

ÉCONOMIES AVANCÉES

“ 2025 POURRAIT ÊTRE MARQUÉE PAR UN DÉBUT DE CONVERGENCE DES TAUX DE CROISSANCE ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA ZONE EURO MAIS PAR DES TRAJECTOIRES DIVERGENTES DE L'INFLATION ET DONC, PAR UNE DÉCONNEXION DES POLITIQUES MONÉTAIRES. ”

2025

A hand is shown pointing at a futuristic digital interface. The interface features a large '2025' at the top, a glowing blue arrow pointing upwards, and several data charts including a bar chart and a line graph. The background is dark blue with light blue and white data points and lines, creating a high-tech, analytical atmosphere.

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

ÉDITORIAL

3 À quel point 2025 se distinguera de 2024 ?

ÉTATS-UNIS

5 Vers une réaccélération de l'inflation

ZONE EURO

7 Croissance économique bridée

ALLEMAGNE

9 Les réformes ou le déclin

FRANCE

11 La croissance grignotée par les incertitudes

ITALIE

13 Pause estivale pour l'économie italienne

ESPAGNE

15 Moteur de la croissance européenne, un élan durable ?

PAYS-BAS

17 Rattrapage de la croissance

BELGIQUE

19 Les arbitrages abondent

ROYAUME-UNI

21 Reprise attendue, mais le chemin de la normalisation monétaire sera long

JAPON

23 Instabilité politique et attente de normalisation

PRÉVISIONS

25

À QUEL POINT 2025 SE DISTINGUERA DE 2024 ?

L'année 2024 touche à sa fin, mais les incertitudes politiques et économiques persistent et devraient se prolonger en 2025, sous de nouvelles formes. La plateforme programmatique de Donald Trump est connue. En revanche, les mesures qui seront effectivement mises en œuvre leur calendrier et leurs répercussions économiques font partie des grandes inconnues connues de 2025. En tout état de cause, l'incertitude en elle-même représente un frein important à la croissance l'année prochaine. Une convergence des taux de croissance entre les États-Unis et la zone euro devrait s'amorcer dans le courant de 2025, via un ralentissement de la croissance américaine. Cette dernière pâtirait des effets inflationnistes des Trumponomics et de la politique monétaire plus restrictive qui en découle, avec un *statu quo* attendu de la Fed sur les taux tout au long de 2025. En zone euro, le redressement de la croissance resterait limité et contraint mais le retour de l'inflation à la cible de 2% serait sécurisé, permettant à la BCE de poursuivre ses baisses de taux. 2025 serait ainsi marquée par un début de convergence des taux de croissance entre les États-Unis et la zone euro mais par des trajectoires divergentes de l'inflation et une déconnexion des politiques monétaires. L'année prochaine devrait aussi se distinguer de 2024 par une remontée probable des taux de chômage. La possibilité d'un sursaut européen et l'instauration potentielle de mesures plus ambitieuses pour relever les défis structurels de la région font partie des aléas positifs.

2024 n'est pas encore tout à fait terminée et les incertitudes demeurent nombreuses en cette fin d'année mais, l'attention se tourne déjà vers 2025. À quel point l'année prochaine ressemblera ou différera de cette année ?

LE POIDS DE L'INCERTITUDE

Un premier point commun est l'incertitude élevée qui pèse sur l'environnement économique. Ce n'est certes pas propre à 2024 ou à 2025 : c'est une dimension récurrente depuis quelques années, dont la nature et les sources évoluent au fil du temps, mais qui ne perd pas en intensité, au contraire. En 2024, l'issue des nombreuses échéances électorales qui ont marqué l'année faisait partie, en bonne place, de ces inconnues connues. Maintenant que les résultats de ces scrutins sont tombés, ils soulèvent toutefois d'autres incertitudes pour 2025. En premier lieu, il y a toutes celles entourant la plateforme programmatique du Président élu Donald Trump et les mesures qui seront effectivement mises en œuvre, à quelle échéance et avec quelles répercussions économiques, pour les États-Unis et le reste du monde (*voir encadré*). Et si certaines incertitudes politiques se sont dissipées, d'autres les ont remplacées, notamment en France, en Allemagne et au Japon. Le tout constituant un frein supplémentaire à la croissance¹.

AMORCE DE CONVERGENCE DES TAUX DE CROISSANCE

Sur le plan des perspectives de croissance de part et d'autre de l'Atlantique, une forme de continuité avec 2024 persisterait avec une croissance américaine qui demeurerait sensiblement plus élevée que celle de la zone euro (2,1% contre 1%, respectivement, en moyenne annuelle en 2025). Mais cela masquerait une convergence qui s'amorcerait dans le courant de 2025, via un ralentissement assez net attendu de la croissance américaine. Certes, le renforcement de la croissance de la zone euro resterait limité et contraint par un nombre accru de vents contraires² par rapport aux facteurs de soutien³. Mais 2025 marquerait tout de même une légère amélioration par rapport à 2024 (0,8%). En 2026, nous prévoyons que le ralentissement américain se prolongera (1,3%), ce qui explique en partie pourquoi nous n'anticipons pas de hausse supplémentaire de la croissance de la zone euro (1%).

L'écart de croissance avec les États-Unis s'en trouverait tout de même nettement réduit. Le Royaume-Uni et le Japon devraient voir leur économie accélérer assez nettement en 2025 (à la faveur notamment d'un double soutien monétaire et budgétaire pour le Royaume-Uni et d'une dynamique plus porteuse du revenu disponible des ménages au Japon) avant de s'essouffler à nouveau en 2026 (sous l'effet notamment des mesures protectionnistes américaines).

CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ET REMONTÉE DU CHÔMAGE

À la différence de 2024, 2025 devrait être marquée par plus de consolidation budgétaire et une remontée probablement plus nette des taux de chômage. Dans ce contexte, et malgré le soutien attendu de la baisse des taux d'intérêt et des gains de pouvoir d'achat nettement plus élevés en 2024, il apparaît difficile d'anticiper que 2025 sera, enfin, l'année du rebond de la consommation des ménages en Europe et d'une baisse franche des taux d'épargne. De ce point de vue, 2025 pourrait ressembler à 2024.

L'investissement des entreprises est aussi pris dans des vents contraires. Avec, d'un côté, la détente des conditions de financement et les besoins toujours impérieux en matière de digitalisation et de verdissement des appareils productifs. Et, de l'autre, certains signes de dégradation de la situation financière des entreprises, la fragilité de la demande et l'incertitude prégnante. 2025, en moyenne annuelle, pourrait marquer une détérioration par rapport à 2024 sur cette composante de la croissance. *A contrario*, l'investissement résidentiel des ménages et, par ricochet, le secteur de la construction, pourraient un peu plus profiter de l'assouplissement des conditions de crédit et amorcer une sortie de crise. Le secteur automobile européen, nous l'espérons, pourrait aussi commencer aussi à sortir du marasme. Au niveau de l'ensemble du secteur industriel, un début de sortie de récession apparaît toutefois assez incertain. 2025 devrait être encore une année difficile, potentiellement dans une moindre mesure, pour l'industrie dans son ensemble (l'aéronautique semblant se distinguer par des perspectives plus positives). La dichotomie entre les difficultés de l'industrie et le rôle moteur des services, une des caractéristiques de 2024, devrait vraisemblablement se prolonger en 2025.

¹ Voir par exemple les travaux récents de l'OFCE sur la quantification du coût économique de l'incertitude (https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241203_RS/, 3 décembre 2024).

² Incertitude accrue sur la politique commerciale, affaiblissement de la croissance potentielle allemande, consolidation budgétaire française, droits de douane plus élevés.

³ Hausse des revenus réels, assouplissement des conditions de crédit, dynamisme de l'Europe du Sud, poursuite des déboursments des fonds NGEU, hausse probable de certaines dépenses budgétaires (défense, décarbonation).



INFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE SUR DES TRAJECTOIRES DIVERGENTES DE PART ET D'AUTRE DE L'ATLANTIQUE

Ce qui distinguera surtout 2025 de 2024, d'après nos prévisions, ce sont les trajectoires divergentes de l'inflation entre les États-Unis et la zone euro et, par conséquent, la déconnexion des politiques monétaires.

Nous nous attendons à ce que l'inflation américaine reparte à la hausse à compter du T2 2025 sous l'effet des *Trumponomics 2.0*, contrariant la poursuite du cycle de baisses de taux engagé par la Fed en septembre 2024. Compte tenu de la nature de cette nouvelle poussée inflationniste et du contexte économico-financier qui demeure favorable, la Fed ne pourra pas « regarder au travers ». Après une dernière baisse de 25 points de base attendue lors du FOMC de décembre, elle opérerait pour un statu quo monétaire prolongé sur les *Fed Funds*, dont la fourchette cible resterait donc 4,25-4,50% jusque mi-2026. Elle reprendrait alors ses baisses de taux (nous en anticipons deux, de 25 pb), une fois le pic d'inflation atteint d'après nos prévisions. Même si l'inflation reste élevée, le passage de la croissance américaine sous son rythme potentiel autoriserait la Fed à être plus « *forward-looking* ».

Du côté de la zone euro, les pressions désinflationnistes devraient l'emporter et le retour à la cible de 2% serait sécurisé en 2025, permettant à la BCE de poursuivre le desserrement graduel de sa politique monétaire jusqu'à la neutralité en milieu d'année prochaine. Concrètement, après quatre baisses de taux de 25 pb en 2024, la BCE devrait continuer sur ce rythme lors de chacune des réunions à venir et procéderait donc à quatre nouvelles baisses de taux en 2025. Ce qui porterait le taux de dépôt à 2% en juin, un niveau correspondant au point médian de notre intervalle du taux neutre. Il est toutefois probable que la BCE aille en-deçà de ce taux neutre et passe en zone de politique accommodante si l'économie s'affaiblit plus que nous ne l'anticipons.

Dans l'ensemble, autour de ce nouveau scénario économique central, il y a plus de risques baissiers qu'haussiers. On conclura toutefois en pointant, parmi les aléas positifs, la possibilité d'un sursaut européen et d'une mise en œuvre de mesures plus ambitieuses pour répondre aux défis structurels de la région⁴.

Achévé de rédiger le 13 décembre 2024

Hélène Baudchon

helene.baudchon@bnpparibas.com

⁴ Lire à ce propos, l'édito d'Isabelle Mateos y Lago, [À quelque chose malheur \(européen\) est bon](#), 12 novembre 2024.

TRUMP 2.0: DES EFFETS NÉGATIFS DIRECTS DIFFÉRENCIÉS, DES EFFETS NÉGATIFS INDIRECTS DIFFUS

S'agissant des États-Unis, notre scénario central repose sur une mise en œuvre quasi intégrale de la plateforme économique de D. Trump, selon les hypothèses suivantes : hausse de 25 points de pourcentage (pp) des droits de douane sur les biens chinois (qui atteindraient un taux effectif d'environ 40%) : +10 pp au T1 2025 et les 30 pp restants étant mis en œuvre à compter du T3 2025 et étalés sur quatre trimestres; hausse de 3 pp en moyenne des droits de douane sur les autres pays (avec un taux effectif global qui s'approcherait de 5%), à compter du T4 2025 et introduite sur quatre trimestres. Certains pays, comme le Canada et le Mexique, échapperaient, à court terme, aux hausses. Celles-ci ne porteraient pas non plus sur les biens dont les prix sont particulièrement visibles, comme le pétrole ou les biens alimentaires non transformés. Les baisses d'impôts du TCJA sont prolongées et combinées à des baisses de dépenses publiques, principalement dans les programmes sociaux, dont certaines en 2025-2026. Par rapport à 2024, l'impulsion fiscale serait modestement négative. En termes d'immigration, le flux, net des sorties, des entrées irrégulières baisserait à environ 300 000 en 2025 (contre 1 million à date en 2024 et à comparer à un flux net négatif de 129 000 en 2019). Il n'y aurait pas de départs involontaires de masse. En termes de déréglementation, cela prendrait la forme d'une pause générale sur de nouvelles règles, une rationalisation des processus administratifs et des mesures ciblées de déréglementation pour soutenir l'investissement, en particulier dans le secteur énergétique.

L'impact net (effets positifs moins négatifs) sur la croissance américaine de ce programme serait d'abord positif sur les six premiers mois environ de 2025. L'économie américaine continuerait de donner des signes de résilience, soutenue par l'optimisme post-élections, avant de commencer à pâtir plus visiblement de la politique économique menée par la nouvelle administration Trump, via notamment ses effets inflationnistes et la politique monétaire plus restrictive qui en découle.

De manière qualitative, s'agissant des autres grandes économies avancées étudiées dans notre publication, parmi les pays européens, l'Allemagne et l'Italie ressortent comme les plus vulnérables aux hausses de droits de douane. Et ce, compte tenu de l'étroitesse de leurs liens commerciaux avec les États-Unis, de l'ampleur de leurs excédents commerciaux bilatéraux et de leur spécialisation sectorielle. Les Pays-Bas sont dans un entre-deux : les États-Unis ne sont que la 5^e destination des exportations néerlandaises, ils enregistrent un excédent commercial important avec les Pays-Bas mais ceux-ci sont aussi une plaque tournante pour les échanges commerciaux européens.

La France apparaît en revanche assez peu exposée de manière directe, le commerce bilatéral franco-américain étant plutôt équilibré. La dépendance mutuelle des deux pays sur l'aéronautique devrait aussi protéger ce secteur particulier. Pour la Belgique et l'Espagne, les conséquences directes ne devraient être, de même, que limitées, ces deux pays exportant relativement peu vers les États-Unis. Le poids des services dans l'économie espagnole est un autre élément protecteur, ce secteur étant a priori non concerné par l'accroissement des tarifs. Le Royaume-Uni n'apparaît pas non plus très vulnérable : s'il y a un excédent commercial avec les États-Unis, il est très faible, et le Royaume-Uni, comme l'Espagne et la France, est un pays de services.

En dehors de l'Europe, le Japon apparaît doublement exposé, les États-Unis constituant le premier marché à l'exportation et la Chine le deuxième. Si les effets directs sont plus limités pour certains pays que pour d'autres, tous seront impactés négativement et surtout par l'incertitude ambiante, mais aussi par les effets de second tour (via les intrants et la moindre croissance des partenaires européens) et en cas d'une escalade et de mesures de rétorsion. Le bilan net sur l'inflation apparaît aujourd'hui indéterminé, entre les effets haussiers (dus aux droits de douane et via la dépréciation des devises vis-à-vis du USD), baissiers (affaiblissement de la demande, pressions désinflationnistes voire déflationnistes chinoises) et les comportements de marges des entreprises (en capacité ou non de les préserver). La BCE et la BoE devraient pouvoir poursuivre leur détente monétaire, en se concentrant sur les risques baissiers sur la croissance, et la BoJ son resserrement très progressif.



VERS UNE RÉACCÉLÉRATION DE L'INFLATION

Une année 2025 pleine de bouleversements devrait succéder à une année 2024 marquée par une croissance dynamique et le début d'un cycle d'assouplissement monétaire. Alors que la croissance est attendue en ralentissement vers son niveau de long terme, les projets politiques associés au changement de président et de majorité au Sénat suggèrent un agrandissement du risque inflationniste. Par conséquent, la Réserve fédérale devrait mettre un terme prématuré aux baisses de taux.

ENTRE RÉSILIENCE ET « EXCEPTIONNALISME »

Le dynamisme de l'économie américaine ne s'est pas démenti au troisième trimestre, ce qu'illustre la stabilité du taux de croissance du PIB à +0,7% t/t. La consommation des ménages constitue, plus que jamais au cours de ce cycle, le moteur de la croissance. Elle est portée par le rattrapage des revenus réels : la variation annuelle du revenu horaire moyen dépasse celle de l'indice des prix à la consommation depuis mai 2023, et elle est préservée par une détérioration limitée du marché du travail (voir section suivante)

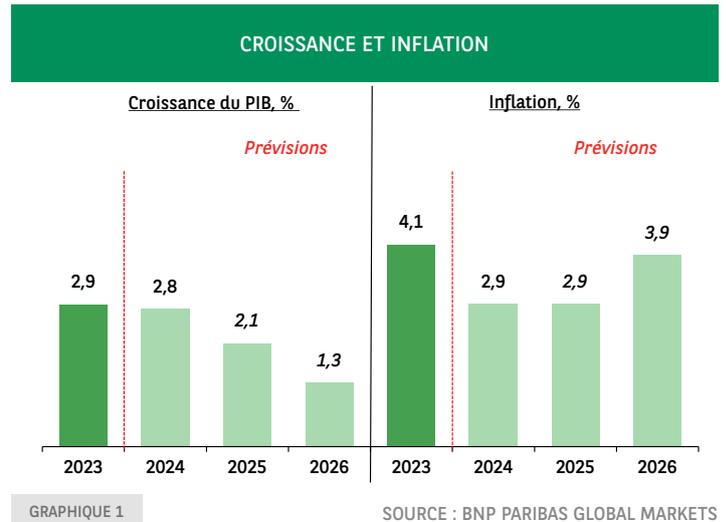
L'activité économique des États-Unis s'est, globalement, montrée particulièrement résiliente face au resserrement monétaire, quoique les pleins effets retardés de celui-ci doivent encore se manifester, notamment par le canal du crédit immobilier. Quant à l'écart de croissance avec ses homologues des pays développés, son importance renvoie à la notion « d'exceptionnalisme » américain. En effet, nous anticipons un taux de croissance annuel moyen de +2,8% pour les États-Unis en 2024, contre +0,8% pour la zone euro et -0,2% pour le Japon. L'écart se résorberait toutefois quelque peu en 2025, puisque les avancées trimestrielles du PIB américain ralentiraient vers leur niveau de long terme, à +0,5% t/t au T1 puis +0,4% lors des trimestres suivants. Par conséquent, le taux de croissance annuel moyen se réduirait à +2,1%.

