel a progressé de 0,2 % t/t, tandis que la contribution du commerce extérieur a été négative. Le ralentissement de l'investissement est dû à la baisse des dépenses en logements, tandis que celles en équipements ont augmenté. La consommation des ménages a modérément augmenté. La valeur ajoutée dans le secteur des services a légèrement accéléré tandis qu'elle a poursuivi sa contraction dans le secteur manufacturier. Le marché du travail s'est nettement amélioré depuis le T2 2021. Au T2 2024, le taux d'emploi s'élève à 62,2 %, un pic historique qui reste néanmoins faible par rapport à ceux des principaux partenaires européens de l'Italie.

UNE DEMANDE INTÉRIEURE POSITIVE

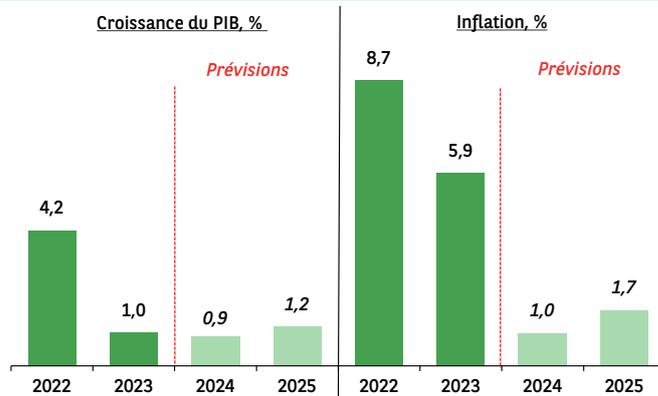
La reprise de l'économie italienne se poursuit, mais à un rythme modéré. Après avoir progressé de 0,3 % t/t au T1 2024, le PIB réel a progressé de 0,2 % t/t au T2 et de 4,7 % par rapport au T4 2019. La demande intérieure a contribué à hauteur de 0,1 point de pourcentage à la croissance, tandis que la contribution du commerce extérieur a été négative (-0,3 pp), les exportations ayant davantage baissé que les importations. De janvier à juillet 2024, les exportations italiennes vers l'Allemagne ont reculé de près de 5,5 %. La contribution des variations de stocks a été très positive, à +0,4 pp.

Au T2 2024, la consommation des ménages a progressé de 0,2 % t/t, après une hausse de 0,3 % au T1, en dépit de l'augmentation progressive de la propension à l'épargne. Malgré la persistance de l'incertitude sur les perspectives économiques mondiales et locales, la confiance des consommateurs reste supérieure à sa moyenne à long terme. Le pouvoir d'achat des ménages dépasse son niveau d'avant-COVID, le revenu nominal ayant augmenté tandis que l'inflation décelérait.

La croissance économique modérée résulte principalement du ralentissement de l'investissement (+0,3 % au T2 après +0,4 % au T1 et +2 % au T4 2023). La ventilation par postes de dépenses est mitigée, mais meilleure que prévu. L'investissement résidentiel a enregistré sa deuxième baisse consécutive, avec la fin des incitations fiscales visant à améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments. Les autres types d'investissements de construction, y compris les infrastructures et les bâtiments industriels, ont encore augmenté de 1,8 %, après une hausse de 4,6 % au T1. Malgré l'incertitude liée aux nouvelles incitations publiques en faveur des équipements en technologies de l'information et de la communication, les investissements en machines et équipements ont augmenté de 0,9 % (+18,5 % par rapport au T4 2019). Le climat des affaires s'est légèrement amélioré et reste au-dessus de sa moyenne à long terme.

La reprise de l'économie italienne par secteur d'activité demeure mitigée. Bien qu'en perte de vitesse, la valeur ajoutée (VA) dans le secteur de la construction a progressé de 0,6 % au T2, après +2,9 % au T1. La VA dans les services a légèrement accéléré, bénéficiant de la poursuite de la reprise du tourisme international. De janvier à juin 2024, le nombre de voyageurs étrangers en Italie a dépassé les 40 millions, soit 2,2 millions de plus que sur la même période en 2023. L'industrie manufacturière reste affectée par le ralentissement de la demande mondiale et des dépenses d'investissement. Au T2, la valeur ajoutée y a baissé de 1 % (-0,4 % au T1). Malgré une baisse en glissement annuel, les prix de production dans le secteur manufacturier restent supérieurs de plus de 20 % à leur niveau de début 2021. La production a encore baissé, avec une contraction généralisée à de nombreux secteurs.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UN PIC HISTORIQUE D'EMPLOI

En Italie, le marché du travail s'est nettement amélioré depuis le T2 2021. Au T2 2024, le nombre de personnes employées (donnée corrigée des variations saisonnières) a atteint 23,9 millions, soit 409 000 unités de plus qu'au T2 2023 et 873 000 de plus qu'au T4 2019, avant l'épidémie de COVID-19. L'augmentation concerne principalement les femmes : au T2 2024, il y avait 467 000 femmes employées de plus qu'au T4 2019. Grâce à ces améliorations récentes, le taux d'emploi a atteint 62 % au T2 2024, un pic historique qui reste néanmoins inférieur à celui de ses principaux partenaires de l'UE (77,6 % en Allemagne, 69 % en France, 66 % en Espagne). C'est particulièrement le cas du taux d'emploi des femmes (53,4 %) et des régions du Sud où, à 43,3 %, il reste très inférieur à celui du reste du pays. Le taux d'emploi reste fortement influencé par le niveau d'éducation. En Italie, 82,9 % des diplômés du supérieur âgés de 14 à 65 ans ont un travail. Ce taux baisse à 62,9 % chez les diplômés du lycée et à 44,9 % chez ceux qui n'ont qu'un diplôme de l'enseignement primaire ou du secondaire inférieur.

