

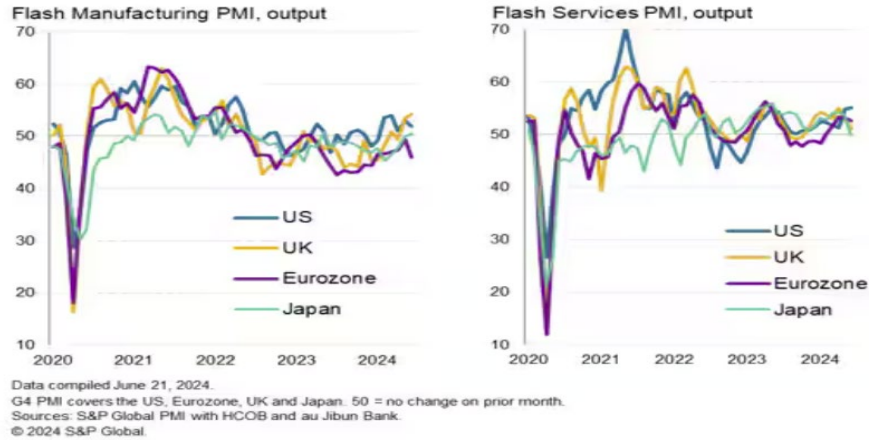
Chronique Macroéconomique



Juin-Juillet 2024

L'activité mondiale a accéléré son redressement au mois de mai et se stabilise en juin

Flash PMI output of 'G4' developed economies



Global economic growth and the PMI



Si les statistiques globales ont été encourageantes au mois de mai avec une accélération de l'activité mondiale, il faut faire un tri sectoriel et géographique pour comprendre que cette progression n'est pas homogène et surtout qu'elle est très fragile.

D'une manière générale, c'est principalement le secteur des services qui tire la croissance mondiale, avec un PMI global en zone d'expansion pour quasiment toutes les zones géographiques.

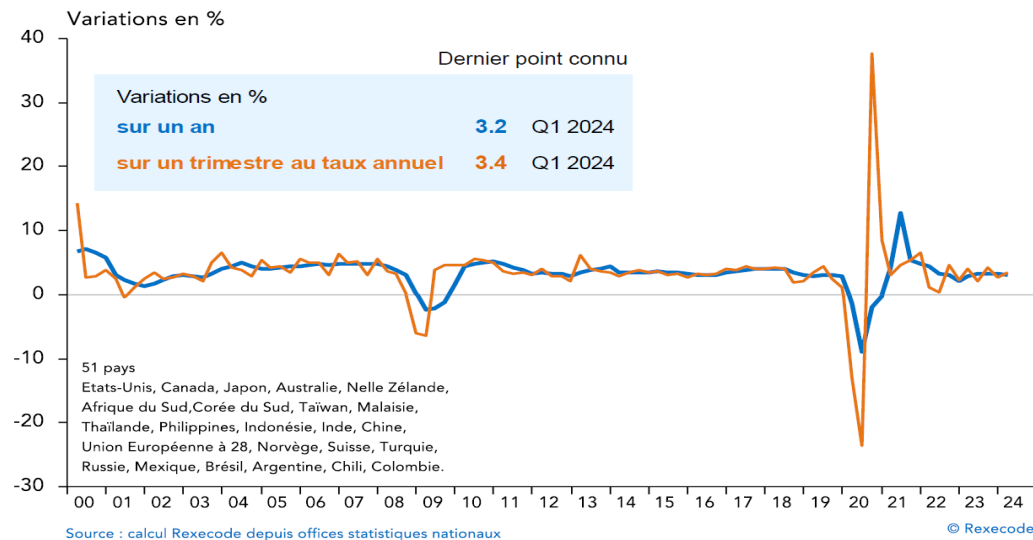
Il n'en va pas de même pour l'industrie manufacturière qui connaît une forte dichotomie entre les grandes zones d'intérêt économique.

Les Etats-Unis se stabilisent en juin après une forte poussée en mai et se situe en territoire positif, il en est de même pour la Chine et le Japon; la croissance est plutôt robuste sur l'Asie (Inde, Vietnam, Taiwan et Thaïlande) mais en revanche la situation s'assombrit pour la zone Euro.

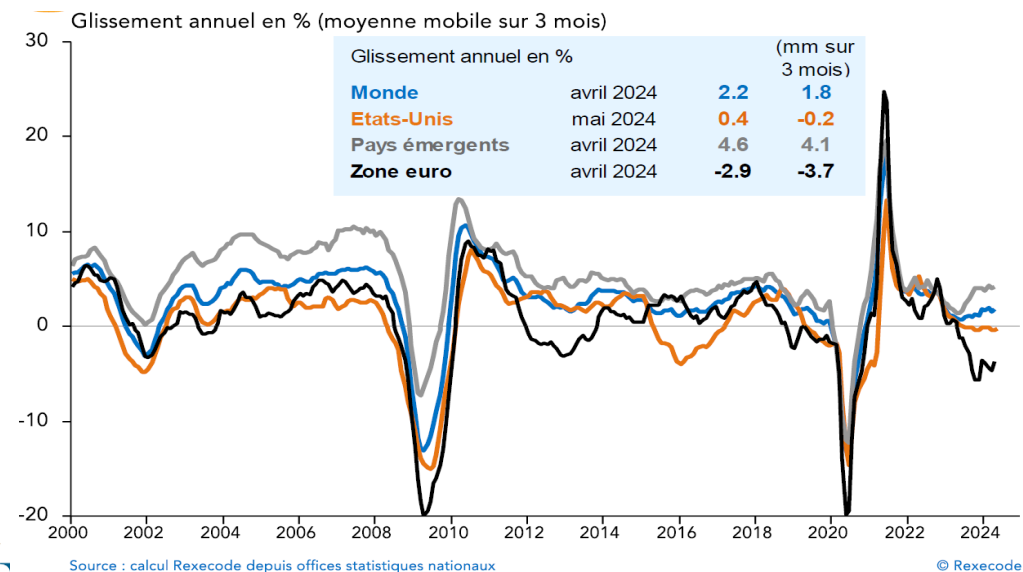
La trajectoire de consommation reste relativement correcte au niveau mondial avec là aussi une forte dichotomie entre les pays développés et les pays émergents, la consommation reste assez médiocre dans les pays développés où la tendance est plus à épargner (sauf USA) mais bien plus élevée dans les émergents avec un moral des ménages plus haut.