Notre scénario central évolue de l'atterrissage en douceur (*soft landing*) vers le rebond de l'inflation. La variation annuelle des prix aurait dû continuer de tendre vers sa cible de 2% sans que cela ne s'accompagne d'une récession économique. Néanmoins, le résultat des élections et l'évaluation de ses implications en matière d'inflation (voir la partie associée) suggèrent une réaccélération de l'inflation à partir du T2 2025. Ceci aura également pour conséquence de jouer à la baisse sur la croissance, principalement à partir de 2026.

EMPLOI : ÉVITER LE DÉRAPAGE

Les indicateurs relatifs au marché de l'emploi continuent de refléter un net refroidissement de la situation de fortes tensions qui prévalait au début du resserrement monétaire (T1 2022). Les créations d'emplois salariés non-agricoles, au-delà de l'importante variabilité mensuelle (ex : +78k en août, +223k en septembre), font état d'un ralentissement patent en rythme annualisé (moyenne mobile sur 12 mois). Celui-ci est à +190k en novembre. Quant au rapport entre les emplois vacants et les personnes sans emploi (dit « *ratio v/u* », l'une des jauges les plus scrutées en matière de tensions sur le marché du travail), il s'élève à 1,1 en début de T4 2024, contre plus de 2,0 lorsque fut initié le relèvement de la cible de taux en mars 2022. Enfin, le taux de chômage est progressivement remonté en 2024, jusqu'à déclencher furtivement le signal récessif de ladite « règle de Sahm ». Il s'élève actuellement à 4,1% (+0,4pp YTD).

Cependant, cette tendance baissière n'est pas synonyme d'une situation inquiétante dans l'absolu. En réalité, l'état des indicateurs mentionnés ci-dessus suggère un marché moins tendu mais toujours dynamique. Le rythme actuel des créations nettes d'emplois est plutôt



robuste, tandis que le ratio *v/u* ne se situe que légèrement en deçà de ses standards pré-pandémiques. Quant au taux de chômage, il demeure inférieur à l'estimation de son niveau neutre (4,4% selon le Congressional Budget Office) ; et la part des personnes sans emploi à la suite d'un licenciement dans le total des individus concernés reste en deçà du cumul des départs volontaires et des nouveaux entrants ou des retours sur le marché. À ce titre, l'annonce du cycle d'assouplissement monétaire, en septembre, avait pour objectif préventif d'éviter une plus ample détérioration pouvant, elle, se révéler plus problématique pour la croissance.

LE NOUVEAU RISQUE INFLATIONNISTE

La désinflation américaine poursuit son chemin mais a quelque peu perdu en vigueur. Les données les plus récentes de l'IPC (novembre 2024) font état d'une légère remontée de l'indice total à +2,7% a/a (+0,1pp), tandis que l'inflation sous-jacente est stable, à +3,3% a/a. Les dynamiques sous-jacentes, mesurées par le rythme en 3m/3m annualisé, sont relativement défavorables, étant à la hausse sur les deux dimensions. L'inflation des services de logement et hors logement non-énergétiques observe une tendance généralement baissière, mais le potentiel de décélération des premiers pourrait se voir contraint par des taux réels plus hauts pour plus longtemps.

Surtout, les projets politiques prêtés à la future administration Trump sont associés à une hausse significative du risque inflationniste. Les principaux canaux seraient la politique commerciale, avec un impact final des hausses de droits de douane supporté par le consommateur, et la politique migratoire, avec des pressions à la baisse sur l'offre de travail liées à une diminution sensible du nombre d'entrées qui, en retour, renforceraient les tensions sur le marché de l'emploi. La réaccélération de l'inflation devrait prendre corps à partir du T2 2025



(+2,6% a/a, contre +2,4% au T1) avant de se poursuivre, graduellement, jusqu'au milieu de l'année 2026 (+4,0% a/a au T2 2026). Il en résulterait des conséquences négatives pour la croissance, par compression des revenus réels et par effet de second tour sur les conditions financières (voir section sur la politique monétaire).

LE DÉFICIT PERMANENT

L'absence de consolidation budgétaire après le soutien lié à la crise pandémique a installé le déficit public des États-Unis à de nouveaux standards, particulièrement élevés historiquement. Les projections les plus récentes (juin 2024) du Congressional Budget Office (CBO) estiment ce dernier à 7,0% du PIB en 2024, avant une moyenne de 6,2% sur la période 2025 - 2034, nourrissant d'autant plus la hausse du ratio d'endettement public. Au surplus, la victoire de Donald Trump s'accompagne de risques à la hausse sur les finances publiques : les travaux du Committee for a Responsible Budget estiment à +18pp l'écart du ratio de dette/PIB à horizon 2035 du fait des projets du nouveau président par rapport aux estimations actuelles du CBO.

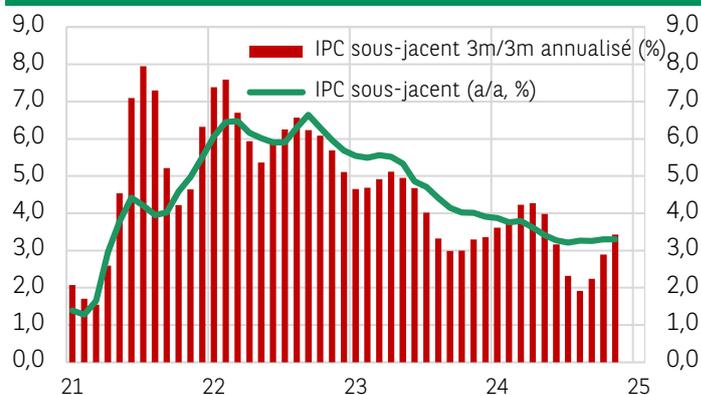
L'année 2025 devrait voir la prolongation du *Tax Cuts and Jobs Act*, entré en vigueur en 2018 et dont les dispositions non-permanentes arrivent à expiration à la fin de l'année. Un impact positif en matière de croissance, certes modéré, peut être espéré par le canal de l'investissement. Néanmoins, l'économie américaine évolue actuellement proche du plein-emploi, réduisant ainsi l'efficacité potentielle des plans fiscaux de Donald Trump. En revanche, l'impact pour les finances publiques sera très certainement négatif du fait d'un abandon de recettes dont il serait irréaliste d'attendre une compensation ultérieure par un accroissement de la base taxable.

En parallèle, la configuration du 119^e Congrès (2025 - 2027, Sénat et Chambre des représentants majoritairement républicains) permettra, en toute vraisemblance, une résolution rapide de la question du plafond de la dette, dont la suspension expire en janvier 2025, par le biais d'un relèvement de ce dernier.

UN ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE QUI A FAIT LONG FEU ?

Les développements comparés sur les plans de l'inflation et du marché de l'emploi ont induit un rééquilibrage des risques entourant le mandat dual de la Réserve fédérale. Dès lors, cette dernière a pu initier un cycle de détente de ses taux d'intérêt, avec une première baisse importante de 50 pb en septembre suivie, en novembre, d'une baisse plus habituelle de 25 pb, portant la cible de taux à +4,5% - +4,75%.

LE NOUVEAU RISQUE INFLATIONNISTE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLS, BNP PARIBAS

Cependant, cette phase de détente devrait s'interrompre à court terme. La combinaison d'une croissance robuste, du momentum haussier de l'inflation et du refroidissement contenu du marché de l'emploi rend, pour l'heure, de nouvelles baisses « non urgentes » de l'aveu de Jerome Powell. Mais, surtout, la réaccélération de l'inflation à partir du T2 2025 devrait contraindre la Réserve fédérale à maintenir une politique monétaire restrictive.

Nous attendons une dernière baisse de taux (-25 pb) lors de la réunion de décembre du FOMC, avant que la cible de taux ne demeure tout au long de l'année 2025, à +4,25% - +4,5%. Par ailleurs, la dernière réunion de 2024 sera l'occasion de la publication du premier *Summary of Economic Projections* (SEP) depuis la séquence électorale. Ainsi, si Jerome Powell affirme que la Fed ne « spéculer pas, ne deviner pas, ne supposer pas » et ne sera pas influencée par les projets politiques tant qu'ils ne sont pas mis en œuvre, les nouvelles projections pourraient contenir des indications précieuses quant à la vision des membres du comité de politique monétaire.

Achévé de rédiger le 11 décembre 2024

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

TRUMP 2.0

Donald Trump sera de retour à la présidence des États-Unis pour un mandat de quatre ans débutant le 20 janvier 2025, à la suite d'une ample victoire lors de l'élection présidentielle. L'ancien et futur président a remporté le vote populaire et l'intégralité des sept États-clés. Dans le même temps, les Républicains ont conservé le contrôle de la Chambre des républicains et reprennent la majorité au Sénat. Cette configuration, dite du « trifecta », va doter le nouveau président d'une marge de manœuvre certaine pour mener à bien ses plans politiques.

Si ce retour ne vient sans incertitude quant au calendrier et à l'échelle de l'implémentation du programme, les fondamentaux de Trump sont centrés autour de quatre piliers : le protectionnisme commercial (droits de douane), les baisses d'impôts (*Tax Cuts and Jobs Act*), des prises de position particulièrement agressives sur les questions migratoires (reconduites massives à la frontière, réduction substantielle des entrées nettes) et la déréglementation - cette dernière s'appliquant également aux questions environnementales.

Néanmoins, l'élection de Trump en 2024 intervient dans un environnement macroéconomique résolument différent de celui de 2016. Ceci est illustré par une inflation au-dessus de sa cible ainsi que par des métriques budgétaires (déficit et dette publics en pourcentage du PIB) et des taux d'intérêt substantiellement plus élevés. Cela participe de notre scénario sur les risques inflationnistes associés aux projets politiques du président élu.



ZONE EURO

7

CROISSANCE ÉCONOMIQUE BRIDÉE

Le virage protectionniste qui s'annonce aux États-Unis, les difficultés structurelles dans l'industrie et l'instabilité politique en France et en Allemagne limiteront les marges de progression de l'activité économique dans la zone euro en 2025. Néanmoins, le marché du travail résiste dans bon nombre de pays (le taux de chômage en zone euro reste à un niveau historiquement bas). De plus, le retour à la cible de l'inflation et la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt amortiront une partie du choc. Dans ces conditions, un léger renforcement de l'activité en zone euro reste envisagé, à 1,0% en 2025, avec des écarts de croissance à nouveau importants entre les États membres.

DES PERSPECTIVES DE RENFORCEMENT DE LA CROISSANCE PLUS INCERTAINES

Le scénario d'un durcissement des mesures protectionnistes américaines demeure, pour l'heure, un risque. Si toutefois cette politique sera probablement mise en œuvre au moins en partie, celle-ci n'affectera pas les pays de la zone euro de façon uniforme. Les poids lourds industriels que sont l'Allemagne, l'Italie ou encore l'Irlande, qui exportaient en 2023 l'équivalent de 3% ou plus de leur PIB en marchandises vers les États-Unis, et qui enregistrent de larges excédents commerciaux (principal point d'attention de l'administration Trump) seraient plus durement touchés. Néanmoins, des accords commerciaux sont à terme possibles, tandis que la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, le renforcement attendu des effets des fonds de relance européens sur l'investissement (voir encadré) soutiendront la demande intérieure. Les écarts de croissance entre les États membres se resserreraient en 2025 sans pour autant modifier l'ordre établi en 2024. L'Espagne devrait à nouveau tirer la moyenne de la zone euro vers le haut, l'Italie et la France se situeraient autour de la moyenne, tandis que le redressement serait plus poussif en Allemagne.

MARCHÉ DU TRAVAIL : LA PÉRIPHÉRIE FAIT DE LA RÉSISTANCE

Le marché du travail a fait preuve d'une résilience remarquable en 2024 avec près d'un million d'emplois supplémentaires créés dans la zone euro au cours des trois premiers trimestres de l'année, et une croissance stable d'un trimestre sur l'autre autour de 0,2%. En Espagne et en Italie, les gains en matière d'emplois restent soutenus, contrebalançant ainsi les baisses observées en France et en Allemagne. Le marché du travail en zone euro se refroidit mais reste tendu, le taux d'emploi vacant évoluant au T3 2024, encore légèrement au-dessus de l'avant-Covid¹. Dans ces conditions, la remontée du taux de chômage au niveau agrégé de la zone euro devrait être assez limitée en 2025, portée notamment par la résilience de l'activité au sein des économies périphériques. Néanmoins, si les dégradations déjà perceptibles en Allemagne et en France venaient à s'amplifier, cela aurait des répercussions sur le reste de la zone euro.

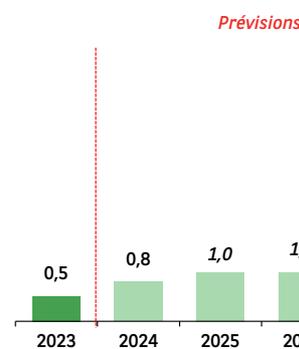
POLITIQUE MONÉTAIRE : LA MOITIÉ DU CHEMIN PARCOURUE

Avec quatre baisses en 2024, dont la dernière en date du 12 décembre, le processus de normalisation de la politique monétaire en zone euro est à mi-parcours au regard de nos prévisions. La stabilisation des taux au niveau du taux neutre, que nous estimons autour de 2%, serait atteinte en juin 2025. Néanmoins, en cas de fragilisation plus marquée de la croissance, il n'est pas à exclure que la BCE procède à une baisse plus importante des taux, ce que certains membres du *board* de la BCE n'ont pas manqué de rappeler².

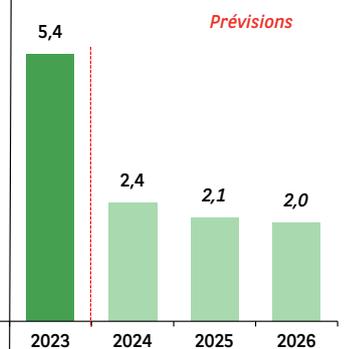
¹ Selon Eurostat, le taux d'emploi vacants en zone euro se situait à 2,6% au T3 2024 contre 2,5% au T4 2019.
² Voir article du Financial Times, *ECB must commit to faster rate cuts, says Bank of Italy Governor*, 19 novembre 2024.
³ Données corrigées des variations saisonnières.

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

En parallèle, la BCE accélérera à partir de janvier 2025 son resserrement quantitatif, avec l'interruption complète du programme de réinvestissement des titres du portefeuille PEPP arrivant à maturité.

INFLATION : VERS LE BAS PLUTÔT QUE VERS LE HAUT

Après une phase de désinflation séquencée depuis deux ans (centrée d'abord sur l'énergie, puis sur les biens industriels et alimentaires), ayant permis à l'inflation de refluer sous les 2% a/a en septembre, cette dernière est repartie à la hausse en raison d'effets de base défavorables sur l'énergie. L'inflation sous-jacente, tirée par les services, est restée globalement stable depuis le printemps 2024. Une perte de dynamisme s'observe néanmoins sur l'IPC services, avec une baisse du 3m/3m annualisé à 1,3% en novembre, le rythme le plus faible depuis août 2021³. Le scénario d'un rapprochement progressif de l'inflation sous-jacente vers la cible des 2% reste donc intact. Par ailleurs, les anticipations d'inflation médianes des ménages sont nettement retombées (2,1% en octobre pour les anticipations à trois ans), ce qui est cohérent avec une poursuite du ralentissement du côté des salaires. Une hausse des droits de douane aux États-Unis aura des effets limités sur l'inflation en zone euro : une baisse de l'euro induite par cette politique, qui sera de nature à alimenter l'inflation au sein de l'union monétaire, se trouvera contrebalancée par les effets négatifs sur l'activité.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : L'AUTRE GRAND ÉCART

En 2025, la politique budgétaire devrait être modérément restrictive en zone euro, avec une maîtrise plus importante des dépenses courantes, notamment en Italie. Le cas de la France reste suspendu à l'adoption


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

d'un budget. La situation dégradée des finances publiques des pays sous le coup d'une procédure de déficit excessif⁴ ne doit pas faire oublier que, dans son ensemble, la consolidation budgétaire en zone euro se poursuit. Le déficit public devrait se rapprocher des 3% du PIB en 2024, contre 3,6% en 2023. En Italie, le déficit baissera drastiquement en 2024, en raison de la réduction du *Superbonus* et des aides sur l'énergie. Au Portugal et en Grèce, la consolidation budgétaire et le désendettement du pays reste un axe politique majeur, qui devrait déboucher sur une nouvelle hausse de leurs excédents primaires en 2024.