Malgré la hausse de l'offre de main-d'œuvre, dans certains secteurs, les entreprises italiennes rencontrent des difficultés pour trouver les compétences dont elles ont besoin. Au premier semestre 2024, parmi les entreprises associées à Confindustria (association d'entreprises italiennes) à la recherche de personnel, 70 % (principalement de grandes entreprises industrielles) ont signalé des difficultés à trouver des compétences liées à la transition numérique, à l'internationalisation et à la transition verte.

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnpparibas.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnpparibas.com

ESPAGNE

12

DES PERSPECTIVES TOUJOURS OPTIMISTES

Pour la quatrième année consécutive, l'Espagne restera le principal moteur de croissance en zone euro. Cette surperformance du pays devrait se poursuivre sur le reste de 2024, bien que de manière très légèrement moins dynamique qu'au premier semestre (croissance attendue de +0,6% et +0,7% t/t au T3 et T4 après +0,9% et +0,8% au T1 et T2). Le commerce extérieur, principalement tiré par la croissance toujours importante des exportations de services touristiques, continuerait de porter l'activité. De son côté, le ralentissement marqué de l'inflation (+2,4% a/a en août ; -1,2 pp sur deux mois), associé à la vigueur du marché du travail, devrait permettre à la consommation privée de reprendre graduellement du terrain.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR RESTERA LA PRINCIPALE SOURCE DE CROISSANCE

Le rebond touristique postpandémie continue de doper les exportations espagnoles (+11,2% t/t au T2). Avec 53,4 millions de visiteurs étrangers arrivés depuis le début de l'année¹ (+11,2% par rapport à la même période de l'année 2019), il est clair que 2024 marquera un nouveau record. Toutefois, la décélération progressive de la croissance des dépenses touristiques (+11,9% a/a en juillet, contre +21,8% a/a en moyenne depuis le début de l'année) tend à montrer que les exportations de services (+1,0% t/t au T2) pourraient être amenées à ralentir au cours des prochains mois.

De plus, la faiblesse des importations observée au T2 (-0,2% t/t) – induite par la baisse des exportations de produits manufacturés, qui nécessitent des intrants étrangers, mais également par la plus grande efficacité énergétique et l'augmentation de la production d'énergie renouvelable – devrait continuer de jouer positivement sur la contribution du commerce extérieur au cours des deux derniers trimestres de l'année.

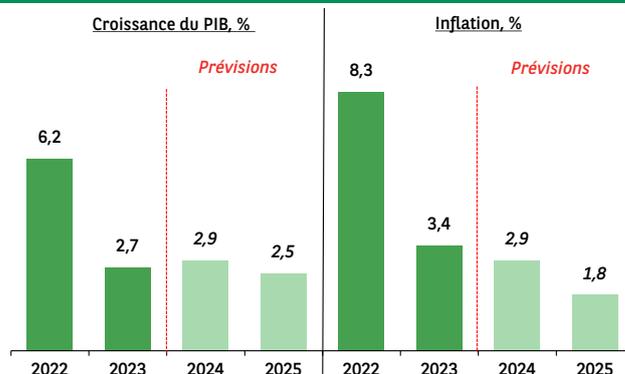
L'IMMIGRATION ALIMENTE LE MARCHÉ DU TRAVAIL

La force remarquable du marché du travail espagnol, observable depuis 2021, continue d'être l'une des sources d'explication de la croissance importante du PIB réel. Le nombre d'affiliés à la sécurité sociale ne cesse d'augmenter, atteignant 21,2 millions en août² (+1,5% depuis le début de l'année). Cette croissance a été principalement soutenue par la main-d'œuvre immigrée, qui a elle-même augmenté de 7,6% sur un an, et qui représentait au T2 14,9% du nombre total de travailleurs inscrits.

Néanmoins, comme mentionné par la Banque d'Espagne dans la dernière publication trimestrielle de ses prévisions³, des vulnérabilités structurelles subsistent. Bien qu'il ait diminué depuis 2021, le taux de chômage (11,5% en juillet) reste toujours largement supérieur à la moyenne de la zone euro (6,4%) et le nombre de chômeurs de longue durée (depuis 1 an ou plus) stagne à 1,1 million depuis début 2023. Cette stagnation, dans un contexte de vieillissement de la population active, laisse supposer qu'il s'agirait de main-d'œuvre plutôt âgée et difficile à réinsérer sur le marché du travail, ce qui rendrait la poursuite de la réduction du taux de chômage difficile dans les années à venir. Toutefois, la hausse de l'immigration devrait permettre d'adresser cette problématique de vieillissement démographique au cours des prochaines années.

¹ En juillet.
² Donnée cvs.
³ "Macroeconomic projections and quarterly report on the Spanish economy. September 2024", Bank of Spain.
⁴ Données cvs.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

VERS UN RALENTISSEMENT PROGRESSIF DE L'INFLATION QUI DEVRAIT PERMETTRE UNE REPRISE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE

L'Espagne semble progressivement venir à bout de la crise inflationniste, l'IPCH en variation annuelle ayant ralenti de 1,2 pp sur deux mois et s'établissant à 2,4% en août. Bien que l'inflation des services persiste (3,7%, +0,1 pp sur un mois), l'inflation des biens (1,1%, -1,1pp), alimentaire (2,5%, -0,6pp) et énergétique (-1,7%, -4,3pp) ont surpris à la baisse. Le maintien de la réduction de la TVA sur les produits de base jusqu'à la fin de l'année, et son extension à l'huile d'olive, ont également aidé à la désinflation. Selon nos prévisions, l'inflation harmonisée devrait ralentir à 2,4% a/a aux T3 et T4, et s'établir à 2,9% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2024.