D'une manière générale, on observe que l'économie mondiale a ralenti assez sensiblement en juin en comparaison du mois de mai.

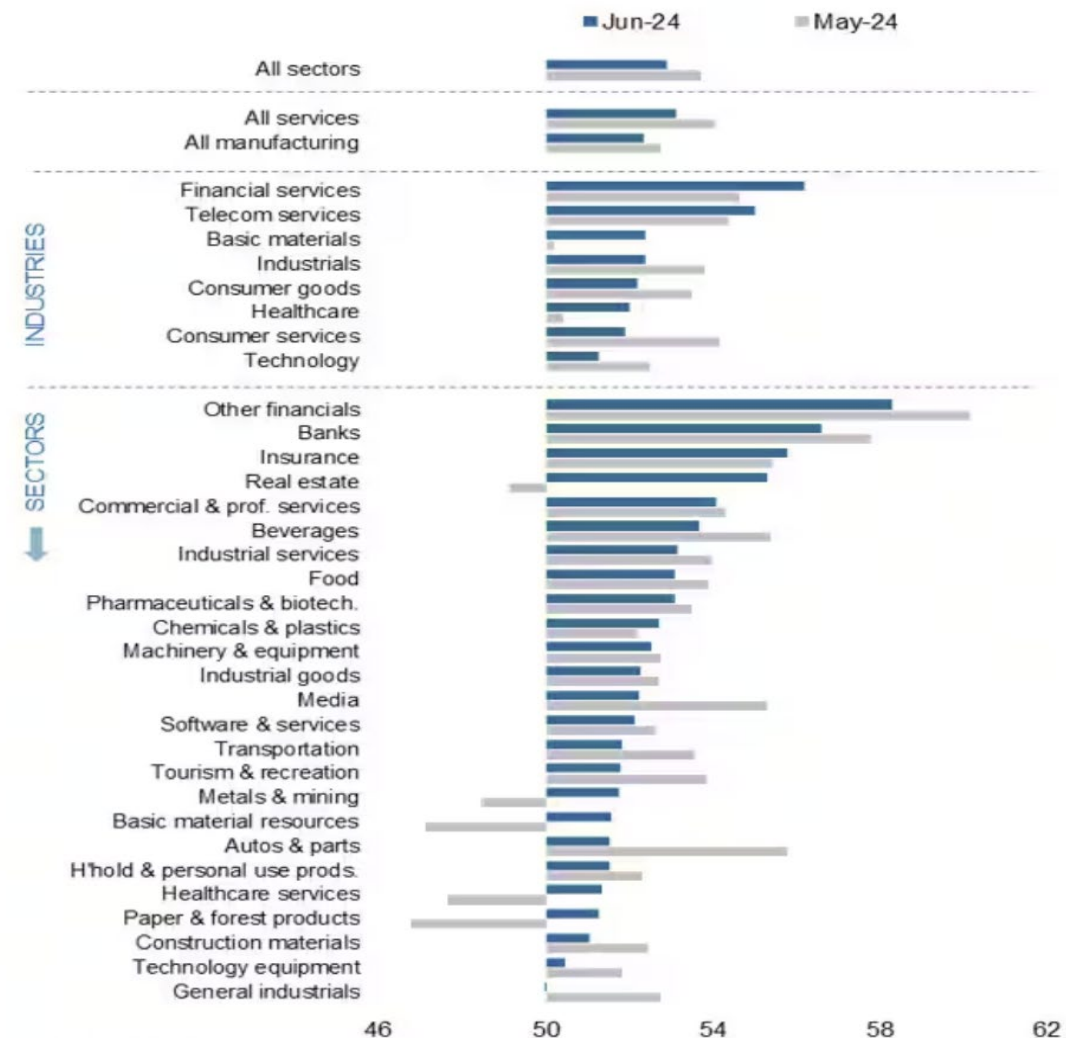
Croissance du PIB mondial en volume



Production industrielle mondiale



Global PMI output Index



Data compiled July 2024.
PMI (Purchasing Managers' Index) value of 50 = no change on prior month.
Source: S&P Global PMI, JPMorgan.
© 2024 S&P Global.

Evolution des prix au niveau mondial

Les anticipations d'inflation des ménages ne sont plus à la baisse mais plutôt sur une stabilisation. Les effets de base sur l'inflation se sont largement modérés. Si les prix à la production se sont sensiblement tassés et notamment en Chine, cet effet modérateur a été en partie compensé par la hausse des coûts du fret maritime en raison de l'insécurité en mer Rouge qui pousse les navires à faire un large détour très coûteux et aux difficultés rencontrées sur le canal de Panama en raison d'une forte sécheresse qui empêche les grosses unités de passer le canal.

Outre ces problèmes, c'est aussi la hausse du coût du travail qui affecte les prix de vente selon les entreprises interrogées.

Cela étant, le ralentissement observé aux Etats-Unis mais aussi en zone euro devrait avoir dans les mois suivants un effet modérateur sur l'augmentation des salaires et donc avoir une incidence sur les prix.