🔄 DÉFIS STRUCTURELS : UN SOCLE PRODUCTIF À REBÂTIR

Pour la zone euro, le défi principal reste celui de bâtir une croissance reposant davantage sur l'investissement productif et les gains de productivité. Entre 2002 et 2023, les gains de productivité horaire du travail en zone euro ont progressé en moyenne chaque année de 0,7% (contre +1,6% aux États-Unis⁵). Cette dynamique plus faible s'explique avant tout par un écart dans les investissements intangibles (logiciels, R&D) qui n'a eu de cesse de se creuser depuis près de vingt ans. Aujourd'hui ces investissements représentent plus de 6% du PIB aux États-Unis (T2 2024) contre 3 à 4% en zone euro.

📦 COMPTES EXTÉRIEURS : L'EXCÉDENT DU COMPTE COURANT, UN SOUTIEN À L'EURO

Les comptes extérieurs de la zone euro restent solides. En cumulé sur douze mois, le compte courant a enregistré un excédent de EUR 425 mds en septembre, soit près de 3% du PIB de la zone euro⁶. Bien que l'excédent commercial du poste « machines et équipements » a sensiblement baissé par rapport à ses niveaux records de 2014, en raison notamment de la concurrence chinoise sur ce segment, l'excédent des produits chimiques – composés en grande partie de produits pharmaceutiques – a plus que doublé au cours de la décennie. La vigueur de l'activité touristique tire de son côté l'excédent sur les services qui atteint des niveaux records. L'excédent du compte courant reste un soutien à la devise et au taux de change effectif, qui après une période de baisse entre 2008 et 2015 a eu tendance à s'apprécier depuis.

Achevé de rédiger le 06 décembre 2024

Guillaume Derrien

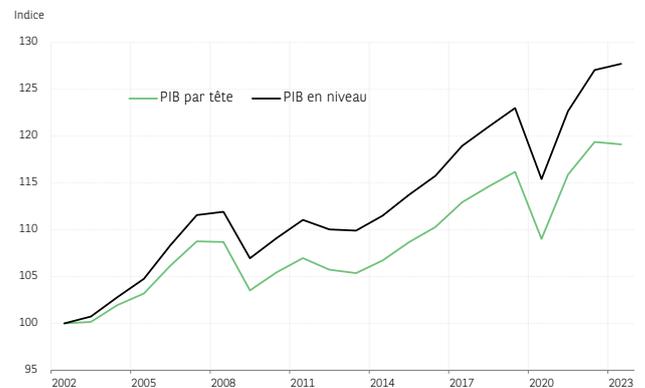
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

⁴ Belgique, France, Italie, Malte, Slovaquie.

⁵ Source OCDE. Données constantes (base 2015) en parité de pouvoir d'achat.

⁶ Calculé par rapport au PIB courant de 2023.

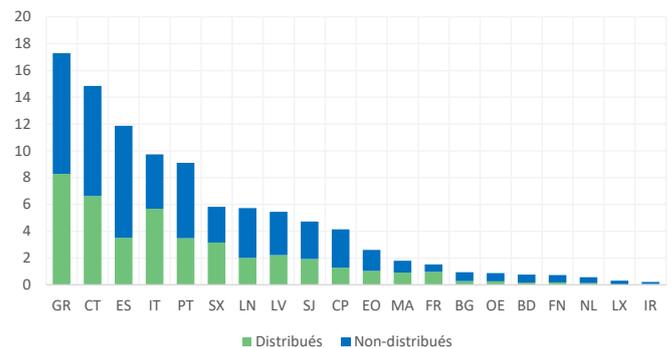
ÉVOLUTION DU PIB EN ZONE EURO (INDICE 2002=100)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

VERSEMENT DES FONDS DE RELANCE EUROPÉEN (% PIB)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

🔍 FONDS DE RELANCE EUROPÉEN : UNE MONTÉE EN PUISSANCE ATTENDUE EN 2025

Près de quatre ans après son entrée en vigueur (février 2022), la *Facilité pour la reprise et la résilience* ou *FRR*, communément appelée « fonds de relance européen », a alloué moins de la moitié de ses fonds. Début décembre 2024, EUR 270 mds avait été transférés aux États européens (EUR 95 mds sous forme de prêts et EUR 175 mds sous forme de subventions directes) sur une enveloppe totale de EUR 648 mds. Les versements devant s'étaler officiellement jusqu'à fin 2026, les deux prochaines années devraient marquer une accélération des versements, conduisant à des effets a priori plus marqués sur l'investissement. C'est d'ailleurs ce que prévoit la Commission européenne qui a cité, dans son évaluation des plans budgétaires et structurels à moyen terme¹, un taux d'absorption en hausse à 0,4% du PIB en 2025. Jusqu'à présent, les effets sur l'investissement ont été plutôt limités, et le rapport de mi-parcours publié par la Commission européenne en février 2024 a mis en avant une série d'obstacles au déploiement de ces fonds sur le terrain, principalement administratifs (coûts des procédures plus élevés, manque de ressources humaines), mais aussi des effets de substitution entre les fonds FRR et le programme de politique de cohésion de l'UE.

¹ Voir 2025 European Semester: Autumn package, Commission européenne, 26 novembre 2024.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ALLEMAGNE

9

LES RÉFORMES OU LE DÉCLIN

Après avoir surperformé entre 2005 et 2018, la croissance allemande affiche depuis une sous-performance. L'Allemagne est ainsi la seule grande économie européenne dont le PIB stagne pour la troisième année consécutive du fait de la faiblesse de son industrie (qui se traduit cette année par des fermetures de sites et un rebond modéré du chômage). La persistance relative de l'inflation et une politique budgétaire limitée par la règle du frein à l'endettement pèsent aussi sur le potentiel de reprise. Enfin, alors que le manque d'investissements et le coût élevé de l'énergie la pénalisent déjà, l'Allemagne est vulnérable à un éventuel renforcement des tarifs douaniers des États-Unis.

PAS DE RETOUR DE LA CROISSANCE À BRÈVE ÉCHÉANCE

La croissance du PIB allemand devrait être, selon nos estimations, légèrement négative en 2024 (-0,1% en moyenne annuelle) comme en 2023, un enchaînement que le pays a déjà connu en 2002 et 2003 (-0,2 et -0,5%) avant un rebond très modéré en 2004-05. C'est, à notre sens, de nouveau ce à quoi il faut s'attendre pour 2025-26. Les enquêtes de conjoncture ne laissent pas entrevoir de rebond significatif à court terme. Le climat des affaires IFO a enregistré une rechute en novembre dernier, qui le renvoie à un niveau proche de celui de septembre, déjà un plus bas depuis mai 2020. L'industrie est le maillon faible. En effet, le climat des affaires de ce secteur (-21,9 en novembre) n'est ressorti plus dégradé que lors des récessions de 1993, 2008 et de la crise du Covid-19. Le taux d'utilisation des capacités de production a même perdu près de 6 points en un an, à 76,3%, au 4^e trimestre 2024. À tel point que des destructions de capacités sont attendues dans l'automobile, la chimie ou la métallurgie, ce qui devrait obérer la croissance.

ADIEU AU PLEIN EMPLOI ?

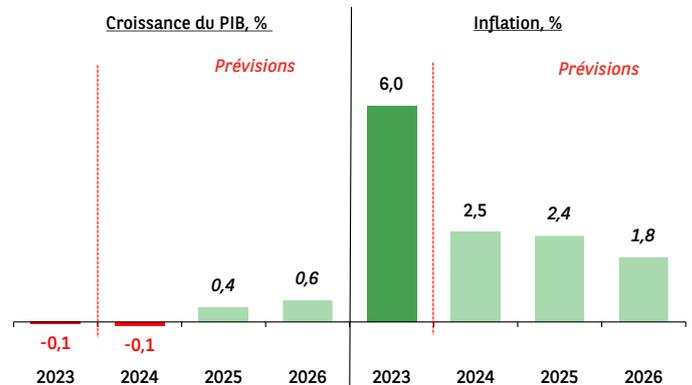
L'Allemagne devrait ainsi voir le retour du chômage dans les prochains mois, alors qu'il avait connu un point bas à 2,9% en mai 2019 et de nouveau en 2022. Dans l'industrie, un tiers des entreprises voyaient leur production limitée par des pénuries de main d'œuvre fin 2022 ; elles sont trois fois moins fin 2024. La crainte du chômage explique le net repli de la confiance des ménages en novembre 2024 (-5 points à -23,3), alors même que les annonces de plans sociaux se sont multipliées. Une dynamique qui devrait justifier le maintien d'un taux d'épargne élevé en 2025, et donc une croissance modérée de la consommation des ménages.

Toutefois, retour du chômage ne veut toutefois pas dire chômage de masse et si le poids de l'industrie est important en Allemagne, la dynamique des autres secteurs diffère : dans les services, la proportion d'entreprises dont la production est limitée par des pénuries de main d'œuvre (27% au T4) n'est pas si différente qu'il y a deux ans (29%). De plus, l'évolution de la population va dans le sens de la persistance à long terme de pénuries de main d'œuvre importantes.

INFLATION : UNE SINGULARITÉ ALLEMANDE

Si la confiance des ménages est dégradée, c'est également en raison du surcroît d'inflation que le pays subit par rapport à ses partenaires de la zone euro. En utilisant nos prévisions et en comparant le niveau général des prix en 2025 à son niveau pré-Covid, la hausse est de près de 22% en Allemagne contre près de 4 à 5 points de moins en Espagne, en Italie ou en France. Un écart qui s'explique notamment par une hausse plus marquée des prix de l'énergie outre-Rhin.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'inertie avec laquelle l'inflation passée se transmet aux salaires négociés (négociation bisannuelle), en hausse de 8,8% a/a au 3^e trimestre 2024, justifie également une plus grande persistance de l'inflation. Aujourd'hui encore, l'inflation sous-jacente demeure élevée (3,4% a/a en octobre) et elle devrait rester supérieure à 2% tout au long de l'année 2025.

FINANCES PUBLIQUES : LEVER LE PIED DE LA PÉDALE DE FREIN

En dehors de périodes exceptionnelles (crise Covid), au cours desquelles des marges de manœuvre ont été utilisées, la règle du frein à l'endettement limite le déficit structurel à 0,35% du PIB. Cette règle a permis de stabiliser la dette publique à un niveau proche de 60% du PIB (63% en 2024). À noter qu'un effort d'investissement public, un soutien budgétaire dédié à la transition écologique ou un accroissement du budget de la défense ne font pas partie des exceptions justifiant un déficit additionnel.

L'application de ce principe a motivé le retrait des aides à l'achat de véhicules électriques en décembre 2023 (qui a donné lieu à une nette baisse des ventes et de la production automobiles). C'est, en outre, un désaccord sur ce principe au sein du gouvernement qui a précipité, en novembre, la rupture de la coalition au pouvoir. La réforme du frein à l'endettement sera l'un des enjeux de l'élection anticipée du 23 février 2025. Toutefois, le temps nécessaire pour construire une nouvelle coalition implique un peu de patience pour voir la politique budgétaire allemande évoluer.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

⇄ COMMERCE EXTÉRIEUR : LE COUP DE LA PANNE

Dans un pays où les exportations représentent près de 42% du PIB, leur atonie affecte la croissance du PIB. Au T3 2024, les exportations de biens et services étaient de 2,2% inférieures à leur pic du T1 2023. Le mal est profond puisque, par rapport à l'avant-Covid, les exportations à destination de la zone euro ou de la Chine ont stagné. Cette atonie devrait se prolonger faute de rebond fort attendu de la demande dans ces deux zones, mais aussi en raison de la concurrence croissante de la Chine. Seules les exportations vers les États-Unis ont récemment continué de progresser, mais la perspective est désormais incertaine (voir encadré).

🔄 ENJEUX STRUCTURELS : DEUX AXES DE TRANSFORMATION

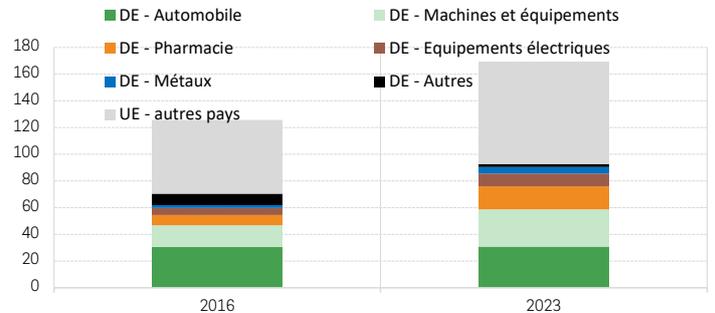
La période de basse croissance évoquée plus haut (négative en 2002-03 et faible en 2004-05) s'était conclue par des réformes fondamentales, dont la loi Hartz qui avait flexibilisé le marché du travail. Toutefois, l'Allemagne est allée au bout du modèle basé sur l'augmentation du taux d'emploi en parvenant au plein emploi fin 2018. Cela ne fait que rendre plus visibles les retards accumulés. Gageons toutefois que l'Allemagne saura, *in fine*, comme au début des années 2000, prendre les décisions nécessaires.

Le premier retard touche l'investissement, notamment public. Dans ce domaine, aucune décision ne pourra être prise avant que la situation politique ne s'éclaircisse, pas avant le 2^e semestre 2025. Le second retard affecte la transition de la l'économie vers les services. Si la croissance allemande est si basse, outre la baisse de la production industrielle, c'est aussi parce que le PIB des services ne prend pas le relais. C'est là encore le stigmate d'un investissement en deçà de ce qu'il pourrait être. L'Allemagne n'a consacré, en effet, en moyenne que 3,8% de son PIB aux investissements dans la propriété intellectuelle sur ces cinq dernières années (contre 5,1% pour la France). Si davantage d'incitations budgétaires devaient s'avérer nécessaires pour enclencher le mouvement, les marges de manœuvre budgétaire existent, mais leur mise en œuvre dépend d'un assouplissement de la règle du frein à l'endettement.

Achévé de rédiger le 05 décembre 2024

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com

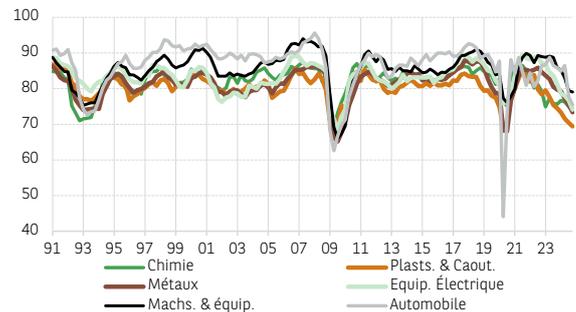
POIDS DE L'ALLEMAGNE (DE) DANS L'EXCÉDENT COMMERCIAL DE L'UNION EUROPÉENNE (UE) AVEC LES ETATS-UNIS (MDS EUR)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, DESTATIS, BNP PARIBAS

ALLEMAGNE : TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : DG ECFIN, BNP PARIBAS

🔍 L'ALLEMAGNE VULNÉRABLE À TRUMP 2.0

Alors qu'en Allemagne, le prix de production de l'énergie était en septembre 2024 supérieur de 52% à son niveau de l'été 2021, il ne l'était que de 7% aux États-Unis. Une problématique de compétitivité plus que significative pour un pays spécialisé dans des secteurs énérgo-intensifs et aggravée par le retard pris en matière d'investissements, y compris dans le secteur manufacturier. Ainsi, alors que les parts de marché des États-Unis et de l'Allemagne dans les exportations mondiales étaient comparables avant la crise énergétique, celle des États-Unis n'a pas été remise en cause depuis, alors que l'Allemagne a perdu 1 point de part de marché avec 7,1% en 2023.

Le paradoxe réside dans le fait que les États-Unis ont été le seul grand débouché à croître au cours des dernières années pour les exportateurs allemands, qui ont bénéficié de la résilience de la croissance américaine. Or, les excédents bilatéraux allemands par produits n'ont fait que se renforcer, ce qui expose particulièrement le pays à un relèvement des tarifs douaniers américains. De plus, cette exposition s'étend également au travers de marchés tiers à partir desquels les entreprises allemandes ont exporté de façon croissante vers les États-Unis, dont le Mexique. Les exportations allemandes à destination de ce pays ont ainsi augmenté de 33% entre 2019 et 2023 (contribuant ainsi, avec d'autres pays dont la Chine, à faire croître l'excédent du Mexique avec les États-Unis qui a doublé entre 2016 et 2023, atteignant près de USD 220 mds).