La désinflation, associée à la robustesse du marché du travail et à la croissance des salaires (+3,7% a/a au T2), permet au pouvoir d'achat des ménages de rebondir, ce qui devrait *in fine*, stimuler la consommation privée au deuxième semestre et en 2025. Les évolutions récentes de l'enquête de confiance des consommateurs de la Commission européenne montrent que les anticipations d'effectuer des achats importants et d'acheter une voiture au cours de l'année à venir ont retrouvé leurs plus hauts niveaux depuis novembre 2019 (-20,6 et -80,3, respectivement). Néanmoins, ces tendances ont encore du mal à se retrouver dans les données dures d'activité : les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,3% (3m/3m) en juillet et les immatriculations de nouveaux véhicules ont chuté de -13,6% 3m/3m en août⁴.

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com
BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REBOND DE L'ÉCONOMIE NÉERLANDAISE AU DEUXIÈME TRIMESTRE

L'économie néerlandaise a évité de retomber en récession au deuxième trimestre, grâce à un recul moins important des exportations et à des dépenses publiques solides, comme l'avait promis le nouveau gouvernement. Néanmoins, l'inflation est plus forte que prévu et devra être surveillée, car elle pourrait devenir un frein à la consommation privée. Les perspectives restent bonnes, mais les investissements doivent poursuivre leur redressement pour compenser les pénuries de main-d'œuvre persistantes.

La croissance néerlandaise a été fortement revue à la baisse au premier trimestre, à -0,3 % en variation trimestrielle et -0,7 % en glissement annuel, en raison d'un important ajustement à la baisse des exportations de biens en volume, qui reflète notamment la faiblesse de l'Allemagne. Cette révision à la baisse de la croissance du PIB au 1er trimestre a entraîné dans son sillage les prévisions pour l'ensemble de 2024 (abaissées de 0,8 % à 0,6 %), même si la vision économique globale ne s'est pas dégradée. La croissance néerlandaise devrait rester proche de 1,3 % en 2025.

Le deuxième trimestre s'est révélé nettement meilleur que le premier, grâce au redressement des exportations et à des dépenses publiques dynamiques, comme promis par le nouveau gouvernement. Le PIB a progressé de 1 % en variation trimestrielle, ce qui se traduit par une croissance de 0,6 % en glissement annuel, en phase avec la croissance de la zone euro. Bien que la consommation privée ait été un facteur de soutien au cours des derniers trimestres, essentiellement parce que la progression des salaires a été forte et que le marché du travail est très tendu, la situation pourrait s'aggraver si l'inflation ne reflue pas dans un futur proche.

LA MAUVAISE SURPRISE DE L'INFLATION

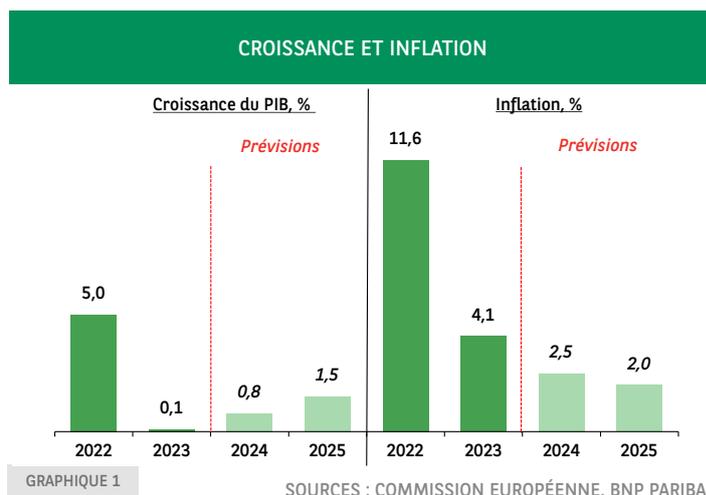
Une inflation élevée persistante pourrait en effet peser sur le dynamisme de la consommation des ménages, tandis que plusieurs pays d'Europe s'inquiètent au contraire de l'absence d'effets positifs de la baisse de l'inflation sur la consommation. Depuis mai, l'inflation aux Pays-Bas a regagné en vigueur pour atteindre 3,3 % en glissement annuel en août (+ 0,7 pp). La situation s'est détériorée plus encore du côté de l'inflation sous-jacente, en hausse de 1 pp depuis mai, à 3,5 % a/a en août. L'augmentation des loyers et des prix alimentaires explique cette évolution négative. Cette remontée inattendue de l'inflation a conduit le Bureau central du Plan à revoir à la hausse ses prévisions d'inflation, à 3,6 % et 3,2 % pour cette année et la prochaine.

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE TOUJOURS POSITIVES

Personne ne semble s'attendre à une forte détérioration des perspectives économiques, le marché du travail restant favorable, avec un taux de chômage de 3,5 % en juillet et de nombreux postes vacants (voir graphique). D'après une étude approfondie du Bureau central de la statistique des Pays-Bas, environ la moitié des chômeurs est encore en formation et beaucoup d'entre eux recherchent un emploi à temps partiel. Sans surprise, plus d'un tiers des employeurs citent la pénurie de main-d'œuvre comme principal frein à la croissance.

Cette situation positive du marché de l'emploi explique certainement la bonne tenue des indicateurs de confiance des consommateurs, qui, combinés au faible taux de chômage, continuent de peindre l'image d'une économie robuste.

Un point devrait toutefois attirer notre attention : au cours des trimestres écoulés, en glissement annuel, les exportations n'ont eu de cesse de baisser, reflétant un contexte international défavorable. Les importations de biens et de services ont beaucoup moins reculé



en glissement annuel au deuxième trimestre, ce qui a entraîné une forte diminution de l'excédent commercial, qui reste toutefois toujours largement positif (près de EUR 11 mds en juillet). La faiblesse persistante des exportations est une source de préoccupation, car une baisse potentielle de la demande étrangère de biens néerlandais pourrait finir par affaiblir l'activité économique nationale.