Flash PMI output and prices charged, G4 economies



Data compiled June 21, 2024

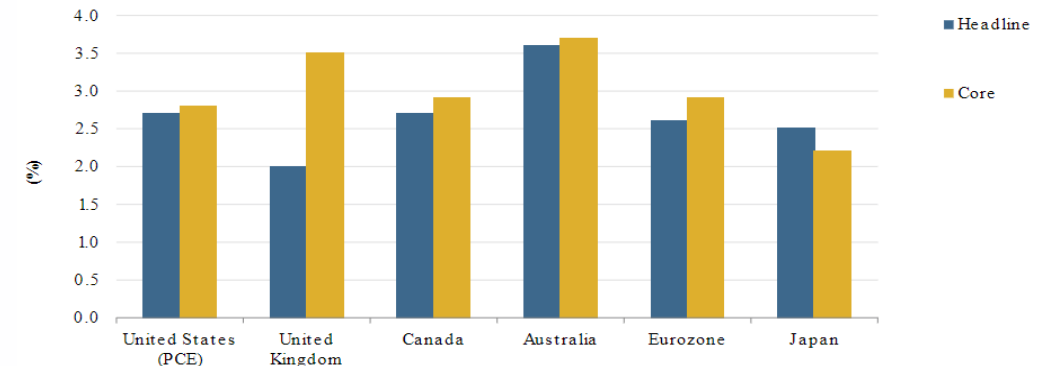
PMI covers manufacturing and services. 50 = no change on prior month.

Source: S&P Global PMI

© 2024 S&P Global.

Inflation in advanced economies

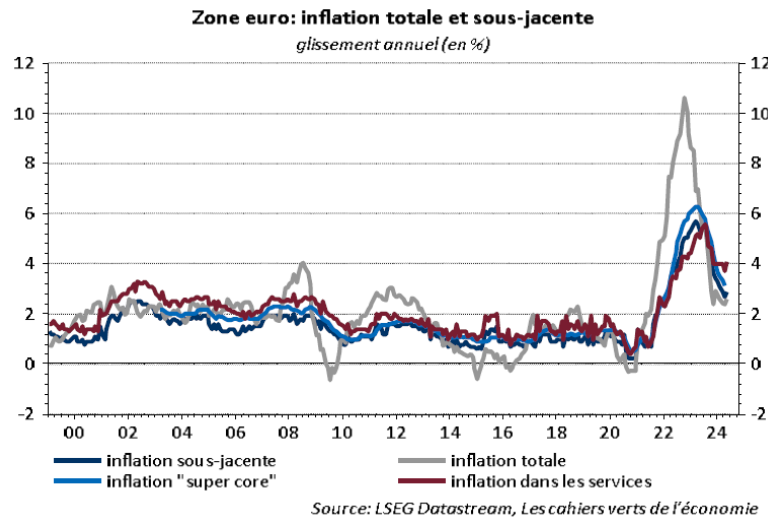
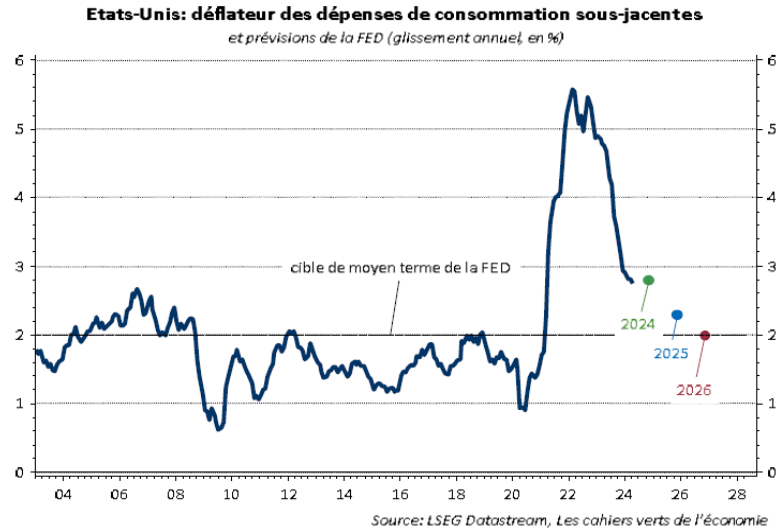
Latest data



Source: Country websites.

Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Les banques centrales



A la lecture des dernières minutes de la FED et des récents discours de J. Powell, il apparaît que la FED se satisfait d'un marché du travail qui se normalise avec un niveau moyen d'augmentation des salaires qui se situe vers 3,9% donc dans une zone de confort pour la Banque Centrale.

La Fed estime que le risque sur l'inflation reste encore haussier mais va se compenser par un ralentissement de l'activité.

Cette dernière estime aussi que l'activité est satisfaisante et s'éloigne de la zone de surchauffe et que le marché du travail se refroidit progressivement.

Le marché estime maintenant que la FED procédera à 2 baisses de taux d'ici la fin de l'année et cette estimation nous paraît raisonnable même si nous restons pour notre part sur une seule baisse en décembre.

En zone euro, la situation est différente, la BCE ayant procédé en Juin à une première baisse du taux directeur, il est quasiment certain qu'une deuxième baisse ne s'effectuera qu'après une baisse des taux aux Etats-Unis.

En outre la BCE a légèrement durci le ton en estimant que la macro européenne doit s'améliorer progressivement (prévision de 0,9% contre 0,4% antérieurement) et en révisant à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2024 et 2025 (+0,2pts à 2,5% pour 2024 et 2,2% pour 2025).

Nous ne sommes pas forcément d'accord avec ce scénario car si nous anticipons un soft landing aux Etats-Unis et un marché toujours difficile en Chine, cela aura des conséquences évidentes pour l'économie en zone euro.



ETATS-UNIS

Le ralentissement se confirme avec des publications macro contrastées.