L'anticipation des effets d'un futur relèvement des tarifs douaniers (que nous prenons en compte dans nos prévisions) devrait avoir un impact négatif immédiat sur la croissance allemande, qui serait affectée ensuite par sa mise en œuvre (avec un impact particulièrement prononcé sur la croissance en 2026). Les secteurs principaux de l'industrie allemande sont en première ligne, soit parce qu'ils pourraient être visés directement (l'automobile), soit parce qu'il s'agit d'intrants de ces secteurs (métallurgie, chimie, plastiques-caoutchouc). Des secteurs qui auraient peu de capacité à absorber un tel choc car déjà touchés par une sous-utilisation notable des capacités de production



LA CROISSANCE GRIGNOTÉE PAR LES INCERTITUDES

La France devrait voir sa croissance économique diminuer au cours des deux prochaines années et le taux de chômage remonter, alors que les gains de pouvoir d'achat, associés à la désinflation, sont derrière nous et que l'incertitude politique devrait peser. Une période difficile que pourrait venir amortir le rebond de la production aéronautique, mais qui pourrait voir aussi se matérialiser des risques à la baisse qui pèsent sur les débouchés commerciaux en Allemagne et aux États-Unis. L'un des défis pour la France sera de mener à bien une consolidation budgétaire sans altérer son attractivité, notamment la faculté de son marché du travail à créer des emplois lorsque la reprise surviendra.

LA CROISSANCE DU PIB FLÉCHIT

Alors que 2023 et 2024 (selon nos estimations pour cette dernière) ont enregistré une croissance légèrement supérieure à 1%, celle-ci devrait passer sous ce seuil en 2025 et 2026. Le climat des affaires est inférieur à sa moyenne de long terme (100) depuis octobre 2023, mais son repli s'est accéléré à partir de juillet 2024 pour atteindre 96 en novembre. Cette détérioration a été compensée, jusqu'en septembre 2024, par le rebond de la confiance des ménages, passée de 81 en mars 2023 (date du pic d'inflation) à 95, en raison de la désinflation. Cela augurait d'une croissance résiliente et d'un changement de déterminants (moins d'investissement des entreprises vs. plus de consommation des ménages). Toutefois, le brutal retournement de tendance de la confiance des ménages, de 95 à 90 entre septembre et novembre, souligne la probabilité que les dépenses des ménages ne prennent pas le relai de celles des entreprises et que la croissance en souffre.

VERS UNE REMONTÉE DU CHÔMAGE

La détérioration du sentiment des ménages est liée à leur crainte d'une augmentation du chômage (le solde d'opinion sur les perspectives d'évolution du chômage est passé de +28 à +42 entre septembre et novembre 2024).

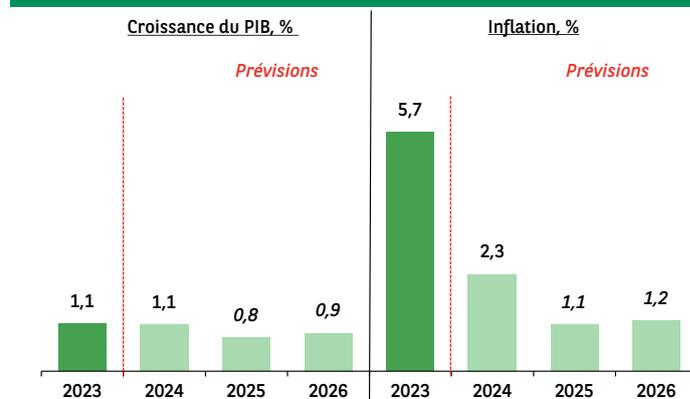
La détérioration perceptible dans l'industrie manufacturière, liée à l'absence de rebond de la demande en France ainsi qu'en zone euro (dont en Allemagne), a engendré au T3 de premières destructions d'emplois dans le secteur (1 700) depuis le T3 2017 (hors période de Covid-19). Les services marchands, dont le *momentum* s'est nettement essoufflé (en moyenne 4 500 créations nettes de postes sur les quatre derniers trimestres, contre 36 000 lors des quatre précédents), devraient suivre. Nous anticipons un recul de l'emploi salarié privé de près de 100 000 postes en 2025. Cela devrait accentuer le rebond du taux de chômage qui demeure pour le moment modéré (de 7,1% au T1 2023 à 7,4% au T3 2024) vers 8,5% au T4 2025.

UNE DÉSINFLATION EN TROMPE L'ŒIL

L'inflation a fortement ralenti en 2024 (1,7% a/a en novembre contre 3,9% a/a un an auparavant) et elle est désormais inférieure à la progression des salaires (+2,3% pour l'inflation contre +3% pour le salaire mensuel brut en moyenne en 2024), et encore davantage à celle du revenu disponible brut (RDB). Ce dernier a également bénéficié de la hausse des prestations sociales (+5,9% selon notre estimation) en raison de leur indexation sur l'inflation (élevée) de 2023. D'où une hausse du RDB réel que nous estimons à +2% en 2024.

Toutefois, cette désinflation n'est pas généralisée. L'inflation dans les services (la moitié du panier de consommation des ménages) demeurerait de 3,1% a/a (indice harmonisé) en novembre 2024. Une divergence qui resterait notable en 2025. Alors que l'inflation moyenne devrait se rapprocher de 1%, celle dans les services resterait supérieure à 2%

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

principalement sous le poids d'une hausse prévisible des frais de santé (consultations et complémentaires santé) et d'assurance (habitation et automobile). Les salaires devraient continuer de progresser un peu plus rapidement que l'inflation (+1,5% en 2025). Toutefois, le RDB réel se stabiliserait, ne bénéficiant pas des mêmes dynamiques qu'en 2024. En conséquence, la croissance de la consommation des ménages resterait en 2025 la même qu'en 2024 (+0,8%).

BUDGET : UNE ARITHMÉTIQUE DÉPLAISANTE

En 2023 et 2024, le déficit budgétaire est apparu en net décalage entre les lois des finances initiales et l'exécution budgétaire (4,4% contre 6,1% du PIB en 2024), un phénomène lié à des choix du gouvernement (indexation des prestations sur l'inflation élevée de 2023) et à de mauvaises surprises en matière de recettes (dont l'impact sur les recettes de TVA de la croissance faible de la consommation des ménages). De plus, à partir de 2025, la croissance nominale du PIB ayant fléchi en raison de la fin de la période inflationniste, le niveau du déficit public stabilisant le ratio de dette devrait retomber à 3% du PIB (contre 7% en 2023). Toutefois, comme la motion de censure votée le 4 décembre dernier devrait entraîner la reconduction, au moins pour les premiers mois de 2025, du budget 2024, les perspectives de consolidation sont à tout le moins reportées. Or, au niveau de déficit public observé en 2024 (6,1% du PIB), le ratio de dette sur PIB augmenterait de 3 points par an et le service de la dette atteindrait 3% du PIB en 2027 (contre 1,8% en 2023), une dynamique qu'il faudra enrayer au plus tôt. Si aucun nouveau budget n'était adopté en 2025, nous estimons que la reconduction du budget 2024 pourrait aboutir à un déficit de 6,7% du PIB.



🔄 L'ÉPÉE DE DAMOCLÈS QUI PÈSE SUR L'ATTRACTIVITÉ DU TERRITOIRE

Il ne faudrait pas que l'incertitude budgétaire vienne fragiliser le tryptique qui a soutenu la croissance française depuis 10 ans : marché du travail (réduction de son coût, réformes, accroissement du taux d'emploi), climat des affaires (réduction de la fiscalité sur les entreprises et facilitation de leur création) et développement des services (soutenu aussi par les deux autres piliers). Ces trois éléments ont alimenté l'attractivité du pays pour les investisseurs ainsi qu'une vague de créations d'entreprises sans précédent.

Or, si une consolidation budgétaire est nécessaire, il importe qu'elle ne se fasse pas à leur détriment. Le soutien budgétaire à l'emploi (notamment à l'apprentissage) et la stabilité fiscale à l'égard des entreprises ont été questionnés lors de la préparation du budget 2025. Si le rejet de ce dernier maintient à court terme un cadre budgétaire favorable, cela ne lève pas les doutes sur les voies qu'une consolidation budgétaire ultérieure pourrait prendre. Cette incertitude devrait pénaliser le choix d'investissement en France dans les trimestres qui viennent : l'investissement des entreprises non financières diminuerait ainsi de 2% en 2025, après déjà un repli de 1,7% en 2024.

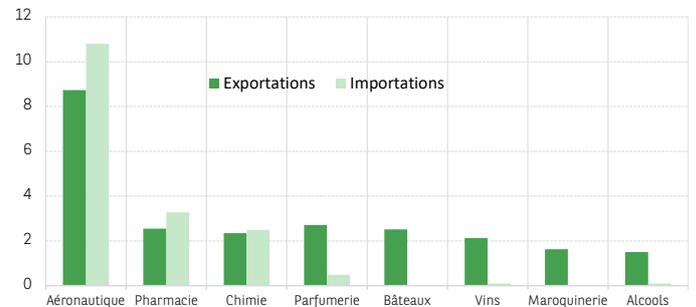
↔ EXPORTATIONS : RELAIS DE CROISSANCE EN 2025 ?

Le commerce extérieur a apporté un soutien paradoxal à la croissance française en 2024, avec une contribution nette positive que nous estimons à 0,9 point mais qui résulte beaucoup du repli des importations (-1,3% a/a). L'aéronautique a manqué à l'appel, en raison de fortes difficultés de production, qui ne lui ont pas permis de monter en charge pour répondre à un carnet de commandes bien rempli. Ce secteur n'a ainsi contribué que pour 0,2 point à la croissance des exportations sur les 3 premiers trimestres de 2024 (+1,6% a/a), contre 2,1 points en 2023. Un rebond de la production aéronautique en 2025 permettrait ainsi de compenser des éléments plus négatifs (voir encadré).

Achévé de rédiger le 05 décembre 2024

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com

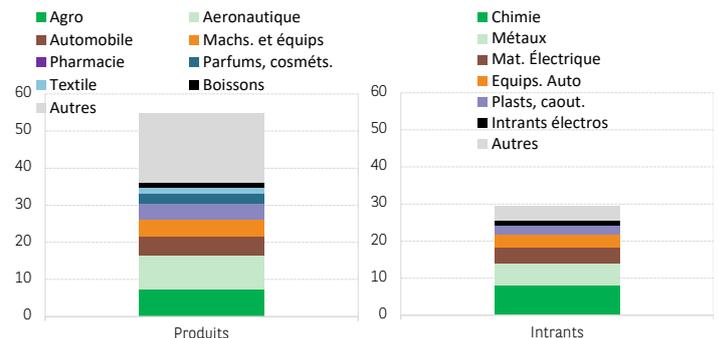
PRINCIPAUX SECTEURS EXPORTATEURS DE LA FRANCE VERS LES ETATS-UNIS VS. IMPORTATIONS (MDS EUR)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : DOUANES, BNP PARIBAS

EXPORTATIONS DE LA FRANCE VERS L'ALLEMAGNE (MDS EUR)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : DOUANES, BNP PARIBAS

🔍 RISQUE PROTECTIONNISTE : EXPOSITION DIRECTE OU INDIRECTE ?

Le commerce bilatéral franco-américain est relativement équilibré et la France enregistre même un léger déficit (EUR 5 mds sur les douze derniers mois à fin août). C'est également le cas de l'aéronautique (premier secteur à l'exportation de la France vers les États-Unis mais en déficit de 2 milliards), avec également un degré d'imbrication important (co-entreprise dans les turbo-réacteurs, recours d'Airbus et de Boeing à de nombreux sous-traitants des deux côtés de l'Atlantique). Des mesures protectionnistes qui limiteraient les échanges dans cette filière seraient donc pénalisants pour les deux partenaires, d'autant plus qu'elle est déjà aux prises avec des contraintes d'offre liées aux difficultés rencontrées par ses sous-traitants pour faire croître leur production, et à l'absence relative de concurrents dans un secteur hautement technologique.

Pour le reste, les excédents bilatéraux au bénéfice de la France sont le fait de secteurs sur lesquels les États-Unis sont moins présents (boissons, luxe). Ces secteurs pourraient être exposés à un risque de rétorsion si, après de premières mesures américaines, une réponse européenne devait précipiter un nouveau train de hausses des tarifs douaniers des États-Unis.

Par contre, la France serait probablement plus immédiatement exposée à l'impact de tarifs douaniers imposés aux secteurs dont dépend l'économie allemande (13,3% des exportations françaises contre 7,8% pour les États-Unis). En effet, cette dernière cumule la moitié des excédents commerciaux européens vis-à-vis des États-Unis (voir notre encadré dans notre texte sur l'Allemagne). De plus, les intrants de l'industrie représentent 40% des exportations françaises vers l'Allemagne. Une problématique primordiale pour expliquer le repli des exportations françaises à destination de l'Allemagne depuis la mi-2023 (-4,5 mds a/a en cumul sur 12 mois). Cette évolution montre que la France est à court terme davantage exposée au risque, déjà enclenché, d'une désindustrialisation partielle de l'Allemagne (que viendraient aggraver la hausse des tarifs douaniers américains).



PAUSE ESTIVALE POUR L'ÉCONOMIE ITALIENNE

Au T3 2024, le PIB réel est resté inchangé. La demande intérieure a contribué à hauteur de 0,5 point de pourcentage à la croissance, tandis que la contribution des exportations nettes a été négative. Le ralentissement économique résulte de l'évolution décevante de l'industrie manufacturière (-1,3 %), elle-même le reflet de la baisse des exportations italiennes depuis un an et demi. En revanche, la valeur ajoutée des services a progressé et dépassé de 6,5% son niveau pré-Covid-19. Si la nouvelle administration américaine met en œuvre des mesures visant à protéger sa production nationale, cela pourrait avoir un impact majeur sur le système de production italien. Au cours des huit premiers mois de 2024, l'excédent commercial italien avec les États-Unis a atteint EUR 26,5 mds, soit environ 70 % de l'excédent total.

LA DEMANDE INTÉRIEURE RESTE LE PRINCIPAL MOTEUR DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La reprise de l'économie italienne s'est arrêtée au cours de l'été. Après avoir enregistré une croissance de 0,3 % en variation trimestrielle au T1 et de 0,2 % au T2, le PIB réel est resté inchangé au T3. La demande intérieure a contribué à hauteur de 0,5 point de pourcentage à la croissance. En revanche, la contribution des exportations nettes a été négative (-0,7 pp) : les exportations ont diminué pour le troisième trimestre consécutif (-0,9 %) tandis que les importations ont augmenté de 1,2 %. La contribution des stocks s'est élevée à +0,2 pp. Au T3, le PIB réel est en hausse de 0,4 % en glissement annuel et de 5,6 % par rapport au T4 2019.

Sur l'ensemble de 2024, le taux de croissance de l'économie italienne s'élèverait à 0,5% selon nos prévisions. En 2025, la croissance se redresserait progressivement grâce à la poursuite de la mise en œuvre du Plan national de relance et de résilience (PNRR) et à l'accélération de la consommation, tandis que la politique budgétaire devrait devenir moins accommodante.

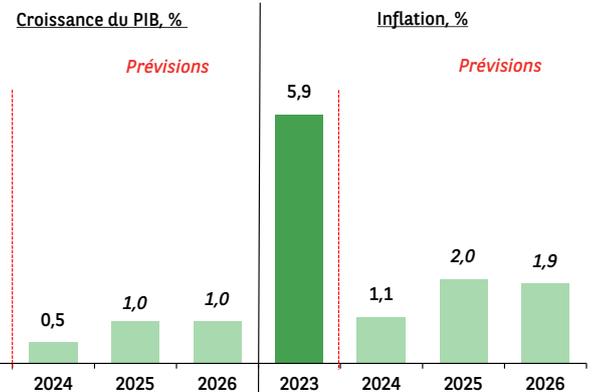
L'AUGMENTATION DU POUVOIR D'ACHAT SOUTIEN LA CONSOMMATION DES MÉNAGES

Les conditions sur le marché du travail ont continué de s'améliorer. Le nombre de personnes employées a dépassé les 24 millions et le taux d'emploi a atteint 62,5 %, soit 3 points de pourcentage de plus qu'en 2019. La croissance des salaires nominaux a augmenté : de janvier à septembre, les salaires horaires nominaux ont progressé de plus de 3 %.

Après être tombée à 0,7 % en glissement annuel en septembre, l'inflation a rebondi à 1,6 % en novembre, mais cela reste bien en dessous de la moyenne de la zone euro (2,3 %). Cette accélération reflète la hausse mensuelle des prix des produits alimentaires (+3,2 % a/a en novembre, contre +2,5 % en octobre) et de l'énergie (-5,4 % a/a, contre -9 % en octobre). Pour l'ensemble de 2024, l'inflation devrait être légèrement supérieure à 1 % en moyenne annuelle. Au cours des prochaines années, l'évolution des prix devrait rester modérée, sauf pour les services, où les salaires devraient continuer d'exercer une pression à la hausse.