LES INVESTISSEMENTS DOIVENT SE RENFORCER

La production industrielle a de nouveau reculé en juillet, marquant ainsi une année complète de baisse des volumes. Ces mauvaises performances sont probablement dues à l'impact retardé de la hausse des prix de l'énergie et au contexte international défavorable, mais aussi aux pénuries de main-d'œuvre actuelles, comme le rapportent de nombreuses entreprises. Dans ce contexte, il sera essentiel que les investissements restent suffisamment importants pour contrebalancer les pénuries de main-d'œuvre si le pays veut conserver une base économique solide. Les investissements des entreprises ont clairement été affectés par les taux d'intérêt élevés de 2023. Une baisse prolongée des investissements des entreprises rendrait plus difficile la tâche de relever ces défis et pourrait freiner la croissance future.

UNE FORTE REPRISE DANS LE SECTEUR RÉSIDENTIEL

Pour finir, le marché immobilier a continué de se redresser à un rythme que peu avaient anticipé. Après une baisse de plus de 5 % en 2023, alors que la BCE resserrait les conditions monétaires pour lutter contre l'inflation, les prix sont de nouveau en hausse. En juillet, elle a atteint 10,7 % sur un an, ce qui en fait l'une des plus fortes reprises au monde. Cette progression importante des prix illustre une fois de plus le problème de la forte densité du marché immobilier auquel les Pays-Bas sont confrontés.

Sylviane Delcuve

sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com



BELGIQUE

14

PAS D'ÉCLAIRCIE EN VUE POUR LE SECTEUR MANUFACTURIER BELGE

Nos prévisions pour le troisième trimestre qui est en cours affichent une croissance belge légèrement inférieure à son rythme tendanciel. La consommation des ménages n'a pas beaucoup accéléré, tandis que les dépenses publiques ont augmenté, ce qui est typique une année d'élection. La formation brute de capital fixe, dominée par les investissements des entreprises, reste positive, mais la tendance sous-jacente est inquiétante. Les industriels belges semblent particulièrement loin d'un retour à la normale, tandis que le spectre d'un resserrement budgétaire se profile.

La croissance du PIB réel a atteint 0,2% en variation trimestrielle au T2, légèrement en dessous du 0,3% attendu, avec, notamment, une tendance sous-jacente des investissements inférieure à son potentiel. La croissance de la consommation privée reste un peu basse, alors que celle des administrations publiques progresse, comme cela est généralement le cas les années d'élection. Nous nous attendons à une croissance stable, proche de son rythme tendanciel tout au long du second semestre, car la baisse des taux d'intérêt pourrait aider à relancer les investissements des ménages dans l'immobilier. La contribution positive du commerce extérieur pourrait représenter un petit bonus, les exportations reprenant plus vite que les importations.

LA SURPERFORMANCE BELGE

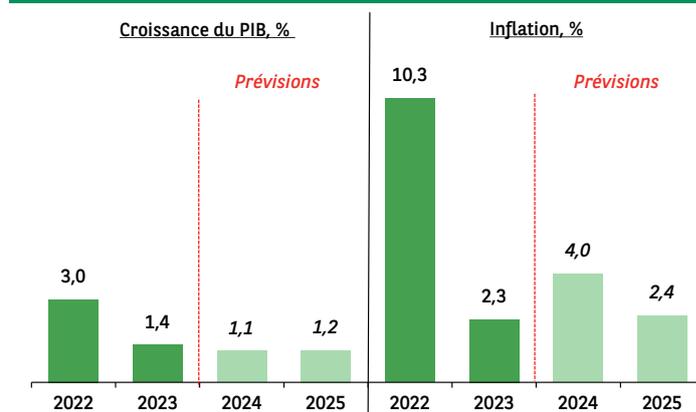
L'économie belge a bien résisté depuis le début de l'année 2022. Elle a surperformé la zone euro dans son ensemble de près de 1% en termes de croissance trimestrielle cumulée du PIB. La croissance de la zone euro a été considérablement freinée par la forte sous-performance économique de son plus grand membre : l'Allemagne. Avec une croissance trimestrielle moyenne nulle depuis début 2022, la stagnation allemande a bien entendu aussi un impact sur ses pays voisins, y compris la Belgique, qui est un partenaire commercial clé. L'Allemagne représente 14% des importations de la Belgique (seuls les Pays-Bas représentent plus) et près de 20% de ses exportations. Des simulations internes récentes suggèrent que l'ampleur du ralentissement allemand ampute la croissance belge de 0,3 à 0,4 pp. En l'absence du moteur de croissance que constitue l'Allemagne, la confiance globale des entreprises reste largement inférieure à sa moyenne historique. Concernant le secteur manufacturier, le rebond de la confiance du début de l'été a laissé la place à des inquiétudes liées à l'emploi et à la demande.

Au premier semestre, le chiffre d'affaires du secteur manufacturier accuse une baisse de 5%. Il y a toutefois une importante hétérogénéité sectorielle, les fabricants de machines, de voitures, de produits chimiques et de métaux ayant été particulièrement touchés. En revanche, les laboratoires pharmaceutiques ont vu leur chiffre d'affaires augmenter de 8%, soit la plus forte hausse parmi les producteurs. Ce secteur a récemment été cité comme étant un contributeur clé dans le rapport « The future of European competitiveness ». Le secteur pharmaceutique représente 5% de la valeur ajoutée de l'UE et plus de 10% de ses exportations. Les principaux sièges situés en Belgique sont considérés comme un facteur clé des dépenses élevées de R&D dans le pays, car il s'agit de l'un des cinq seuls États membres à dépasser l'objectif de dépenses de l'UE de 3% du PIB.