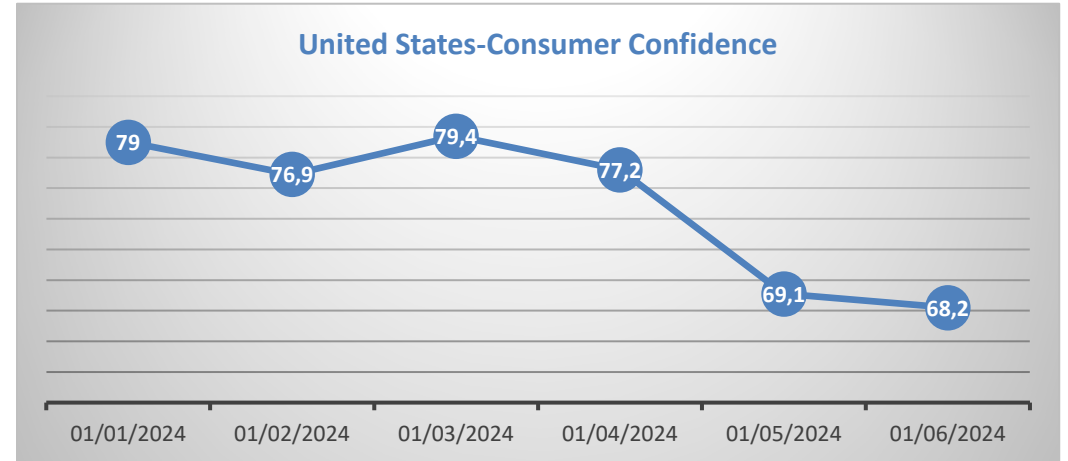
Les PMI sont positifs et en progression depuis le mois de mai, cependant un retournement est en train de s'opérer.

L'emploi est encore résilient même si le taux de chômage vient de remonter à 4,1% en raison notamment de 408k emplois détruits et recensés par le Household survey, le marché américain de l'emploi perd progressivement de sa fluidité.

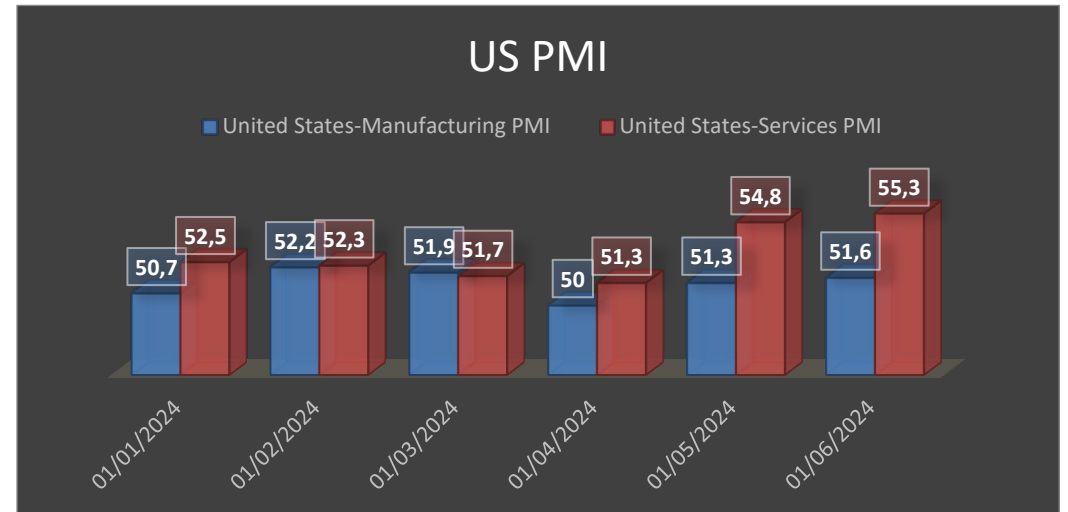
Le moral des ménages américain est en nette baisse depuis le début de l'année et s'explique par la crainte d'une dégradation de l'emploi mais aussi par un taux d'épargne qui a fondu.

La consommation se finance maintenant beaucoup plus par le crédit par rapport aux trimestres précédents où les ménages utilisaient leur épargne disponible.

De ce fait la croissance dépend de plus en plus du niveau des taux d'intérêt qu'auparavant.



Source: TradingEconomics-TC



Source: TradingEconomics-TC

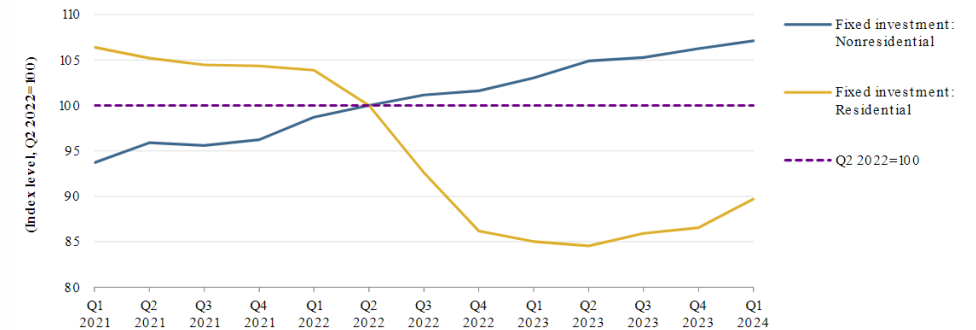


Situation des ménages américains

Le paradoxe qui existe aujourd'hui entre la résilience étonnante de l'économie américaine et une hausse de taux historique par son ampleur et sa vitesse d'exécution s'explique d'une part par un niveau d'épargne post covid élevé et soutenu par des mesures budgétaires qui ont contribué à soutenir la consommation domestique mais aussi et c'est important de le souligner ici, par le fait qu'en d'autres temps et nous pensons à la crise des subprimes, les ménages qui empruntaient pour leur emprunt immobilier avec des ARMs (Adjustable rate mortgage- emprunts à taux variable) excédaient les 30% des demandes d'emprunt avec un ratio d'endettement dépassant les 137%, or à ce jour ce ratio est tombé à moins de 7% avec un ratio d'endettement d'environ 64%.