Le revenu nominal ayant augmenté plus que l'inflation, le pouvoir d'achat des ménages italiens s'est redressé, ce qui a eu pour effet de soutenir la consommation privée. Celle-ci a fortement progressé, de 1,4 % t/t au T3 (après +0,2 % au T1 et +0,6 % au T2), contribuant à hauteur de 0,8 point de pourcentage à la croissance totale. Malgré la persistance de l'incertitude générale, la confiance des consommateurs reste supérieure à sa moyenne de long terme. La consommation devrait accélérer en 2025, si le revenu nominal continue d'augmenter plus fortement que l'inflation.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

UN TAUX D'INVESTISSEMENT DÉCEVANT

Les conditions économiques des entreprises italiennes se sont légèrement dégradées, la hausse des coûts ayant en partie érodé les marges. Bien que leur taux de croissance annuel soit tombé en territoire négatif, les prix à la production dans le secteur manufacturier sont toujours supérieurs d'environ 20 points de pourcentage à ceux de début 2021. Les coûts de la main-d'œuvre des sociétés non financières atteignent près de EUR 150 mds, soit plus de 55 % de la valeur ajoutée. La rentabilité des entreprises, mesurée par le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée, a chuté à 42,6 %, légèrement au-dessus de son plus bas niveau des vingt dernières années. Bien qu'elle reste supérieure à sa moyenne de long terme, la confiance des entreprises s'est détériorée. De ce fait, et en raison de l'incertitude quant à la mise en œuvre de nouvelles mesures d'incitation fiscales pour soutenir les dépenses en machines et en équipements, la propension à investir a diminué. Au T3, la formation brute de capital fixe a enregistré sa troisième baisse consécutive (-1,2 %), coûtant 0,3 point de pourcentage à la croissance du PIB.

UNE ÉVOLUTION MITIGÉE D'UN SECTEUR À L'AUTRE

Du côté de l'offre, le ralentissement de l'économie italienne résulte surtout de l'évolution décevante de l'industrie. Au T3 2024, la valeur ajoutée manufacturière s'est contractée pour la huitième fois au cours des neuf derniers trimestres (-1,3 %). La production, qui avait augmenté de près de 3 % dans la première partie de la reprise, a reculé de 7 % au cours des deux dernières années, pour retomber à environ 4,5 points



de pourcentage en dessous de son niveau pré-Covid-19. La baisse a été plus prononcée dans les secteurs les plus énergivores, comme le bois et le papier, les métaux et les produits chimiques. La production de produits textiles, de vêtements et d'articles en cuir a reculé de plus d'un quart par rapport au T4 2019, là encore en raison d'un déclin structurel de l'activité.

L'évolution décevante du secteur manufacturier reflète le ralentissement des exportations de marchandises, en baisse depuis un an et demi. Sur un an en septembre, la valeur des ventes italiennes à l'étranger a chuté à environ EUR 620 mds, soit EUR 20 mds de moins qu'au début 2023. Les entreprises italiennes sont directement touchées par l'affaiblissement de l'économie allemande : de janvier à septembre, les exportations totales ont diminué de 5,5 %, celles des moyens de transport de plus de 20 % et celles des produits métallurgiques de 12 %.

L'évolution du secteur de la construction reste mitigée. Au T3, la valeur ajoutée a progressé de 0,3 % t/t, ne compensant que partiellement la baisse du trimestre précédent (-0,7 %). Le secteur résidentiel souffre à la fois de l'élimination progressive des incitations fiscales pour la rénovation des logements et du niveau toujours élevé des coûts de financement. Moins de permis de bâtir résidentiels ont été enregistrés, ce qui trahit un risque d'affaiblissement de l'activité dans les trimestres à venir. Des signes de résilience se manifestent néanmoins du côté des bâtiments non résidentiels, un sous-secteur qui devrait être soutenu par les dépenses découlant de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR).

Les services sont restés le principal moteur de la croissance italienne. Après une progression de 0,6 % t/t au T1 et de 0,3 % au T2, la valeur ajoutée a augmenté de 0,2 % au T3, en hausse de 6,5 points de pourcentage par rapport au niveau pré-Covid-19. Les services bénéficient de la reprise du tourisme. Entre janvier et août, les dépenses des voyageurs étrangers en Italie ont augmenté à EUR 38,5 mds, un niveau bien supérieur à celui de la même période de 2019. De même, le nombre de voyageurs est passé à 62,8 millions, soit 3,4 millions de plus qu'en 2023.

PRUDENCE EN MATIÈRE DE FINANCES PUBLIQUES

La Commission européenne a approuvé le premier Plan budgétaire structurel à moyen terme de l'Italie, basé sur un parcours d'ajustement de sept ans. Il comporte un vaste programme d'investissements et de réformes structurelles cohérentes avec les thématiques du PNRR (judiciaire, administration publique, numérisation, concurrence et environnement commercial). Le Plan prévoit une sortie relativement rapide de la procédure de déficit excessif lancée par le Conseil de l'UE en juillet 2024.

Le déficit public devrait retomber sous les 4 % du PIB en 2024, alors qu'il était de 7,2 % en 2023. L'effet positif sur la réduction du déficit de la suppression progressive des mesures visant à atténuer l'impact des coûts de l'énergie et des crédits d'impôt pour la rénovation des bâtiments, associé à l'évolution plus favorable qu'anticipé des recettes fiscales, ne serait que partiellement contrebalancé par les moindres recettes dues à la diminution du coin fiscal. En comparaison au budget actuel, le projet de budget pour 2025-27 en discussion au Parlement aurait un effet expansionniste net de 0,4 % du PIB en 2025, de 0,6 % en 2026 et de 1,1 % en 2027. Le déficit public devrait néanmoins légèrement diminuer en 2025, avant de repasser en dessous de 3 % du PIB en 2026. Du fait du ralentissement de la croissance nominale et de l'impact retardé des crédits d'impôts pour la rénovation des bâtiments, le ratio dette/PIB devrait cependant légèrement augmenter à 138% du PIB en 2026, avant de diminuer au cours des années suivantes.

Achevé de rédiger le 03 décembre 2024

Paolo Ciocca

paolo.ciocca@bnpparibas.com

Simona Costagli

simona.costagli@bnpparibas.com

L'ITALIE, FORTEMENT EXPOSÉE AUX AUGMENTATIONS DE TARIFS DOUANIERS AMÉRICAINS

L'Italie et les États-Unis entretiennent des liens commerciaux étroits. Avec le retour de Donald Trump à la Maison Blanche, de nouvelles mesures pourraient être appliquées pour protéger la production nationale américaine. Ces dernières pourraient avoir un impact majeur sur le système de production italien.

Le poids des États-Unis dans le commerce extérieur italien a augmenté au cours des dernières années. En 2022, les États-Unis sont devenus le deuxième marché des exportations italiennes, devant la France. Durant les huit premiers mois de 2024, 10,4 % des ventes italiennes à l'étranger ont été réalisées aux États-Unis (pour une valeur de EUR 43,3 mds). Sur la même période, les produits américains représentaient 4,5 % des importations italiennes (EUR 16,9 mds). L'excédent commercial italien avec les États-Unis a donc atteint EUR 26,5 mds, soit environ 71 % du total de l'excédent commercial italien.

Côté américain, l'Italie occupait, en 2023, la dixième place au classement des pays avec lesquels les États-Unis affichaient les déficits commerciaux les plus importants. Cependant, le déficit vis-à-vis de l'Italie représentait moins de 1 % du déficit commercial américain global.

Par ailleurs, de très nombreuses multinationales américaines sont présentes en Italie. En 2022 (dernières données disponibles), elles étaient les deuxièmes les plus nombreuses (2 603), mais les premières en termes d'employés (environ 351 000), de valeur ajoutée et de chiffre d'affaires. Rien que dans le secteur manufacturier, les multinationales contrôlées par les États-Unis en Italie ont contribué à hauteur de 8,1 % au total de la valeur ajoutée. Selon une analyse d'Istat, en 2021, les multinationales américaines ont généré 46,1 % des exportations du secteur pharmaceutique et 10,6 % des exportations du secteur chimique. Du côté des importations italiennes, en 2021, les multinationales américaines ont généré plus de 54 % des importations de produits de cokéfaction et de raffinage. Elles ont aussi représenté 25 à 45 % des importations d'aliments, d'équipements électriques, de machines et de meubles. En ce qui concerne les flux commerciaux entre l'Italie et les États-Unis, les multinationales italiennes contrôlées par une maison-mère américaine représentaient, en 2021, 11,7 % des exportations de moyens de transport (autres que des voitures), 8,9 % des exportations de machines et 8,4 % des exportations de caoutchouc et de plastique vers les États-Unis.



MOTEUR DE LA CROISSANCE EUROPÉENNE, UN ÉLAN DURABLE ?

La surperformance espagnole devrait perdurer tout au long de notre horizon de prévision. La consommation privée resterait le moteur de la croissance du PIB, portée par le ralentissement de l'inflation et la vigueur du marché du travail. La contribution du commerce extérieur serait moindre du fait d'une hausse attendue des importations et des potentiels effets de second tour d'un renchérissement des droits de douane américains sur les exportations espagnoles. L'investissement devrait rebondir, soutenu par les fonds NGEU et le desserrement monétaire. Enfin, malgré l'absence de projet de budget pour 2025, la consolidation fiscale devrait se poursuivre au cours des deux prochaines années.

PAS DE NUAGES DANS L'HORIZON ÉCONOMIQUE

L'activité économique espagnole est restée soutenue tout au long du premier semestre 2024, principalement portée par le commerce extérieur et la reprise progressive de la consommation privée. Au vu des résultats préliminaires de croissance pour le T3 et des premières données disponibles pour le T4, nous anticipons une croissance toujours dynamique sur l'ensemble de la seconde partie de l'année. Selon nos prévisions, le PIB réel devrait croître de 0,7% t/t au T4, ce qui porterait la croissance en 2024 à 3,1% en moyenne annuelle, surperformant encore largement celle de la zone euro (0,8%).

Tout au long de notre horizon de prévision, nous anticipons une croissance majoritairement soutenue par la consommation privée, elle-même portée par le dynamisme du marché du travail, la croissance des salaires nominaux et le ralentissement de l'inflation qui poussent à la hausse le pouvoir d'achat des ménages. L'investissement devrait, de son côté, progressivement rebondir, en raison du déboursement progressif des fonds du plan de relance de l'Union européenne, de la politique de desserrement monétaire initiée par la BCE ainsi que de l'amélioration de la situation financière des sociétés non financières¹. La consommation publique bénéficiera également du décaissement des fonds européens. La contribution positive du commerce extérieur à la croissance devrait, quant à elle, graduellement diminuer. Les exportations de services resteraient certes importantes au cours des prochaines années, du fait notamment de flux touristiques toujours massifs. Mais les importations devraient croître, soutenues par la demande intérieure. Au cours des deux prochaines années, l'Espagne resterait ainsi le moteur de la zone euro bien que sa croissance ralentirait progressivement (2,5% en 2025 et 1,8% en 2026).

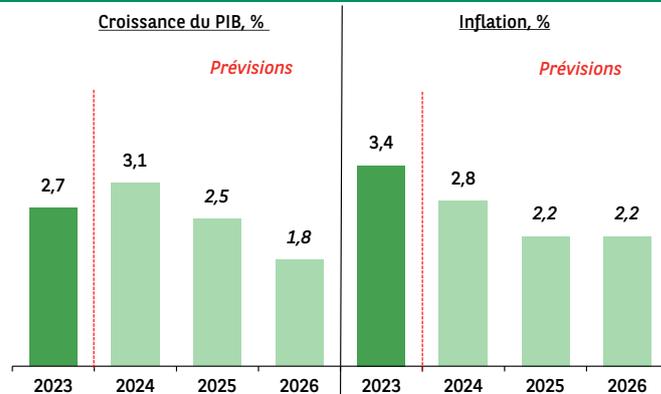
Malgré ces bonnes perspectives, la balance des risques entourant notre scénario central reste négative. Les conséquences de la hausse des tarifs douaniers sur les exportations à destination des États-Unis (cf. encadré), les tensions énergétiques et géopolitiques mondiales, ou encore la potentielle détérioration de la situation économique des principaux partenaires commerciaux de l'Espagne, sont des facteurs d'incertitude. Ils pourraient négativement impacter notre scénario.

L'IMMIGRATION CONTINUERA DE DYNAMISER LE MARCHÉ DU TRAVAIL

La vigueur du marché du travail, observable depuis 2021, demeure l'une des principales sources de la croissance réelle et potentielle espagnole. Le nombre d'affiliés à la sécurité sociale n'a cessé d'augmenter (21,3 millions en octobre, soit +3,5% depuis le début de l'année) et devrait continuer de le faire en 2025 et 2026, principalement soutenu par la main d'œuvre immigrée (+5,8% sur un an et 15,1% du nombre total de travailleurs inscrits au T3). De son côté, le taux de chômage a nettement baissé (11,2% en novembre, contre 13,5% en novembre 2021). À moyen terme, il devrait se rapprocher de son niveau d'équi-

¹ Niveaux d'endettement des SNF au plus bas depuis 22 ans (81,3% du PIB au T2 2024).
² Prévision de la Commission européenne.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

libre, à 9,6% en 2026, selon les prévisions du gouvernement espagnol, dépassant toujours largement la moyenne européenne (6,3%).

UN RALENTISSEMENT PROGRESSIF DE L'INFLATION

Depuis son pic d'août 2022 à 10,5% a/a, l'inflation harmonisée a fortement ralenti (2,4% en novembre 2024 selon l'estimation flash d'Eurostat). Du fait de la décélération continue des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, cette tendance devrait se poursuivre en 2025 et 2026 (2,2% en moyenne annuelle respectivement). L'inflation sous-jacente resterait cependant plus élevée sur la période en raison des pressions sur les prix des services, liées à la demande touristique forte et aux tensions sur les salaires (croissance des salaires négociés de 3,0% a/a au T3 2024).

L'ABSENCE DE BUDGET POUR 2025 N'ASSOMBRIT PAS LES PERSPECTIVES DES FINANCES PUBLIQUES

Compte tenu de sa position minoritaire au parlement, le gouvernement de Pedro Sanchez peine à faire adopter ses initiatives législatives. Après avoir prolongé le budget de 2023 en 2024, le Trésor public fera de même au cours des premiers mois de 2025, faute de présentation d'un projet de budget pour l'année à venir. Les perspectives des finances publiques n'ont donc pas été clairement annoncées. Néanmoins, nous anticipons une diminution du déficit budgétaire au cours des deux prochaines années, en raison d'une baisse des dépenses publiques (no-



HAUSSE DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS : LES CONSÉQUENCES SUR L'ESPAGNE SERONT LIMITÉES

Sans surprise, l'Espagne ne sera pas le pays de la zone euro le plus impacté par les hausses de droits de douane sur les exportations à destination des États-Unis. D'un côté, sa forte dépendance au secteur des services (75% de la valeur ajoutée brute) le protège significativement des hausses de tarifs douaniers ; de l'autre, l'exposition directe de l'Espagne aux États-Unis est assez faible (la part des exportations totales de biens espagnols à destination des États-Unis ne correspond qu'à 5,4% des exportations totales espagnoles, soit 2% du PIB), ainsi l'impact de premier tour, par le canal des échanges, sera modéré.

Néanmoins, il paraît clair que des effets de second tour du ralentissement de la croissance de ses principaux partenaires commerciaux européens (Allemagne, France et Italie) affecteront les exportations espagnoles à destination de ces pays et joueront négativement sur l'activité domestique au cours des deux prochaines années.

tamment induites par la fin du soutien au secteur privé qui répondait à la hausse des prix de l'énergie) et d'une hausse des recettes (hausse des recettes des cotisations sociales induites par l'augmentation du nombre d'employés et la suppression de la réduction de TVA sur les denrées alimentaires de base). Cette réduction du déficit public³, associée à la forte croissance du PIB nominal attendue au cours des années à venir, permettrait au ratio de dette publique de diminuer davantage, bien qu'il resterait très probablement supérieur à 100% sur l'horizon de prévision.

LA SITUATION DE DÉBITEUR NET INTERNATIONAL DE L'ESPAGNE A CONTINUÉ DE S'AMÉLIORER EN 2023

Au cours de la dernière décennie, le compte courant espagnol est resté excédentaire (1,7% de PIB en moyenne entre 2012 et 2023). Après avoir décliné en raison de la pandémie, cet excédent a augmenté en 2023 (2,7% de PIB) grâce à la forte baisse des prix de l'énergie et à l'excédent significatif de la balance des services (induit par l'essor de l'industrie touristique). Ce redressement, associé à la forte croissance du PIB nominal, a permis à la position nette d'investissement international de l'Espagne de s'améliorer depuis 2021 (passant de -72,1% du PIB au T3 2021 à -45,3% au T3 2024).