LES PROBLÈMES DU SECTEUR MANUFACTURIER

L'ensemble du secteur manufacturier a très peu contribué à la croissance du PIB depuis début 2020. En fait, il n'a soutenu l'expansion économique trimestrielle que sur 4 des 18 derniers trimestres. Parallèlement, les faillites dans le secteur sont en hausse. Sur les 12 derniers mois, les entreprises à avoir mis la clé sous la porte ont été 10% plus nombreuses qu'avant la pandémie de Covid, ce qui est bien au-dessus de la moyenne de l'ensemble de l'économie.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE: BNP PARIBAS FORTIS, BNP PARIBAS

Qu'est-ce qui pourrait aider à changer la donne pour ces industriels qui font montre de peu d'optimisme ? La baisse des taux d'intérêt est de nature à soutenir l'investissement, mais le nombre d'entreprises citant des facteurs financiers comme une contrainte sur la production a à peine bougé, alors que le « manque de demande » est à nouveau la principale préoccupation. En fait, jusqu'à la fin de l'année dernière, les investissements des entreprises étaient en voie d'accélération. Quelques transactions ponctuelles, dont celle d'un grand constructeur naval, ont brouillé les signaux depuis le début de l'année. Des informations anecdotiques recueillies par la Banque nationale de Belgique laissent toutefois penser que les réductions de coûts, induites par des marges plus serrées, sont aujourd'hui à l'ordre du jour. Avec un taux d'utilisation moyen des capacités de production de 74%, bien en dessous de la moyenne de long terme de 80%, les investissements de capacité devraient rester faibles un peu plus longtemps. La part du secteur manufacturier dans l'investissement total a chuté à son plus bas niveau en 5 ans.

Si l'assouplissement monétaire n'améliore pas le climat des affaires, la politique budgétaire pourrait-elle s'en charger ? Cela semble très improbable dans le contexte actuel, la Belgique faisant l'objet d'une procédure pour déficit excessif. Un assainissement budgétaire est indispensable, mais une première tentative de former un gouvernement à la suite des élections de juin a échoué et il est peu probable que toutes les parties concernées parviennent à un accord avant la fin de l'année. D'après les notes préliminaires reprises dans la presse, des mesures telles que l'augmentation des taxes sur l'énergie n'inspireront probablement pas beaucoup d'optimisme. Pour l'instant, les perspectives des industriels restent donc plutôt sombres.

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ROYAUME-UNI

15

TROUVER UN JUSTE ÉQUILIBRE ENTRE CROISSANCE ET CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE

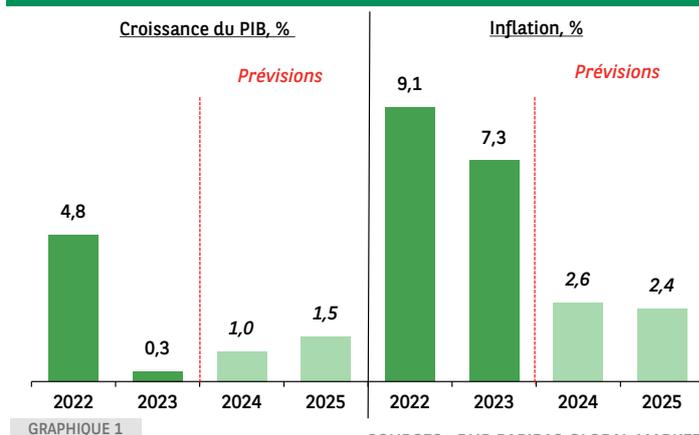
La présentation du budget le 30 octobre constituera le premier véritable test pour Rachel Reeves. La situation dégradée des comptes publics et la crise du *mini-budget* de septembre 2022, qui est dans tous les esprits, laissent *a priori* peu d'espace budgétaire à la Chancelière de l'Échiquier. La croissance britannique ralentirait au second semestre 2024 (+0,3% en rythme trimestriel). Les deux baisses de taux directeurs par la Banque d'Angleterre que nous entrevoyons en 2024 (août et novembre) permettraient à la croissance d'évoluer proche de son niveau potentiel cette année et en 2025.

La conjoncture britannique s'améliore toutefois timidement. L'activité domestique (consommation, investissement) reste peu vigoureuse, malgré la baisse de l'inflation. Le recul de cette dernière depuis le début de l'année 2024 est venu essentiellement des biens industriels, quand la déflation sur l'énergie, alimentée par les baisses du plafond des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité, est restée supérieure à 10% sur un an. Ces deux effets devraient se dissiper. Si elle reste à ce stade encore limitée, la désinflation dans les services se poursuivrait au cours de l'année 2025, permettant à l'inflation headline de se stabiliser à terme autour de la cible des 2%¹.

Le redémarrage de l'activité immobilière semble bien enclenché, avec des perspectives de ventes au plus haut depuis la crise sanitaire (enquête RICS) et des indices de prix (Halifax, Nationwide) qui ont rebondi de 2,5% en moyenne au premier semestre 2024. Le socle de cette reprise est toutefois fragile. Les effets de la hausse des taux ne se sont pas encore pleinement répercutés – les prêts à taux fixe ont notamment vu leur taux continuer d'augmenter cet été. La remontée des arriérés de paiements sur les crédits immobiliers s'est également poursuivie au deuxième trimestre (1,32%, plus haut niveau depuis 2016). Par ailleurs, les baisses de taux à venir ne régleront pas le problème de fond que constitue la hausse de l'endettement des ménages britanniques. En part de PIB, ce dernier a atteint 91,9% au T1 2024, soit 10 points de plus que le pic atteint avant la crise financière de 2008. À l'inverse des États-Unis et de nombreux pays de la zone euro où ce ratio agrégé a nettement reculé au cours des quinze dernières années, les ménages britanniques continuent de recourir assez largement au crédit, pour faire face notamment aux coûts élevés des logements dans le pays.