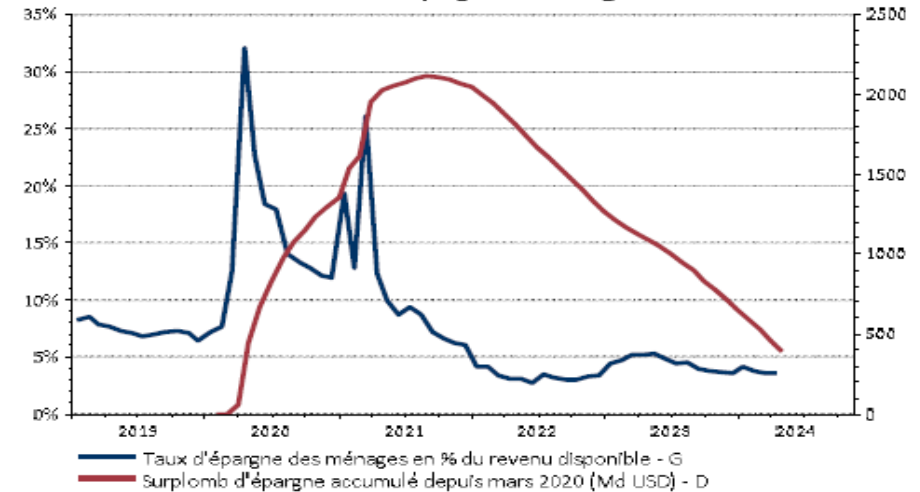
Cependant aujourd'hui l'investissement dans l'immobilier résidentiel neuf est atone avec un marché dans l'ancien qui est figé compte tenu de la réticence des ménages d'engager des nouveaux projets d'achat conditionnés à la revente de leur ancien logement et ce en raison de la forte augmentation des taux d'emprunt hypothécaire. Le passage d'un taux moyen hypothécaire à de 4% à 7% (moyenne actuelle) a engendré une augmentation des échéances de remboursement de 40%.

Higher interest rate is weighing on residential investment



Q--Quarter. Sources: Bureau of Economic Analysis and S&P Global Ratings Economics' calculations.
Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Etats-Unis : Epargne des ménages



Sources: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



La croissance du revenu disponible des ménages s'est éteinte et commence à avoir une incidence plus marquée sur la consommation, elle se répercute logiquement sur le taux de croissance de l'économie américaine, à ce sujet les chiffres de consommation du T1 sont revus à la baisse.

Cela va dans le sens d'un soft landing que nous anticipions lors de nos précédentes publications.

Chez certains économistes, le mot récession revient de plus en plus souvent dans les analyses, en tout cas le risque d'y entrer n'est pas éliminé pour certains d'entre eux.

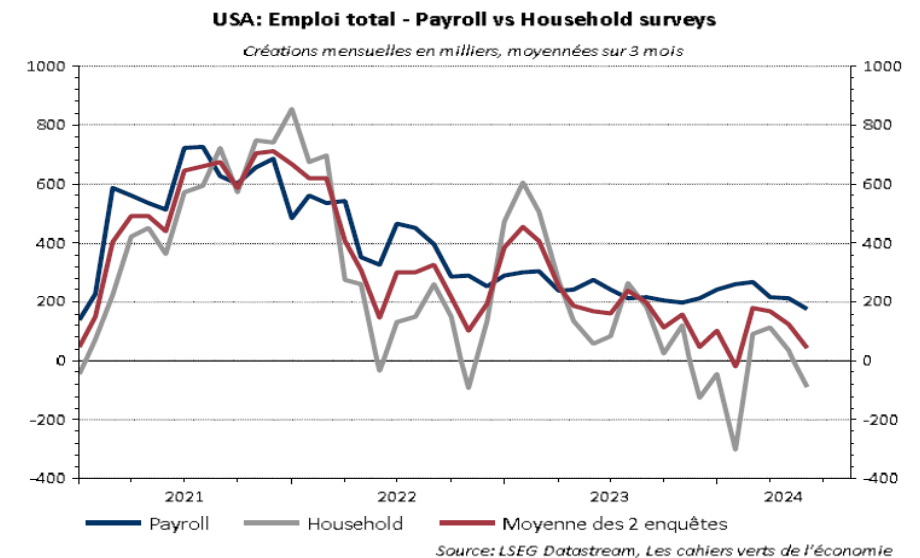
Pour notre part, nous estimons que tant que les marges moyennes des entreprises et les profits restent au niveau élevé que nous connaissons, le soft landing reste l'option privilégiée.

Consumer Spending

Monthly

May 2024	+0.2%
April 2024	+0.1%
March 2024	+0.7%
February 2024	+0.6%

Source: S&P, TC





La saison 2 des résultats des entreprises américaines débute ce mois de juillet, elle devrait permettre de déterminer si le niveau élevé des valorisations actuelles est justifié ou non.

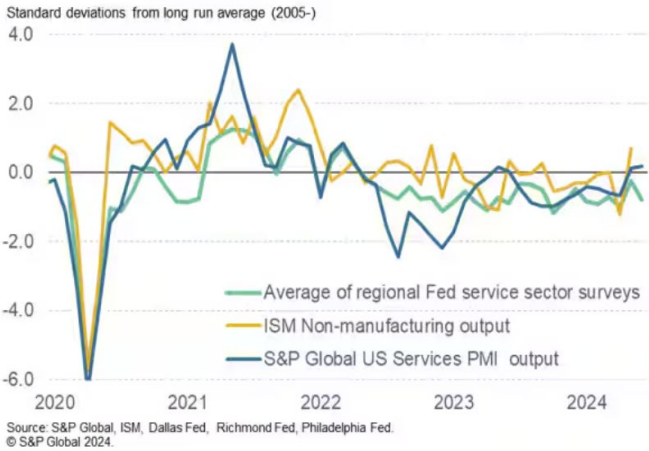
Dans une perspective de baisse des taux, certains secteurs comme la Tech devraient être favorisés.

En outre on assiste à une normalisation du marché du travail qui post pandémie, était sous pression avec un manque de main d'œuvre et un taux de démission exceptionnel qui ont entrainé une inflation salariale importante.