VULNÉRABILITÉS STRUCTURELLES : DÉFIS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

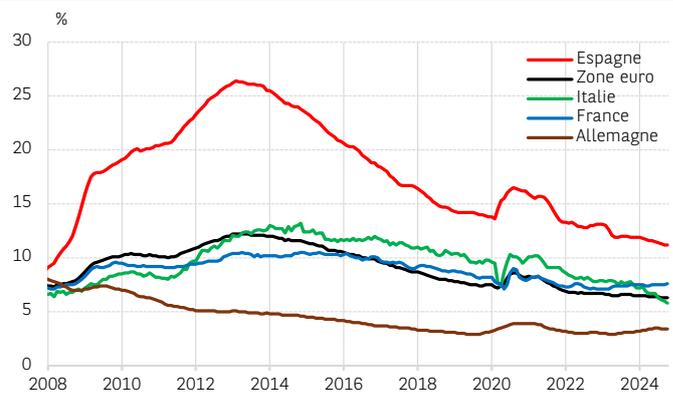
Bien qu'il fasse preuve d'une certaine vigueur depuis la réforme de 2021, le marché du travail reste l'un des points noirs de l'économie espagnole. Le taux de chômage des jeunes (26,7% en octobre) demeure élevé en comparaison de celui de la zone euro (15%), ce qui montre que l'inadéquation entre la formation et les besoins du marché du travail est plus marquée qu'ailleurs. De plus, le nombre de chômeurs de longue durée stagne à un niveau élevé, autour de 1 million depuis le T2 2023. Dans un contexte de vieillissement de la population active, cela laisse supposer qu'il s'agit d'une main d'œuvre plutôt âgée et difficile à réinsérer. D'autres réformes structurelles du marché du travail paraissent donc nécessaires pour améliorer la productivité et réduire le taux de chômage.

Achévé de rédiger le 02 décembre 2024

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com

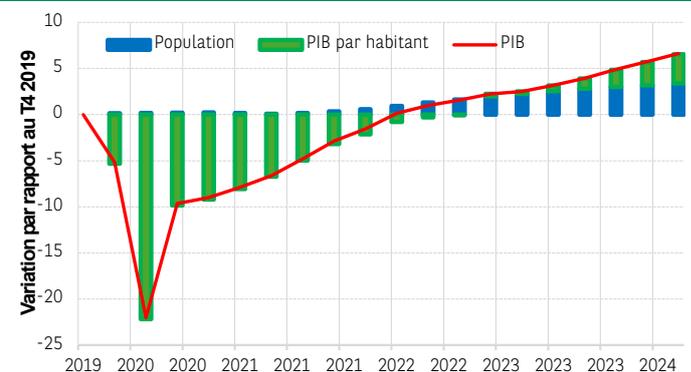
TAUX DE CHÔMAGE EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, MACROBOND, BNP PARIBAS

DEPUIS 2023, LA CROISSANCE DE LA POPULATION EXPLIQUE EN GRANDE PARTIE LA PERFORMANCE. LE PIB PAR HABITANT RESTE RELATIVEMENT PLAT



GRAPHIQUE 3

Note : productivité mesurée par le PIB par habitant
SOURCES : EUROSTAT, MACROBOND, BNP PARIBAS

³ Estimée à -3,0% du PIB en 2024, -2,6% en 2025 et -2,7% en 2026 par la Commission européenne.



RATTRAPAGE DE LA CROISSANCE

Après une période de stagnation économique en 2023, la croissance néerlandaise a retrouvé de l'élan en 2024 grâce à l'amélioration de la confiance des consommateurs et à l'assouplissement des conditions financières induite par les baisses de taux de la BCE. Dans le même temps, le marché du travail néerlandais reste tendu, avec de nombreux emplois vacants. Cela devrait entraîner une hausse plus importante des salaires réels, et ainsi soutenir la consommation privée. Alors que les investissements des entreprises ont baissé depuis le début de 2023, ils devraient reprendre progressivement, compte tenu de la poursuite du desserrement monétaire attendu en Europe l'année prochaine. La croissance des investissements publics devrait également rester assez favorable, ce qui entraînera une détérioration du déficit public. Cette dernière n'est cependant pas préoccupante compte tenu de la situation confortable dans laquelle le pays se trouve par rapport à ses principaux voisins. Le principal risque baissier en 2025 est lié à l'impact d'une croissance mondiale plus faible en raison de la hausse des tarifs américains et de la faiblesse de la demande européenne.

LA CROISSANCE DEVRAIT S'AMÉLIORER GRÂCE AU SOUTIEN DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES ET DES INVESTISSEMENTS

L'économie néerlandaise a été l'une des moins performantes en termes de croissance en 2023 et début 2024. Depuis, la situation s'est améliorée, et la croissance du PIB réel est devenue, à partir du deuxième trimestre, supérieure à la moyenne de la zone euro, malgré un certain essoufflement au troisième trimestre induit par la faiblesse persistante de l'investissement des entreprises et le ralentissement de la dépense publique.

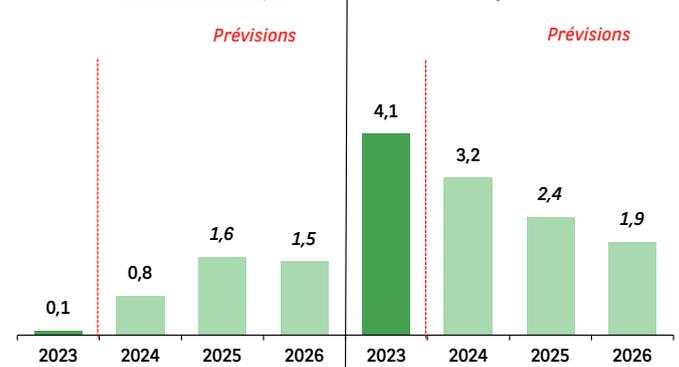
La consommation privée, déjà assez forte en 2023, a continué de soutenir la croissance et devrait bénéficier des gains supplémentaires de salaires réels, induits par un marché du travail toujours tendu. Le taux de chômage reste très faible et de nombreux emplois sont toujours vacants. Les indicateurs de confiance des entreprises montrent un modeste redressement par rapport aux faibles niveaux atteints fin 2023, mais la production industrielle reste faible. Les dépenses d'investissement ont diminué durant trois trimestres consécutifs en 2023, la construction ayant été particulièrement affectée par le resserrement des conditions financières et les pénuries de main-d'œuvre. La croissance des investissements devrait rebondir légèrement en 2024 à la faveur de l'amélioration des conditions financières et portée par l'augmentation des investissements publics. Les secteurs de la technologie, des sciences de la vie, de l'énergie durable et de la logistique continuent de jouer un rôle majeur dans l'économie néerlandaise. Les Pays-Bas sont également un acteur clé du commerce international, les ports, comme celui de Rotterdam, restant des centres logistiques mondiaux. Les efforts de stimulation de l'innovation dans le secteur technologique et dans les investissements verts (énergies renouvelables, transition énergétique) devraient soutenir une part importante de la croissance à long terme. Sur l'ensemble de l'année, le PIB devrait croître de +0,8 % (prévisions d'automne de la Commission européenne).

En 2025, la situation toujours tendue sur le marché du travail devrait permettre de nouvelles hausses de salaires, ce qui, dans un contexte de ralentissement de l'inflation, devrait pousser à la hausse la consommation privée. Les ménages néerlandais devraient également bénéficier de réductions d'impôts votées par le gouvernement. Les salaires contractuels devraient augmenter de 6,4 % en 2024 et les négociations actuelles laissent entrevoir une croissance légèrement plus lente en 2025, estimée à 4,2 %. Avec l'augmentation des prestations sociales, le pouvoir d'achat devrait augmenter de 2,5 % en 2024 et de 0,7 % en 2025, selon les estimations du Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique. Une réduction d'impôt pour les ménages à très faibles revenus a été incluse dans l'estimation. La perte de pouvoir

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %

Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

d'achat causée par le choc de l'inflation de 2022-2023 devrait être réparée en 2025. Cela explique pourquoi la confiance des consommateurs s'est bien tenue et continue de s'améliorer. Les prix de l'immobilier, qui avaient été durement touchés en 2023 lorsque les taux d'intérêt ont augmenté, se sont très rapidement redressés depuis en raison d'une pénurie massive de logements, en particulier dans les grandes villes. En septembre 2024, la hausse sur un an des prix de l'immobilier résidentiel a dépassé 11 %, ce qui a probablement renforcé la confiance des consommateurs.

La combinaison de tous ces facteurs devrait entraîner une croissance du PIB plus forte l'année prochaine. Selon les dernières prévisions de la Commission européenne, elle serait proche de 1,6 %, soit le double de la croissance de 2024. Le principal risque baissier associé à ce scénario est lié à l'affaiblissement de la demande mondiale et de celle de l'UE qui résulterait de la potentielle hausse des droits de douane américains.

L'INFLATION EST EN HAUSSE MAIS DEVRAIT RALENTIR

L'inflation a augmenté presque chaque mois depuis début 2024, atteignant 3,3 % en glissement annuel en octobre. Cette remontée peut s'expliquer par la persistance de l'inflation dans les services et au niveau des produits alimentaires transformés, elle-même affectée par



une augmentation des droits d'accise sur le tabac. Les loyers ont été ajustés à la hausse pour s'aligner sur l'inflation plus élevée et ont donc à leur tour contribué à la remontée de l'inflation un taux d'inflation plus élevé. L'inflation des services, qui s'avère plus persistante que prévu, devrait atteindre son plus haut niveau durant des trois derniers mois de 2024 avant de ralentir quelque peu par la suite. Selon la Commission européenne, l'inflation harmonisée devrait atteindre 2,4 % en 2025 et 1,9 % en 2026 en moyenne annuelle des chiffres nettement inférieurs à celui de 2024, qui devrait être proche de 3,2 %.

📊 DÉFICIT BUDGÉTAIRE PLUS IMPORTANT MAIS TOUJOURS MINIME EN PERSPECTIVE

En 2024, le déficit budgétaire devrait se situer à un niveau nettement inférieur à celui précédemment anticipé, essentiellement du fait que les recettes publiques (impôts sur le revenu et le patrimoine) ont été plus élevées que prévu au cours du premier semestre de l'année. La Commission européenne s'attend à ce que le déficit soit très faible, à -0,2 % du PIB d'ici fin 2024.

En 2025, les finances publiques néerlandaises devraient se détériorer quelque peu en raison de plusieurs facteurs, notamment l'augmentation des dépenses sociales et des investissements publics, ainsi que les conséquences d'un arrêt de la Cour qui exige que le gouvernement restitue aux contribuables les impôts indûment payés sur le rendement des actifs. Le gouvernement a également annoncé une baisse du taux de taxation sur les tranches de revenus inférieurs, ce qui implique que le déficit devrait s'élargir à 1,9 % d'ici fin 2025 et à 2,4 % d'ici fin 2026. Les décisions relatives à l'augmentation de la TVA sur certains produits et services (carburants, activités culturelles) devraient atténuer un peu la dégradation attendue du déficit budgétaire, mais ne suffiront pas à compenser l'augmentation des dépenses.

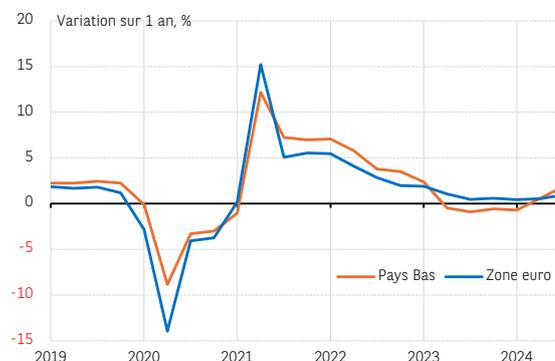
Lorsque l'on examine les finances publiques néerlandaises, il faut garder à l'esprit que le ratio de dette publique est beaucoup plus faible que dans n'importe quel autre pays européen. Celui-ci devrait certes augmenter légèrement en 2025 et 2026, mais il ne dépasserait pas 45 % du PIB, ce qui constitue bien entendu une grande différence par rapport aux autres pays de la zone euro où la situation détériorée des finances publiques est source d'inquiétude. Les Pays-Bas se trouvent dans une situation totalement différente.

Achévé de rédiger le 09 décembre 2024

Sylviane Delcuve

sylviane.delcuve@bnpparibasfortis.com

COMPARAISON DE LA CROISSANCE EN GLISSEMENT ANNUEL AUX PAYS-BAS ET EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, STATISTICS NETHERLANDS, MACROBOND, BNP PARIBAS

ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL



GRAPHIQUE 3

SOURCES : STATISTICS NETHERLANDS, MACROBOND, BNP PARIBAS

🔍 IMPACT DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS SUR L'ÉCONOMIE NÉERLANDAISE

Seulement 5 % des exportations néerlandaises sont à destination des États-Unis, ce qui en fait le cinquième marché à l'exportation du pays. Le marché américain est donc moins important que ceux des quatre principaux partenaires commerciaux du pays, à savoir l'Allemagne, la Belgique, la France et le Royaume-Uni. Toutefois, les Pays-Bas étant le principal pôle commercial de toute l'Europe, les effets des droits de douane américains sur l'économie néerlandaise pourraient être sensiblement négatifs. Le résultat dépend également de l'élasticité-prix de la demande aux États-Unis et de la capacité de l'économie américaine à fabriquer des produits de substitution.

Les principaux produits exportés des Pays-Bas vers les États-Unis sont le matériel de bureau, les boissons, les produits chimiques et les matériaux de transport. Les Pays-Bas importent des États-Unis du pétrole brut et du gaz, ainsi que des instruments médicaux et des vaccins. Depuis le début de la guerre en Ukraine, les exportations américaines de pétrole et de gaz vers l'Europe ont augmenté, dont une grande partie passe par le port de Rotterdam. Ainsi, les exportations américaines vers les Pays-Bas ont fortement augmenté ces derniers temps.

Les Pays-Bas occupent un positionnement particulier pour l'économie américaine, car les États-Unis exportent beaucoup plus vers les Pays-Bas que ceux-ci n'importent des États-Unis. Ainsi, ils sont le partenaire commercial avec lequel les États-Unis ont le plus grand excédent commercial. En 2023, la balance commerciale bilatérale entre les États-Unis et les Pays-Bas a atteint un excédent de USD 44 milliards en faveur des États-Unis, tandis que les données similaires avec la France et l'Allemagne font état de déficits bilatéraux de, respectivement, USD 14 milliards et USD 83 milliards.



LES ARBITRAGES ABONDENT

La croissance économique belge demeure légèrement inférieure mais proche de son rythme tendanciel. Notre *now-cast* pour le quatrième trimestre 2024 estime la croissance à 0,3 % t/t. Tandis qu'une baisse de la demande de certains produits et un environnement extérieur difficile se conjuguent pour peser sur la balance commerciale, la demande intérieure devra continuer de compenser la contribution négative du commerce extérieur. L'année dernière, les dépenses d'investissement des entreprises ont été le moteur de la croissance, mais à présent, la consommation privée reprend peu à peu le rôle principal. Un besoin urgent de consolidation budgétaire devrait freiner toute nouvelle hausse des dépenses publiques.

LA DEMANDE INTÉRIEURE À LA RESCOUSSE

La croissance du PIB belge reste stable, bien que légèrement inférieure à son rythme tendanciel. Alors que l'année dernière, la croissance économique a surtout été portée par les dépenses d'investissement des entreprises, les dépenses publiques ont pris le relais, sans surprise en cette année électorale. Contrairement à la période Covid 2020-2022, quand la production de vaccins soutenait les exportations, le commerce international pèse sur le PIB depuis 2023. Cette situation devrait se poursuivre, car des facteurs externes se combinent pour entraver la reprise des exportations (voir encadré). La demande intérieure devra venir à la rescousse : la consommation privée devrait redevenir le moteur de cette économie. Sous réserve d'une stabilisation des taux d'intérêt à un niveau plus bas, il est probable que l'investissement privé (des entreprises comme des ménages) contribuera également, tandis que le resserrement budgétaire limitera les dépenses publiques.

Selon une étude récente, les ménages belges sont en bonne santé financière par rapport à ceux de la plupart des autres pays de la zone euro. Il n'y a qu'au Luxembourg que le patrimoine net par ménage est nettement plus élevé. L'immobilier en représente près de 50 % : malgré la hausse des taux d'intérêt, les prix ont progressivement augmenté ces dernières années. À présent, la baisse des loyers pourrait stimuler les transactions immobilières, toujours en berne par rapport à 2022.