Du côté de la politique budgétaire, le chemin est étroit pour la Chancelière de l'Échiquier, qui cherchera à rassurer les marchés sur la capacité du parti travailliste à préserver la soutenabilité des finances publiques, tout en délivrant le surcroît d'investissements et de dépenses promis pendant la campagne législative. Un entre-deux pourrait passer par la modification des mesures de solde budgétaire et de dette publique ciblées par le gouvernement. Cela pourrait consister à sortir des dépenses de l'État certains investissements, notamment liés aux programmes créés par le Labour Party (National Wealth Fund, GB Energy). La mesure de dette publique pourrait aussi être modifiée, afin d'extraire les pertes de la BoE, au titre de son portefeuille d'actifs, qui sont couvertes par le Trésor britannique. L'OBR tablait en mars sur une réduction du déficit à 3,1% du PIB sur l'année fiscale 2024-25 (avril 2024-mars 2025), contre 4,4% l'année précédente². Cette amélioration proviendrait en partie du recul de la charge de la dette, qui s'était alourdie avec l'envolée des taux d'intérêt et de l'inflation en 2022-2023, du fait de la part importante de titres d'États britanniques indexés sur l'indice des prix (RPI)³.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

RAPPORT DRAGHI : UN CONSTAT QUI RÉSONNE AUSSI OUTRE-MANCHE

Le rapport Draghi sur le futur de la compétitivité européenne a suscité de nombreuses réactions au sein de l'UE, mais le constat de l'ancien président de la BCE, n'en demeure pas moins transposable au cas du Royaume-Uni. Avec un taux d'investissement productif (hors investissements en logements), de près de 4 points de PIB inférieur à celui des États-Unis, des gains de productivité de l'ordre de 25 points de pourcentage inférieurs depuis le début des années 2000⁴, auxquels s'ajoute une démographie moins porteuse, les leviers de croissance semblent plus limités qu'outre-Atlantique.

Si le traité d'Échange et de Coopération entre Londres et Bruxelles, qui a pris effet en janvier 2021, n'a pas conduit à un recul des investissements étrangers au Royaume-Uni⁵, un plafonnement s'est opéré. Le Brexit aurait également réduit les débouchés dans les secteurs à plus faible valeur ajoutée et fortement exposés à la concurrence internationale (textile, agriculture)⁶. Les exportateurs britanniques pâtissent, eux aussi, du ralentissement voire du recul de l'activité parmi certains de leurs grands partenaires commerciaux (Allemagne, Pays-Bas, France, Chine). En volume, les exportations de biens du Royaume-Uni ont ainsi reculé de près de 20% par rapport à leurs niveaux d'avant pandémie. Mais le tableau n'est pas totalement noir : si certains pans du secteur manufacturier semblent effectivement en difficulté, le Royaume-Uni conserve des atouts importants dans certaines industries (aéronautique, pharmaceutique) et surtout dans les services de haute valeur ajoutée que sont la finance, et les services d'information et de communication.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹ L'indice PMI pour les prix de vente dans les services a reculé en septembre à son plus bas niveau depuis février 2021.

² Des nouvelles prévisions seront dévoilées le 30 octobre.

³ En septembre 2024, 17% du stock total de Gilts était indexé sur le RPI (UK Debt Management Office).

⁴ En parité de pouvoir d'achat, la productivité horaire a augmenté entre 2020 et 2023 de 19% au Royaume-Uni contre 43% aux États-Unis (OCDE).

⁵ Voir *UK Attractiveness survey*, EY, juillet 2024.

⁶ Un rapport de l'Université d'Aston (Birmingham) estime qu'entre janvier 2021 (fin de la période de transition et entrée en vigueur du nouveau traité commercial) et décembre 2023, le Brexit a engendré une baisse des exportations du Royaume-Uni vers l'UE de 27% et une baisse des importations de 32%. Voir [Unbound: UK Trade Post Brexit | Aston University](#).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DE PLUS EN PLUS PROCHE DU TAUX NEUTRE

Au deuxième semestre 2024, la croissance helvétique devrait légèrement se modérer (0,3% t/t au T3 et 0,2% t/t au T4 d'après nos prévisions). La faiblesse persistante de ses principaux partenaires commerciaux continuera de peser sur sa croissance, mais les impacts retardés du desserrement monétaire initié en mars 2024 par la BNS devraient jouer plus favorablement. Nous anticipons que la BNS procèdera à deux nouvelles baisses de taux directeur d'ici la fin de l'année, en raison notamment, des développements favorables de l'inflation au cours des derniers mois.

AU T2, LA CROISSANCE DU PIB RÉEL A RETROUVÉ SON MEILLEUR RYTHME DEPUIS DEUX ANS

Après avoir enregistré une croissance de 0,5% t/t au T1, le PIB réel suisse a crû de 0,7% au T2, stimulé par les droits des événements sportifs (Jeux Olympiques de Paris et championnat d'Europe de football)¹ et la forte hausse de la production chimique et pharmaceutique (+8,4% t/t). Cette dernière a fortement soutenu la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (+2,6% t/t), qui progresse ainsi plus vite que son rythme historique moyen. Cependant, la valeur ajoutée des autres secteurs industriels a fléchi, à l'image des difficultés du secteur industriel observées chez ses voisins européens. Bien que l'investissement en équipement ait chuté (-1,4% t/t), la hausse modérée de l'investissement en construction (+0,5% t/t) a permis de limiter la baisse de l'investissement total (-0,8% t/t). Enfin, les composantes de consommation privée et publique sont restées faibles (+0,3% et +0,2% t/t) et inférieures à leur rythme moyen historique. Le commerce extérieur s'est en revanche avéré être un pilier important de la croissance du PIB réel au T2 (contribution de +2,3 pp).

VERS UNE LÉGÈRE MODÉRATION DE L'ACTIVITÉ SUR LA DEUXIÈME PARTIE DE L'ANNÉE

Cette reprise enregistrée au T2 ne devrait toutefois avoir qu'un impact limité sur le reste de l'année. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel suisse se modère légèrement au deuxième semestre (+0,25% t/t en moyenne au T3 et T4), principalement en raison de la faiblesse de ses principaux partenaires commerciaux (les États-Unis et la zone euro – principalement l'Allemagne).