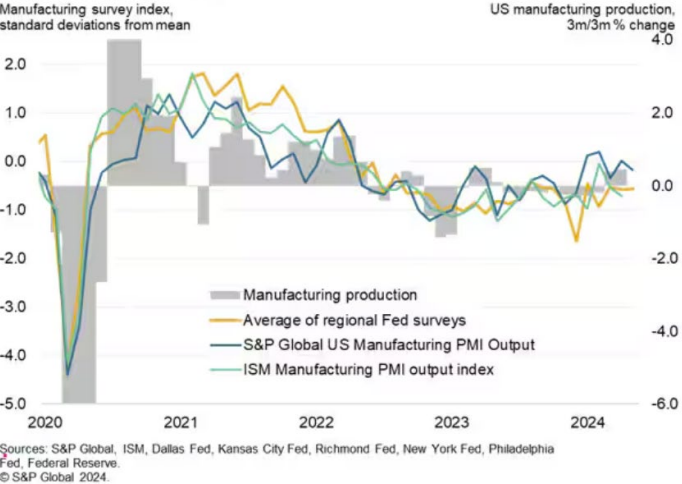
Ce n'est quasiment plus le cas aujourd'hui et donc les pressions sur les marges des entreprises se sont apaisées et devraient contribuer à une désinflation progressive sur les prix.

Au regard de notre perspective de soft landing, nous abaissons notre prévision de croissance du PIB US de 2,7 initialement à 2,3-2,4.

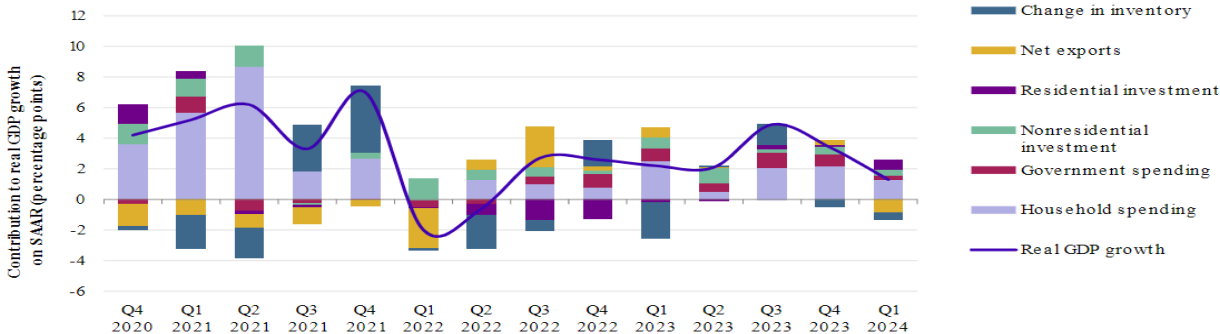
US service sector output indicators



US manufacturing production indicators



Economic growth continued to decelerate amid elevated interest rate



SAAR--Seasonally adjusted annual rate. Sources: Bureau of Economic Analysis and S&P Global Ratings Economics. Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.



ZONE EURO

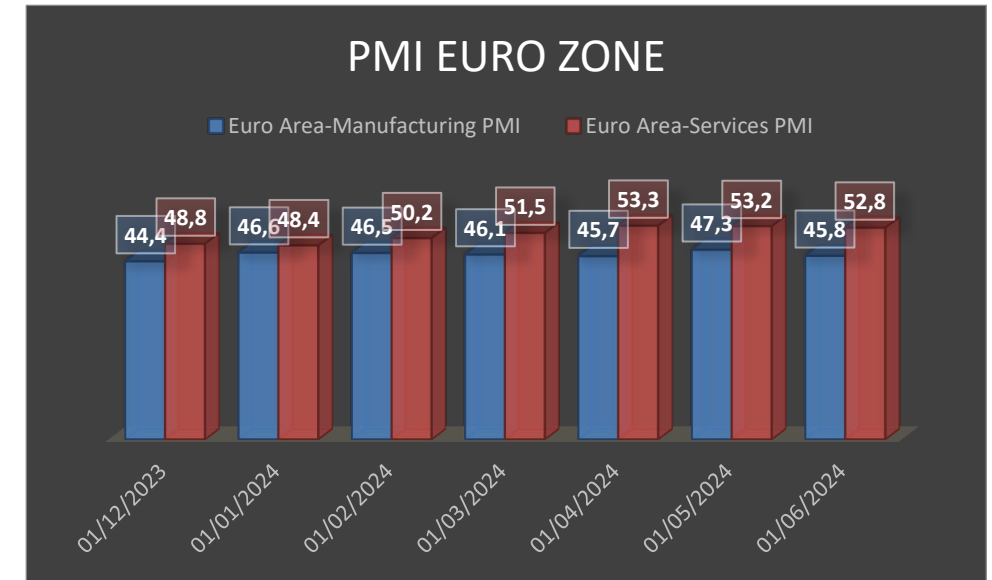
Après une accélération au mois de mai, les chiffres de juin montrent un tassement sur l'ensemble des PMI.

La croissance du PIB de la zone euro a rebondi au 1^{er} trimestre 2024 à 1,3% en rythme trimestriel annualisé.

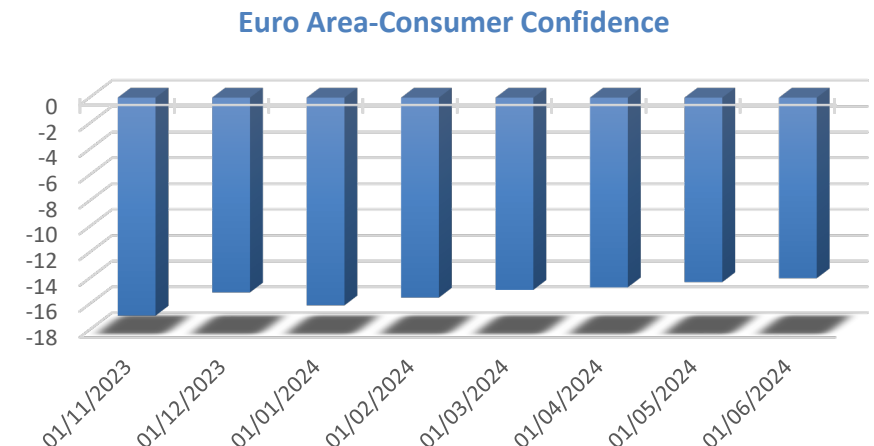
Les facteurs de soutien sont principalement la baisse de l'inflation qui redonne un peu de pouvoir d'achat aux ménages et a permis un rebond de la consommation, les conditions financières s'améliorent également ce qui permet un meilleur accès au crédit, le moral des chefs d'entreprises s'est aussi amélioré.