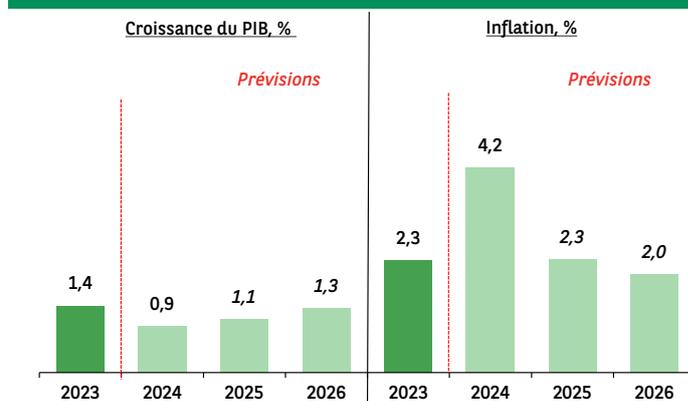
Dans l'ensemble, la confiance des entreprises est en hausse, surtout dans les secteurs de la construction et des services. Après une phase de pessimisme qui aura duré la plupart de l'année, les industriels semblent tourner la page. Mais il reste à voir si ce nouvel optimisme résistera aux écueils du contexte global.

Avec le spectre d'une guerre commerciale qui se profile et la procédure laborieuse de formation d'un nouveau gouvernement, les risques sur l'activité sont clairement baissiers.

REFROIDISSEMENT (PROGRESSIF) DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Après avoir fait preuve d'une résilience remarquable pendant les confinements, avec une croissance particulièrement forte de l'emploi indépendant, le marché du travail belge a quelque peu refroidi. L'indice Federgon de l'activité dans le secteur de l'intérim est en baisse depuis la période pré-pandémie, un signe clair de fin de cycle. Les enquêtes indiquent que la crainte du chômage a atteint son pic en deux ans, tandis que le pourcentage d'emplois vacants reste stable. En 2023, plus de la moitié des nouveaux emplois ont été créés par le gouvernement, directement ou indirectement (services non marchands). À partir de 2025, nous prévoyons une poursuite de la remontée du taux d'emploi à hauteur de 0,3-0,4 pp par an.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS FORTIS, BNP PARIBAS

INFLATION : TOUJOURS PÉNALISÉE PAR LES POINTS BAS DE 2023 MAIS EN VOIE DE NORMALISATION

Depuis le début de l'année, l'économie belge partage avec la Roumanie l'honneur peu enviable d'avoir le taux d'inflation le plus élevé de l'UE. Plutôt que de continuer de retomber d'un pic (tardif) à deux chiffres, l'inflation belge (mesurée par l'IPCH) a rebondi après un bref passage en territoire négatif au T4 2023. La cause principale ? L'inflation des prix de l'énergie. Le traitement technique de certaines mesures de soutien des pouvoirs publics a exercé une double pression sur l'inflation belge, en faisant baisser les niveaux calculés des prix de l'énergie au moment où les cours étaient nettement inférieurs à leurs pics de 2022. De ce fait, les niveaux de prix actuels, qui progressent à un rythme mensuel plus ou moins conforme à leur taux historique, semblent élevés par rapport aux planchers d'il y a 12 mois. Cet effet de base temporaire devrait se dissiper en fin d'année, après quoi nous nous attendons à un taux d'inflation légèrement au-dessus de 2 %.



DES NÉGOCIATIONS QUI DURENT, UNE DETTE PUBLIQUE QUI CONTINUE D'AUGMENTER

À l'heure d'écrire ces lignes, 6 mois après les élections de juin, il n'y a toujours pas de nouveau gouvernement fédéral. Les parties prenant part à la négociation – deux partis de centre droit flamands et deux wallons, ainsi que le parti socialiste flamand – poursuivent leurs discussions après les élections locales de novembre. Un accord final semble à portée de main, mais il reste à voir dans quelle mesure il intégrera l'agenda de consolidation budgétaire de Bart De Wever, président de longue date de la NVA et aspirant au poste de Premier ministre. La BNB a récemment confirmé que, si les politiques actuelles sont maintenues, le déficit budgétaire de -4,5 % du PIB se creuserait à -7,2 %, tandis que le ratio dette/PIB de 105,7 % aujourd'hui augmenterait à 130 % d'ici 2038. Quel que soit le scénario, une hausse du ratio d'endettement de 1,5 pp par an semble difficilement évitable.

Achévé de rédiger le 02 décembre 2024

Arne Maes

arne.maes@bnpparibasfortis.com

GUERRE COMMERCIALE : UN CERTAIN IMPACT (INDIRECT)

Les remarques régulières du président élu Trump à propos de la mise en œuvre imminente de hausses des droits de douane inquiètent les entreprises belges. Dans le dernier Business Echo de la BNB¹, plus de la moitié des entreprises interrogées se disent pessimistes pour 2025. Cette année déjà, le ralentissement majeur de l'économie allemande, un partenaire commercial clé des exportateurs belges, a pesé sur l'activité. Selon nos estimations, un ralentissement de 1 % en Allemagne pourrait ôter jusqu'à 0,4 pp à la croissance belge.

La part des États-Unis dans le total des exportations belges est d'environ 6 %, ce qui les place dans le top 5 des débouchés, quoique loin derrière les pays voisins : la France, l'Allemagne et les Pays-Bas. Ensemble, ces trois marchés absorbent la moitié des exportations belges. Vers les États-Unis, les entreprises belges exportent des machines, des appareils et des pièces mécaniques, des métaux et des minéraux (diamants compris), des véhicules et des plastiques. Ces quatre catégories représentent environ un tiers du total des exportations de la Belgique vers les États-Unis. Mais les produits pharmaceutiques dominent le classement : en 2022, ce groupe représentait 51 % des exportations aux États-Unis, contre 43 % avant la Covid.

Le commerce belge a considérablement ralenti après la pandémie, à la fois en raison de la baisse de la demande de vaccins et de diamants et d'une compétitivité-coûts réduite, au moins en partie due à l'indexation automatique des salaires. Depuis début 2023, les taux de croissance des exportations de diamants sont négatifs ou stables. De ce fait, la part de diamants dans les exportations est passée de 4 % à 2 %. Un facteur clé de ce déclin est l'émergence des diamants synthétiques, en particulier aux États-Unis, où la demande est la plus forte. Cependant, le handicap lié au coût de la main-d'œuvre s'estompe à mesure que les salaires progressent aussi plus vite dans d'autres pays (voisins). Avant les élections américaines, il était prévu que la contribution négative du commerce extérieur à la croissance devienne légèrement positive à l'horizon des cinq prochaines années. Mais compte tenu du résultat et des changements attendus dans le contexte international, il est plus probable que cette contribution demeure négative.

¹ https://www.nbb.be/doc/ts/publications/business_echo/2024_12_business_echo_publication.pdf



REPRISE ATTENDUE, MAIS LE CHEMIN DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE SERA LONG

Le *policy mix* (combinaison des politiques budgétaire et monétaire) du Royaume-Uni devrait être plus accommodant en 2025. Ses effets positifs seront toutefois limités compte tenu de la baisse très progressive des taux d'intérêt et de la mise en place de règles budgétaires plus contraignantes. Après une croissance du PIB au troisième trimestre 2024 en deçà des attentes (+0,1% t/t), un renforcement de l'activité est attendu au T4 (+0,3% t/t) avant une stabilisation autour de ce niveau en 2025 (entre 0,3% et 0,4% t/t). Le Royaume-Uni, qui affiche un solde commercial pratiquement à l'équilibre avec les États-Unis et exporte majoritairement des services outre-Atlantique, semble en outre bénéficier d'une situation plus confortable que ses voisins européens pour échapper à la hausse des tarifs américains.

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE : EN PHASE DE REPRISE

Face à la menace protectionniste américaine, le Royaume-Uni occupe une place singulière. Contrairement aux grands pays industriels de la zone euro (Allemagne, Italie) et à la Chine, il enregistre des excédents commerciaux avec les États-Unis très faibles (inférieur à GBP 2 mds en octobre 2024¹), ce qui pourrait faciliter les termes d'un accord commercial à venir entre Londres et Washington. Pour le Royaume-Uni, qui exporte davantage de services que de marchandises vers les États-Unis, le principal choc viendrait d'un ralentissement plus marqué de l'activité au sein de l'Union européenne, son principal débouché commercial. Sur le plan domestique, des freins à la consommation persisteront du fait de l'ampleur du choc inflationniste passée et du processus de refinancement des ménages à des taux plus élevés, qui n'est pas achevé. En effet, la Banque d'Angleterre (BoE) estime que près de la moitié des prêts hypothécaires connaîtront une augmentation de leurs charges d'intérêt d'ici au T4 2027². La croissance du PIB réel devrait progresser l'an prochain, à hauteur de 1,4% avec un acquis de croissance fin 2024 que nous estimons à 0,4%. L'activité ralentira à nouveau en 2026, en raison d'une politique budgétaire plus restrictive et de freins sur le plan intérieur (inflation structurellement élevée, transmission de la hausse des taux aux ménages, faiblesse des gains de productivité) et extérieur (ralentissement économique aux États-Unis).

MARCHÉ DU TRAVAIL : JUSQU'ICI IL RÉSISTE

Si les signes de refroidissement sur le marché du travail se multiplient, on ne peut pas évoquer, à ce stade, de véritable retournement. Le nombre de salariés a reculé de 0,1% t/t au troisième trimestre mais après avoir progressé de 0,1% sur les deux premiers trimestres 2024³. L'indice composite PMI pour l'emploi évoluait en novembre en dessous de la zone d'expansion (48,9), mais il ne décroche pas autant qu'en zone euro. Le nombre d'emplois vacants est tout juste revenu cet automne aux niveaux observés en 2019, ce qui est un niveau cohérent avec un marché du travail encore sous tension. Néanmoins, cette décélération devrait être suffisante pour engendrer un ralentissement progressif des salaires, dont le rythme de progression annuelle s'élevait encore à près de 5% en octobre.

LES LOYERS TIRENT L'INFLATION DANS LES SERVICES

Depuis le mois d'avril, l'inflation s'est stabilisée autour de la cible des 2% à la faveur d'une déflation sur l'énergie et les biens manufacturés. La dérive de l'inflation dans les services reste, en revanche, très limitée et plusieurs mesures inscrites au budget d'automne, qui prendront effet en avril prochain (revalorisation de 6,7% du salaire minimum, augmentation des frais de scolarité dans le secteur privé, hausse du taux de cotisations employeurs), seront de nature inflationniste. L'évolution des loyers alimente aussi l'inflation dans les services et il n'est pas dit, compte tenu du rebond de l'activité dans l'immobilier (voir encadré), que les prix dé-

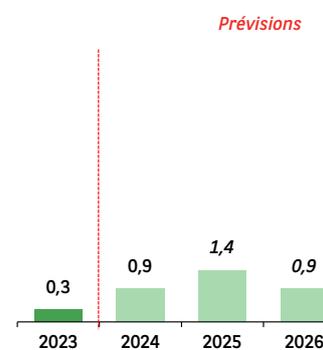
¹ Cumul sur douze mois.

² Rapport de Stabilité financière de la Banque d'Angleterre, novembre 2024, page 46.

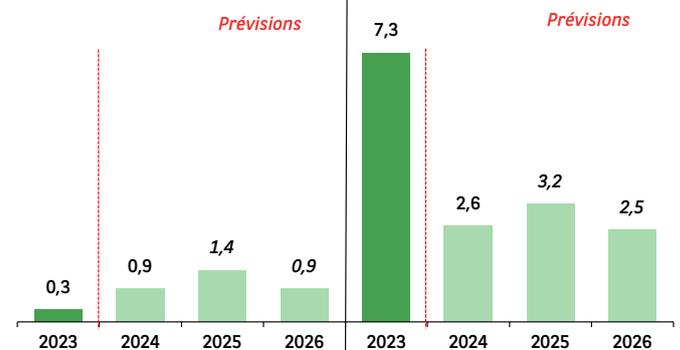
³ Données administratives publiées par l'ONS.

CROISSANCE ET INFLATION

Croissance du PIB, %



Inflation, %



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

célèrent rapidement en 2025, au contraire. Depuis la crise sanitaire, la hausse des loyers n'a eu de cesse de s'amplifier pour atteindre 7,3% a/a en octobre, la plus forte progression en 31 ans. Si ce poste de l'inflation ne constitue vraisemblablement pas une variable de décision cruciale pour la BoE, il s'agit tout de même d'un frein de plus au relâchement monétaire. Hors loyers, l'inflation s'élevait à 3,8% a/a en octobre, un niveau qui, à défaut d'être satisfaisant, peut être perçu comme modéré.

POLITIQUE MONÉTAIRE : PAS D'ATERRISSAGE DES TAUX AVANT 2026?

La Banque d'Angleterre dispose donc de marges de manœuvre relativement réduites, compte tenu de la situation sur le front de l'inflation. Les membres du Comité de politique monétaire (MPC) devraient opter pour un *statu quo* lors de la réunion du 19 décembre, avant d'entamer un nouveau cycle de baisses en 2025 qui serait toutefois très progressif, plus progressif notamment qu'en zone euro, au rythme d'une baisse par trimestre. L'atterrissage des taux à 3,5% ne serait ainsi atteint qu'en 2026. Même si elle le serait graduellement moins, la politique monétaire resterait donc restrictive l'an prochain. Ses effets seraient toutefois contrebalancés par une politique budgétaire plus accommodante.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE : DÉFICIT STABLE EN 2025, TRAJECTOIRE DE CONSOLIDATION INTACTE

La politique budgétaire britannique sera expansionniste en 2025, l'OBR chiffrant le surcroît de dépenses liées au budget à GBP 70 mds sur les cinq prochaines années (environ 2% du PIB britannique). Dans ce



contexte, l'OBR prévoit que le déficit public se stabilise autour de 4,5% du PIB en 2024 et 2025⁴, avant un nouveau repli vers les 3% à horizon 2027. Le gouvernement a aussi fixé de nouvelles règles budgétaires plus contraignantes⁵ qui rendent cette consolidation plus crédible. La cible d'endettement est passée d'une mesure dite de « dette nette » à « passif financier net ». Cette dernière mesure intègre un ensemble d'actifs plus large qui, en net, réduit le ratio d'endettement de près de 14 points de PIB par rapport à la mesure de dette nette (83,7% du PIB en octobre 2024).

🔄 DÉFIS STRUCTURELS : ENDIGUER LES EFFETS DE LA DÉSINDUSTRIALISATION

Le recul de l'activité et les destructions d'emplois dans le secteur industriel – industries extractive et manufacturière – se sont nettement amplifiés depuis la crise sanitaire. La part de l'industrie dans la valeur ajoutée a notamment atteint un nouveau point bas au T3 2024, à 10,4%. Cela alimente plusieurs freins à l'économie britannique tels que la baisse des exportations de biens et le creusement du déficit commercial, ainsi que les inégalités sociales et territoriales. Accélérer la construction de logements et redresser les services publics seront deux autres chantiers sur lesquels le gouvernement sera attendu en 2025.

📦 POSITION EXTÉRIEURE : UN DÉFICIT COMMERCIAL EN PARTIE COMPENSÉ PAR LES SERVICES

Le compte courant britannique reste déficitaire à hauteur de 2,2% du PIB au T2 2024, en cumul sur un an, mais s'est peu ou prou stabilisé à ce niveau depuis deux ans. Le Royaume-Uni enregistre un déficit commercial très important (équivalant à 7,0% du PIB), en particulier vis-à-vis de l'UE, qui s'est creusé post-Brexit et qui touche l'ensemble des grandes catégories de biens. Les déficits les plus importants vis-à-vis du reste du monde portent sur les produits agroalimentaires, énergétiques, et les machines et équipements. Une grande partie de ce déficit est toutefois compensée par l'excédent conséquent dans les services (6,1% du PIB), qui témoigne des atouts que conserve le pays dans les services à haute valeur ajoutée (la finance et les services d'information et de communication).

Achévé de rédiger le 06 décembre 2024

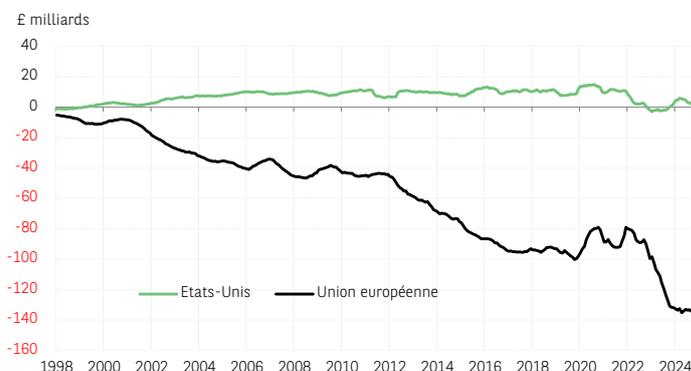
Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

⁴ Années fiscales.

⁵ En particulier, la règle qui consistait auparavant à amorcer une réduction du ratio d'endettement public dans un horizon de cinq ans a été réduite à trois ans.