En août, le baromètre conjoncturel du KOF Swiss Economic Institute (101,6 ; +1 point sur un mois) reste très légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (100). De son côté, bien qu'il ait fortement remonté depuis octobre 2023 (+14,3 points), l'indicateur de sentiment économique reste toujours inférieur à 100 (90,9). Enfin, l'indice PMI manufacturier a atteint 49,0 en août (+5,5 points sur un mois, plus haut niveau depuis janvier 2023), ce qui pourrait suggérer que la tendance à la baisse de la production dans le secteur pourrait bientôt prendre fin, mais que l'économie helvétique se situe toujours sur une trajectoire de reprise hésitante.

De plus, les impacts retardés du desserrement monétaire permettront d'apporter un peu de soutien à la croissance. Ces derniers devraient avoir des effets positifs sur le secteur manufacturier, qui tend à être sensible aux évolutions des taux d'intérêt.

¹ En corrigeant de l'impact des événements sportifs, le PIB réel suisse n'a progressé que de 0,5% en rythme trimestriel au T2 (après +0,3% t/t au T1).

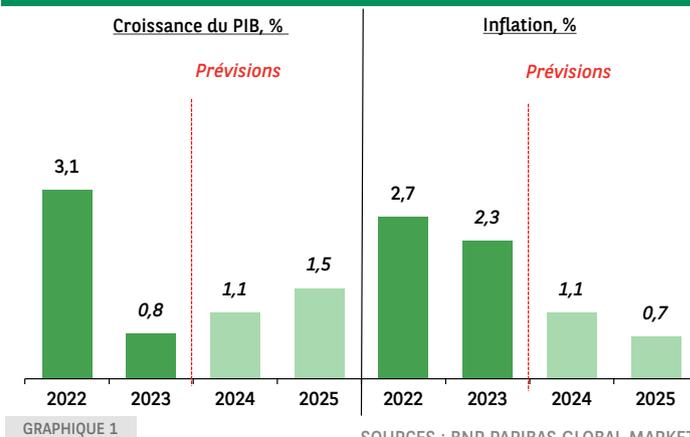
² En mars et en juin, de 25 points de base chacun à 1,5% puis 1,25%.

³ Une de ces deux baisses de taux a été réalisée le 26/09/2024 : la BNS a abaissé le taux directeur de 25pb à 1,0%.

⁴ Appréciation du taux de change effectif réel d'environ 2% depuis juin 2024.

⁵ Source : BNS quarterly Bulletin 2/2024 June.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

LA BNS DEVRAIT PROCÉDER À DEUX NOUVELLES BAISSSES DE TAUX CETTE ANNÉE

Alors que la Banque Nationale Suisse (BNS) a été la première de ses pairs à débiter sa politique de desserrement monétaire avec deux baisses de taux au premier semestre 2024², nous anticipons qu'elle procèdera à deux nouvelles baisses d'ici la fin de l'année³, en raison des développements favorables de l'inflation, et de son désir de freiner l'appréciation du Franc suisse.

Cette dernière⁴, observable depuis la baisse du taux directeur réalisée en juin, pourrait restreindre la croissance en réduisant la demande d'exportations suisse. Si cette dynamique se poursuit, la BNS pourrait faire le choix d'ajuster son taux directeur au fil des prochaines réunions.

De son côté, la désinflation se poursuit : l'IPCH a enregistré une variation annuelle de 1,0% a/a en août (-0,2 pp sur un mois), retrouvant son plus bas niveau depuis septembre 2021. Nous anticipons que l'inflation au T3 (1,1%) sera alors nettement inférieure à la dernière prévision de 1,5% de la BNS⁵. Toutefois, les pressions sur les prix persistent, et ces chiffres tendent à masquer la divergence entre l'inflation des services (2,1% a/a en août ; +1 pp) et celle des biens (-0,5% ; -0,5 pp). Malgré tout, l'inflation d'ensemble resterait dans les limites de l'objectif de 0,0% à 2,0% tout au long des années 2024 et 2025 (1,1% et 0,7% en moyenne annuelle, respectivement, d'après nos prévisions).

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com



AUSTRALIE

17

UNE ACTIVITÉ TOUJOURS CONTRAINTE

La croissance australienne subit une indiscutable baisse de régime, à mettre en relation avec le prolongement pour les ménages des contraintes liées à la hausse des prix et des taux d'intérêt, ainsi qu'avec le ralentissement de la demande en provenance de ses partenaires commerciaux asiatiques. La rigidité de l'inflation constitue pour l'heure un obstacle à l'initiation d'une détente des taux. Par ailleurs, l'afflux migratoire supporte un marché du travail toujours dynamique.

La croissance économique de l'Australie a fait l'objet d'un ralentissement significatif depuis la fin de l'année 2022. Aussi, au deuxième trimestre 2024, le PIB a progressé de +0,2% t/t pour un troisième trimestre de rang, avec la dépense publique comme contributeur principal (+0,4 pp en incluant l'investissement public), et +1,0% en glissement annuel, soit le plus faible taux de croissance depuis le T1 2020 (voire depuis 1991 en faisant exception de la parenthèse liée au Covid-19). La demande continue d'être pénalisée par la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, comme en témoigne la contraction de la consommation des ménages au T2 (-0,2% t/t), sur fond de baisse du revenu disponible par tête et de niveau dégradé de la confiance des consommateurs. De plus, après avoir soutenu l'activité en 2023, l'investissement non-résidentiel a reculé sur les deux premiers trimestres de 2024 (-0,7% puis -0,8% t/t). Par ailleurs, au premier semestre 2024, la hausse des importations joue à la baisse sur le taux de croissance ; alors que, de façon plus générale, le commerce extérieur australien fait face à la baisse des prix des matières premières dont il est exportateur (fer, charbon, gaz) et à la baisse de la demande japonaise.