Par contre nous sommes moins optimistes pour le second semestre pour les raisons suivantes:

- Les politiques budgétaires sont plus restrictives (8 pays dont la France sont sous procédure de déficit excessif)
- Même si le PPE garde la majorité au parlement européen, il s'est légèrement affaibli et doit compter avec la nouvelle troisième force politique des nationalistes europhobes (V. Orban) qui ne manquera pas de s'opposer à toute réforme qui ne lui conviendrait pas.
- La France touchée par une forte incertitude politique qui aura sans doute des conséquences économiques et politiques.



Source: tradingEconomics/TC



Source: tradingEconomics/TC

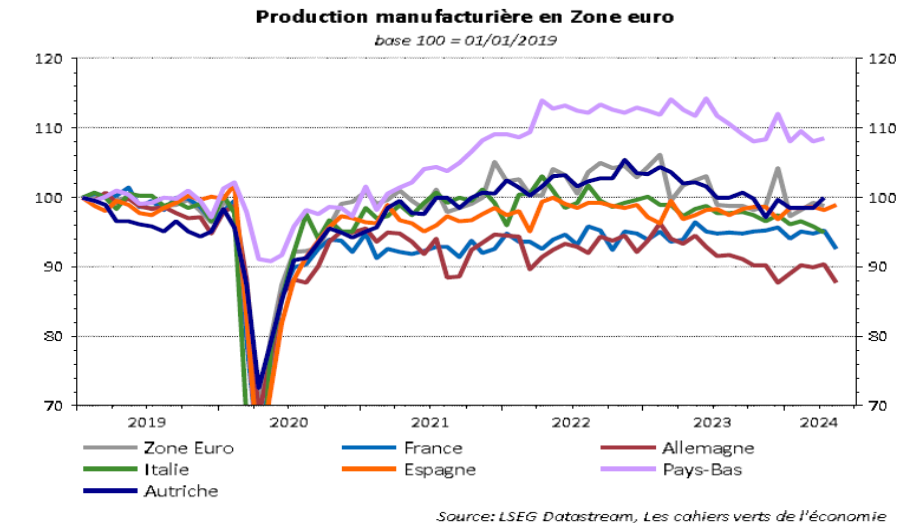
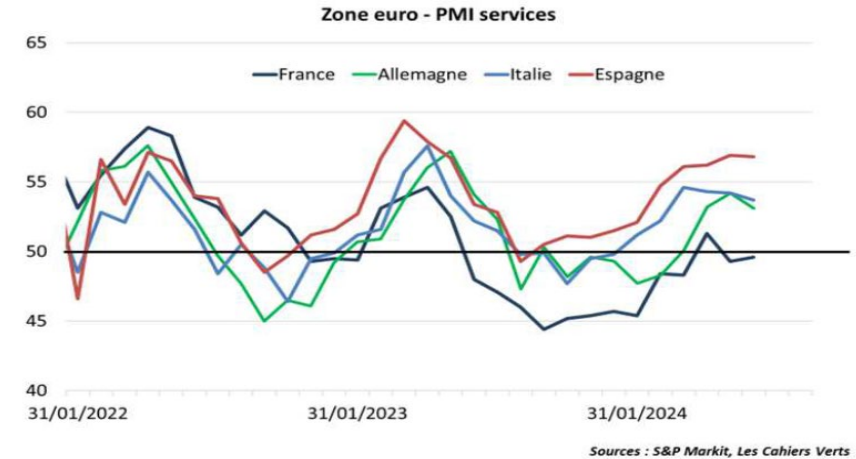


La croissance reste particulièrement solide dans les services avec une demande qui reste soutenue, c'est majoritairement dans ce secteur qu'on trouve les créations d'emploi.

La situation est assez homogène en Europe dans ce secteur hormis en France qui est largement en queue de peloton et qui risque de connaître un choc de confiance en fonction du gouvernement qui sera mis en place.

L'indice PMI manufacturier a interrompu son redressement à la fin du 2^{ème} semestre et la production industrielle dans certains pays majeurs de la zone euro a chuté lourdement en mai (Allemagne -2,5%; France -2,1%).

L'emploi en zone euro résiste mais commence à ralentir, les créations d'emploi ont progressé de 0,3% au 1^{er} trimestre 2024, le taux de chômage s'établit à 6,4% en juin.





Allemagne

Le PMI des conditions à l'export a progressé jusqu'à 51,9 en mai, son plus haut niveau depuis deux ans.

Du fait que la zone euro redevient le premier fournisseur des Etats-Unis devant la Chine, l'Allemagne en devient logiquement le plus grand bénéficiaire avec une hausse de +5,5% en glissement annuel de ses exportations vers les USA sur les quatre premiers mois de 2024.

On observe également une légère amélioration des exports vers ses partenaires de la zone euro.

Cependant l'investissement des entreprises régresse et notamment dans les machines et équipements (-5% au 1^{er} trimestre 2024 comparé avec 2018) et il n'y a pas d'effet de substitution vers les services en compensation.

L'Allemagne a subi un affaiblissement de sa croissance potentielle en 2023 avec une baisse marquée de la production industrielle principalement dans la chimie et l'automobile en raison de l'irruption de la Chine dans la concurrence internationale avec une offre plus qualitative depuis quelques années.

Cependant l'Allemagne reste encore compétitive hors prix par notamment son niveau d'investissement en R&D son taux d'équipement en robots et son niveau d'innovation.

France

Le résultat des élections législatives qui ne donne aucune majorité absolue, pousse l'économie française dans une ère de forte incertitude qui n'est pas bonne pour la croissance du pays.

Le programme du NFP(Nouveau Front Populaire) s'il était adopté avec une majorité relative serait catastrophique pour l'économie.