SOLDE COMMERCIAL BILATÉRAL DU ROYAUME-UNI (CUMUL SUR DOUZE MOIS)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, CALCULS BNP PARIBAS

PERSPECTIVES DE VENTES IMMOBILIÈRES AU ROYAUME-UNI



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RICS, BNP PARIBAS

🔍 LE REBOND DU MARCHÉ IMMOBILIER, SOUTIEN ET FREIN À L'ACTIVITÉ

Les premières baisses de taux d'intérêt ont fourni un élan supplémentaire au marché immobilier britannique, qui était déjà dans une phase de reprise avant même que le resserrement monétaire ne soit achevé. Les premiers signes de stabilisation se sont manifestés en toute fin de 2022, avec un début de redressement selon l'enquête auprès des notaires (RICS)¹, suivi d'un rebond du volume des prêts à l'habitat. Avec 68 303 nouveaux prêts (hors renégociations) accordés en octobre 2024, la moyenne de 2019 (65 784) a été dépassée. Le rebond des prix immobiliers s'est également amplifié, les indices Nationwide et Halifax indiquant un glissement annuel des prix autour de 4% en octobre-novembre.

La poursuite de la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation des frais d'enregistrement (*stamp duty*) annoncée dans le budget d'automne, qui prendra effet en avril 2025, renforceront cette dynamique de reprise dans les prochains mois dans un contexte par ailleurs de fortes tensions sur l'offre. Cela aura pour conséquence supplémentaire de maintenir la pression à la hausse sur les loyers, et donc sur l'inflation. Le rebond de l'activité immobilière renforcera la pression sur le gouvernement qui s'est fixé pour mission de générer un choc de construction, avec l'objectif de bâtir 300 000 nouveaux logements par an d'ici à la fin du mandat gouvernemental en 2029.²

¹ Le solde d'opinion concernant les anticipations de ventes a atteint un point bas -51,8 en décembre 2022.

² Voir BNP Paribas Graphique de la semaine, Royaume-Uni : le manque de logements, un défi de taille pour le parti travailliste, 25 juillet 2024.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INSTABILITÉ POLITIQUE ET ATTENTE DE NORMALISATION

L'économie japonaise continue de se caractériser par une croissance faible, en ralentissement au T3. Le momentum positif sur l'inflation et les salaires va dans le sens des objectifs de la Banque du Japon. Ce tableau devrait lui permettre de poursuivre son resserrement monétaire graduel. Mais, les développements de politique intérieure (élections générales ayant abouti à une perte d'assise politique pour le gouvernement) et extérieure (victoire de Donald Trump) n'aident pas à la stabilité.

UN REBOND DE LA CROISSANCE ANNUELLE À VENIR

La croissance japonaise a fléchi à +0,3% t/t (-0,2pp) au troisième trimestre après le rattrapage du T2. Nous anticipons une progression au même rythme au T4. Le taux de croissance annuel moyen de 2024 s'inscrirait, dans ces conditions, dans le rouge, à -0,2%, un résultat en repli significatif par rapport à 2023 (+1,7%), du fait de l'acquis de croissance négatif et de la contraction du T1.

La croissance du T3 est soutenue par la consommation privée (+0,7% t/t, +0,1pp), qui constitue le premier moteur de croissance, loin devant l'investissement résidentiel (+0,4% t/t, -0,8pp). À l'inverse, l'investissement productif a déçu (-0,1% t/t, -1,0pp), comme la demande publique. Enfin, la contribution négative la plus importante provient du commerce extérieur, du fait d'une croissance des importations (+1,8% t/t) excédant sensiblement celle des exportations (+1,8% q/q).

En 2025, le rythme séquentiel serait plus modéré, avec des taux de croissance trimestriels de l'ordre de +0,1% t/t, plus en ligne avec l'estimation de la croissance potentielle par le Cabinet Office. Pour l'ensemble de l'année, la croissance s'élèverait à 0,7%, un chiffre nettement plus haut qu'en 2024, permis par l'amélioration du revenu disponible des ménages. Toutefois, le potentiel de rebond de la croissance japonaise reste limité par les contraintes d'offre (voir ci-après).

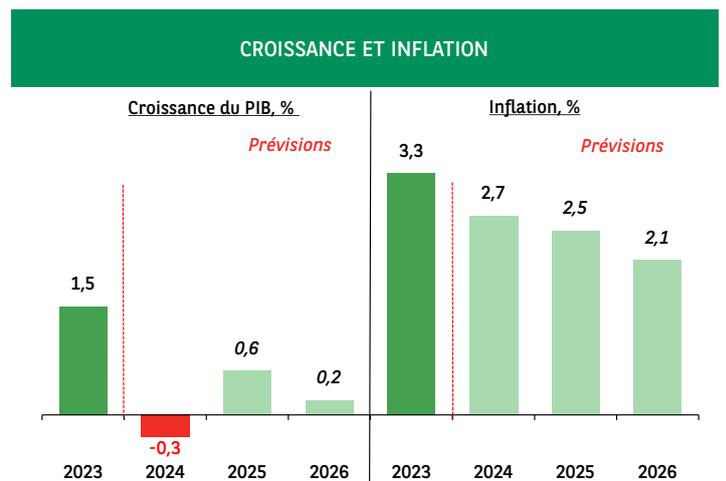
IMPASSE SUR L'OFFRE DE TRAVAIL

Le marché du travail japonais – et, in fine, les perspectives de croissance de l'économie – continue de souffrir du manque de main d'œuvre. Au T4, l'indice Tankan d'utilisation des facteurs a fait l'objet d'une nouvelle détérioration, liée au manque d'offre de travail, à un plus bas sur l'historique disponible (2003). La croissance de la force de travail, susceptible de répondre à cette problématique, a marqué le pas au cours des derniers mois. Le taux de chômage, qui s'élève à 2,5% en octobre, n'a que marginalement augmenté depuis le début de l'année (+0,1pp).

Sur le plan salarial, les derniers chiffres, datés de septembre, font état d'une croissance des salaires contractuels programmés à un plus haut sur 30 ans, à +2,5% a/a. En revanche, l'indice des salaires réels peine à se fixer en territoire positif de façon soutenable. En effet, deux mois de repli en variation annuelle (août et septembre, respectivement à -0,8% et -0,4%) ont succédé à deux mois consécutifs de progrès.

MOMENTUM HAUSSIER POUR L'INFLATION

L'inflation semble réaccélérer au T4. Après avoir reflué en septembre du fait du retour du subventionnement des factures énergétiques, l'inflation sous-jacente (hors nourriture non transformée et énergie) comme l'indice *new-core* affichent une augmentation mensuelle de +0,6% en octobre (après, respectivement, -0,3% et +0,1% en septembre). Des mouvements divergents (-0,2pp et +0,2pp) rapprochent l'évolution en glissement annuel des deux indices, à +2,3% a/a, alors que les effets de base de l'année précédente pointaient vers des chiffres plus faibles. L'inflation des services, à +1,5% a/a en octobre, particulièrement scru-



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

tée, a également gagné en *momentum* ces derniers mois – exception faite de septembre. Enfin, l'inflation Tokyo de novembre, indicateur avancé de l'inflation au niveau national, s'inscrit également dans cette tendance d'accélération (sous-jacent à +2,2% a/a, +0,4pp).

En 2025, la montée en puissance de la boucle salaires-prix et un yen toujours faible devraient maintenir l'inflation sous-jacente au-dessus de sa cible de 2%, avant un retour autour de celle-ci à partir du T4 et en 2026.

UNE INSTABILITÉ POLITIQUE VOUÉE À SE POURSUIVRE

Des élections générales anticipées se sont tenues le 27 octobre. Celles-ci ont été convoquées par Shigeru Ishiba, consécutivement à son arrivée à la tête de la présidence du Parti libéral-démocrate (PLD) et à la tête du gouvernement en remplacement de Fumio Kishida. Le vote a abouti à une perte de majorité absolue (233) à la Chambre des représentants pour le PLD, qui passe de 259 à 191 élus. De plus, le concours de son allié traditionnel de Komeito (24 sièges) est insuffisant pour sécuriser une position majoritaire. Il s'agit d'une occurrence rare et inédite depuis 2009 dans la vie politique japonaise. Ishiba est toutefois parvenu à se maintenir au poste de Premier ministre à la faveur d'un vote minoritaire le 11 novembre.

Le nouveau cabinet a annoncé une légère augmentation du stimulus budgétaire pour l'année fiscale 2024 (qui s'achève le 31 mars 2025). Celui-ci s'élève à 13,9 trillions de yens (2,3% du PIB), contre 13,2 en 2023. Le plan, qui inclut des allocations aux ménages modestes et la poursuite du subventionnement sur les factures énergétiques, doit être validé par le Parlement. Le Premier ministre plaide pour une poursuite du soutien aux ménages tant que la croissance des salaires n'excède pas l'inflation. En outre, la nouvelle configuration politique constitue



un terrain fertile à davantage de soutien budgétaire en 2025. En effet, la survie de l'actuel gouvernement est notamment dépendante du soutien – ou de l'absence de défiance – du Parti démocratique pour le peuple (DPP), favorable aux baisses d'impôts.

POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Japon s'est montrée précautionneuse après sa hausse inattendue de taux directeur de l'été dernier : elle a maintenu l'*un collateralized overnight call rate* stable à +0,25% lors des deux réunions consécutives de septembre et d'octobre. Cependant, la BoJ reste sur son scénario de « continuer à augmenter le taux directeur et à ajuster le degré d'assouplissement monétaire » sur la base de ses prévisions de croissance et d'inflation sous-jacente (respectivement, 1,1% et 1,9% sur l'année fiscale 2025). Nos propres prévisions tablent sur trois hausses de taux (+25 pb pour chacune) en 2025, portant le taux directeur à +1,0% en fin d'année prochaine - un plus haut depuis 1995.

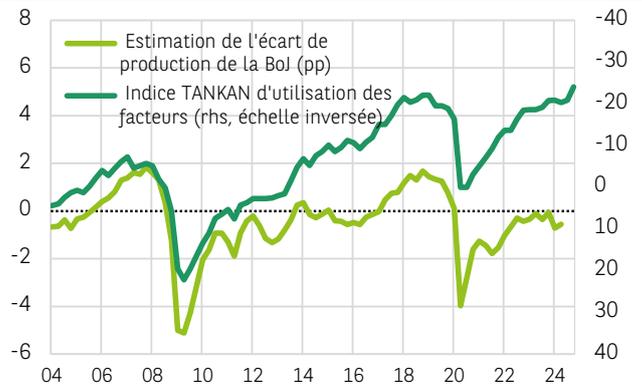
Par ailleurs, alors que le résultat de l'élection présidentielle américaine ne sera pas sans impact sur l'économie japonaise (voir encadré), Kazuo Ueda a admis prendre sérieusement en compte les mouvements sur le yen pour les « projections économiques et d'inflation ». Il a également déclaré que si le JPY devait s'affaiblir davantage avec une inflation au-dessus de 2%, ceci appellerait à des contre-mesures de la part de la BoJ.

Achevé de rédiger le 11 décembre 2024

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

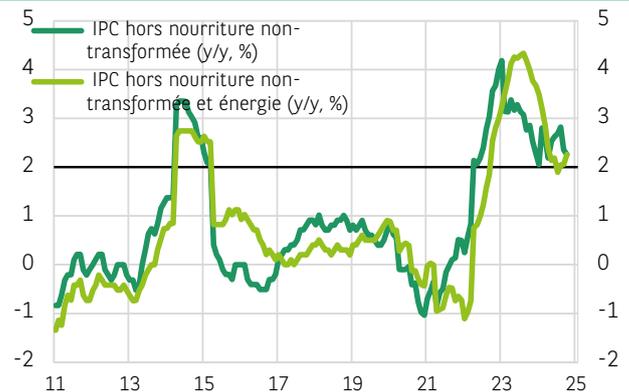
LE JAPON FACE AUX CONTRAINTES D'OFFRE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BANK OF JAPAN, BNP PARIBAS

L'INFLATION AU-DESSUS DE SA CIBLE



GRAPHIQUE 3

SOURCES: MACROBOND, BNP PARIBAS

LE JAPON FACE AU RETOUR DE DONALD TRUMP

Pour le Japon, la victoire de Donald Trump s'accompagne d'un regain d'incertitude sur le plan géopolitique, notamment sur les questions de défense, mais également sur le plan économique. Sur ce dernier thème, les risques principaux sont liés aux mesures sur les droits de douane et aux conséquences potentiellement inflationnistes des projets de Donald Trump. L'application de tarifs douaniers plus élevés sur les produits japonais endommagerait la compétitivité-prix des entreprises exportatrices (sans grande possibilité d'absorber cela dans les marges car la demande domestique est déjà peu dynamique). Cela aurait des conséquences négatives pour la croissance d'un pays pour lequel les États-Unis est le premier marché à l'exportation (22% en 2023). De plus, la Chine, deuxième marché du Japon, devrait être particulièrement visée par Donald Trump, avec un droit de douane effectif moyen qui s'élèverait à 40% (+25pp) au T1 2026 au terme d'une augmentation incrémentale, ce qui peut supposer davantage d'effets négatifs par le canal indirect d'un ralentissement chinois.

Le yen pourrait également faire l'objet d'une plus ample détérioration face à l'USD en cas de réduction du déficit commercial américain et, surtout, du fait du surcroît d'inflation attendu aux États-Unis (les droits de douanes étant supportés par le consommateur final) entraînant le maintien d'une politique restrictive par la Réserve fédérale. Une appréciation de la parité USDJPY est généralement favorable aux actions japonaises et, en l'espèce, pourrait aider à l'atténuation de l'impact des hausses de tarifs douaniers. Les profits nominaux des entreprises nationales ont d'ailleurs battu, au T2 2024, leur record établi un an plus tôt sur fond de tendance baissière du JPY. À l'inverse, l'accroissement de l'inflation importée et une plus grande restriction monétaire pour réduire le différentiel de taux d'avec les États-Unis impacteraient négativement une demande déjà structurellement endémique.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PRÉVISIONS

25

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

| % | Croissance du PIB | | | | Inflation | | | |
|-------------|-------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| | 2023 | 2024 e | 2025 e | 2026 e | 2023 | 2024 e | 2025 e | 2026 e |
| États-Unis | 2,9 | 2,8 | 2,1 | 1,3 | 4,1 | 2,9 | 2,9 | 3,9 |
| Japon | 1,5 | -0,3 | 0,6 | 0,2 | 3,3 | 2,7 | 2,5 | 2,1 |
| Royaume-Uni | 0,3 | 0,9 | 1,4 | 0,9 | 7,3 | 2,6 | 3,2 | 2,5 |
| Zone euro | 0,5 | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 5,4 | 2,4 | 2,1 | 2,0 |
| Allemagne | -0,1 | -0,1 | 0,4 | 0,6 | 6,0 | 2,5 | 2,4 | 1,8 |
| France | 1,1 | 1,1 | 0,8 | 0,9 | 5,7 | 2,3 | 1,1 | 1,2 |
| Italie | 0,8 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | 5,9 | 1,1 | 2,0 | 1,9 |
| Espagne | 2,7 | 3,1 | 2,5 | 1,8 | 3,4 | 2,8 | 2,2 | 2,2 |
| Chine | 5,2 | 4,9 | 4,5 | 4,3 | 0,2 | 0,3 | 0,8 | 1,0 |
| Inde* | 7,0 | 8,2 | 6,0 | 6,7 | 6,7 | 5,4 | 4,9 | 4,2 |
| Brésil | 2,9 | 3,4 | 2,1 | 1,8 | 4,6 | 4,4 | 5,1 | 4,0 |

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

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Taux d'intérêt, %

| Fin de période | | T1 2025 | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|----------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| E-Unis | "Fed Funds (borne supérieure)" | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| | Treas. 10a | 4,10 | 4,25 | 4,55 | 4,65 |
| Zone euro | Taux de dépôt | 2,50 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| | Bund 10a | 1,90 | 2,00 | 2,10 | 2,25 |
| | OAT 10a | 2,63 | 2,80 | 2,95 | 3,13 |
| | BTP 10 ans | 2,95 | 3,10 | 3,25 | 3,40 |
| | BONO 10 ans | 2,50 | 2,65 | 2,75 | 2,90 |
| Royaume-Uni | Taux BoE | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 3,75 |
| | Gilt 10a | 4,15 | 3,90 | 4,00 | 4,00 |
| Japon | Taux BoJ | 0,50 | 0,75 | 0,75 | 1,00 |
| | JGB 10a | 1,20 | 1,40 | 1,40 | 1,60 |

Taux de change

| Fin de période | | T1 2025 | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| USD | EUR / USD | 1,03 | 1,02 | 1,01 | 1,00 |
| | USD / JPY | 153 | 154 | 155 | 156 |
| | GBP / USD | 1,26 | 1,24 | 1,23 | 1,22 |
| EUR | EUR / GBP | 0,82 | 0,82 | 0,82 | 0,82 |
| | EUR / JPY | 158 | 157 | 157 | 156 |

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS


BNP PARIBAS

 La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago
Cheffe économiste +33 1 87 74 01 97 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 +33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable +33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable +33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet +33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot +33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller +33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation +33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie +33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone +33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans +33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins +33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine +33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale +33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan +33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone +33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce +33 1 42 98 48 59 mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

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



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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document 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: Jo Panuwat D