Les perspectives de croissance sont modérées à court terme. Néanmoins, l'introduction des baisses d'impôts sur le revenu (taux passant, respectivement, de 19% à 16% et de 32,5% à 30% sur les deux premières tranches) devrait éviter à la consommation de se contracter davantage au second semestre 2024. Le Consensus estime que le taux de croissance annuel moyen s'élèvera à +1,2% en 2024, soit un recul de 0,8pp par rapport à 2023.

LES BÉNÉFICES DE L'IMMIGRATION SUR LE MARCHÉ DE L'EMPLOI

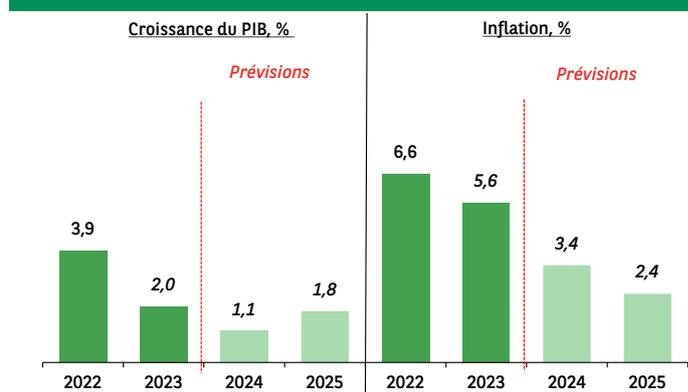
Le marché de l'emploi reste néanmoins dynamique. Si le taux de chômage a sensiblement augmenté depuis quelques trimestres, passant de 3,5% en décembre 2022 à 4,2% en août 2024, en parallèle, le nombre de personnes en emploi et le taux d'activité sont en progrès quasi-ininterrompus depuis la fin de l'année 2021. Notamment, le taux d'activité se situe, en août 2024, 1,4 pp au-dessus de sa moyenne de l'année 2019 (67,1% contre 65,7%). La croissance de la population, évaluée à +2,4% a/a en fin d'année 2023 et majoritairement induite par l'immigration, contribue à l'accroissement de la force de travail en valeur absolue (15,0 millions en août 2024 contre 13,5 millions avant la crise pandémique) et, finalement, à supporter le niveau agrégé de consommation et de production. De ce fait, malgré une dégradation du volume par tête, le PIB se maintient au niveau agrégé.

L'HEURE DE L'ASSOUPLISSEMENT MONÉTAIRE N'EST PAS VENUE

La Reserve Bank of Australia (RBA) a décidé, lors de sa réunion de septembre 2024, de maintenir le cash rate à +4,35% pour une

1 Voir Reserve Bank of Australia, Statement on monetary policy, août 2024.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

sixième réunion de rang. Ainsi, la banque centrale australienne continue d'appartenir au groupe restreint de pays membres de l'OCDE n'ayant pas encore engagé d'assouplissement monétaire. La décision de conserver une approche restrictive est principalement justifiée par des développements insuffisants en matière de désinflation. En effet, si le ralentissement de l'inflation est significatif depuis le pic de +7,8% a/a (plus haut depuis 1990) atteint lors du T4 2022, l'indice des prix à la consommation (IPC) continue de faire montre de rigidité, avec une variation annuelle de +3,8% au T2 2024 – en hausse par rapport au trimestre précédent (+3,6% a/a) – alors que la cible s'élève à 2%-3%. Le constat de rigidité s'applique également aux mesures des pressions sous-jacentes sur les prix, le *CPI Trimmed mean* (qui exclut les 30% des variations les plus extrêmes) et le *CPI Weighted median* (au 50^e percentile de la distribution), malgré leur ralentissement (respectivement à +3,9% a/a et +4,1% a/a au Q2).

Bien que la croissance ralentisse et que le taux de chômage augmente, la RBA indique qu'à ce stade, ce dernier reste « inférieur aux estimations des taux compatibles avec le plein emploi » et que « l'écart de production [*output gap*] est positif mais continue de se réduire »¹. Le marché du travail reste donc structurellement tendu, ce qui maintient une pression importante sur les salaires et les prix à la consommation. Le retour de l'inflation vers le point médian de la cible de 2%-3% ne devrait pas intervenir avant 2026, tant selon les anticipations de la RBA que celles du Consensus. Il n'est donc à ce jour pas assuré que le cycle d'assouplissement monétaire débute en 2024. Le *pricing* des marchés, au 24 septembre, n'indique que 5 pb de baisse lors de la réunion de décembre. De ce fait, la devise australienne devrait se renforcer face au dollar américain à court terme.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

18

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

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

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

Fin de période	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
E-Unis					
"Fed Funds (borne supérieure)"	4,50	4,00	3,75	3,50	3,25
Treas. 10a	3,80	3,70	3,70	3,65	3,65
Zone euro					
Taux de dépôt	3,00	2,75	2,50	2,25	2,25
Bund 10a	2,15	2,10	2,10	2,15	2,25
OAT 10a	2,88	2,80	2,85	2,85	2,95
BTP 10 ans	3,60	3,40	3,45	3,55	3,65
BONO 10 ans	2,93	2,85	2,85	2,88	2,98
Royaume-Uni					
Taux BoE	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75
Gilt 10a	3,80	3,80	3,60	3,50	3,65
Japon					
Taux BoJ	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25
JGB 10a	1,25	1,40	1,55	1,70	1,80

Taux de change

Fin de période	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
USD					
EUR / USD	1,12	1,13	1,14	1,14	1,15
USD / JPY	139	138	136	134	131
GBP / USD	1,35	1,36	1,37	1,37	1,39
EUR					
EUR / GBP	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83
EUR / JPY	156	156	155	153	151

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste

isabelle.mateosylago@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Adjointe à la cheffe économiste - Responsable

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani

États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51

anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette

Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08

lucie.barette@bnpparibas.com

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

mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



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

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

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Bulletin édité par Les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright: Monticello



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change