Les investisseurs étrangers et nationaux ont depuis mis en sommeil leur projet dans l'attente de connaître le prochain gouvernement.

 L'industrie manufacturière est la première touchée et l'activité recule fortement tout comme en Allemagne.



L'Italie

Depuis 2021, la croissance du PIB italien a largement dépassé celle de la zone euro dans son ensemble et ce, grâce à la politique fiscale avantageuse mise en place par le gouvernement italien post-covid pour les entreprises tout comme pour les particuliers avec des mesures de protection anti-inflation.

Cela a eu pour effet de soutenir la consommation privée et l'investissement.

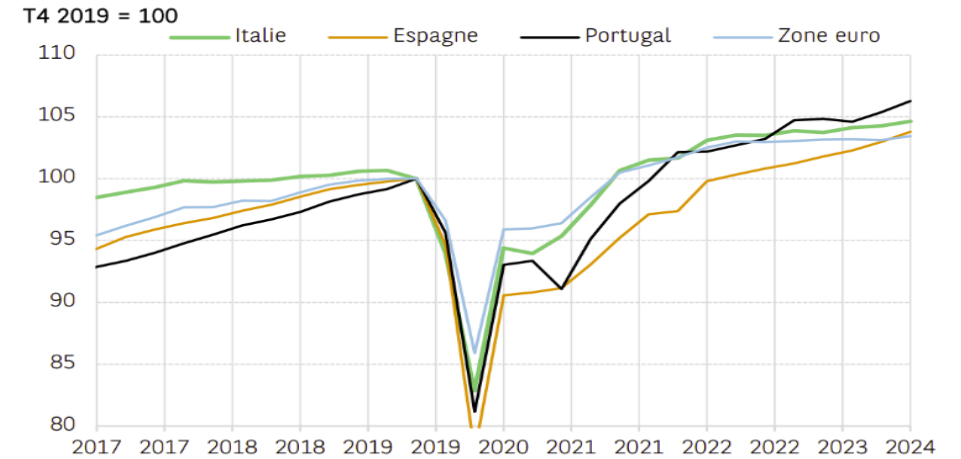
Cependant, le ralentissement de l'économie européenne et notamment allemande a eu pour effet de tasser la croissance italienne au mois de mai 2024.

Depuis la fin de la pandémie covid le taux de chômage s'est fortement réduit (7,2% en mars 2024 comparé à 10,2% en mars 2021) et le taux d'emploi s'est fortement amélioré, passant de 56,1% au 1^{er} trimestre 2021 à 62,1% en décembre 2023.

L'avantage fiscal pour la rénovation énergétique (Superbonus) a aussi été un facteur déterminant à la croissance de l'économie italienne en agissant positivement sur l'investissement.

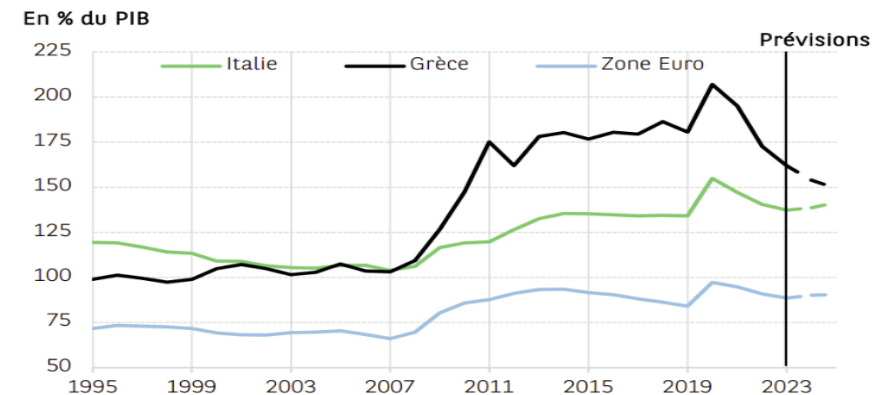
Seule ombre au tableau, l'état des finances publiques avec un très fort creusement du déficit public qui met l'Italie sous procédure de déficit excessif par la commission européenne et c'est le pays qui aura l'effort de réduction du déficit le plus important.

CROISSANCE DU PIB RÉEL EN EUROPE DU SUD



Sources: Nationales , BNPParibas

RATIOS DE DETTE PUBLIQUE



Sources: Eurostat, BNPParibas



L'Espagne

C'est certainement le pays de la zone euro qui connaît la plus forte croissance en volume.

Le tourisme est l'un des principaux moteurs de cette croissance avec une progression notable de 15% des arrivées de touristes sur les quatre premiers mois de 2024 en comparaison de l'année dernière.

Cela a contribué à soutenir la croissance des exportations de services (+11%) et faire que le commerce extérieur soit le principal facteur de croissance du PIB.

La consommation privée reste soutenue par l'amélioration du marché du travail, la hausse des salaires et les anticipations de désinflation (baisse de la TVA sur l'électricité à 10%).

Enfin l'amélioration des conditions financières est aussi un facteur de fort soutien pour les mois à venir.

Les Pays-Bas

L'économie néerlandaise s'est contractée au 1^{er} trimestre (-0,5% / T1 2023) en raison d'un fort déstockage, du recul des exportations et d'une baisse prononcée des investissements.

Le nouveau gouvernement de droite (et extrême droite) prévoit dans son plan jusqu'en 2027, de soutenir le pouvoir d'achat des ménages par des allègements fiscaux (2Mds €) et une diminution de la moitié des cotisations médicales obligatoire à partir de 2027. En outre certaines augmentations d'impôt ont été annulées au bénéfice des entreprises et le gouvernement maintient son objectif d'un déficit budgétaire inférieur à 3%.

Le gouvernement s'est aussi engagé à rétablir un climat des affaires propice à la croissance.

Les perspectives sont plutôt favorables pour 2024 d'autant que les conditions financières s'améliorent et bénéficient à la consommation domestique et à l'immobilier qui rebondit assez fortement.



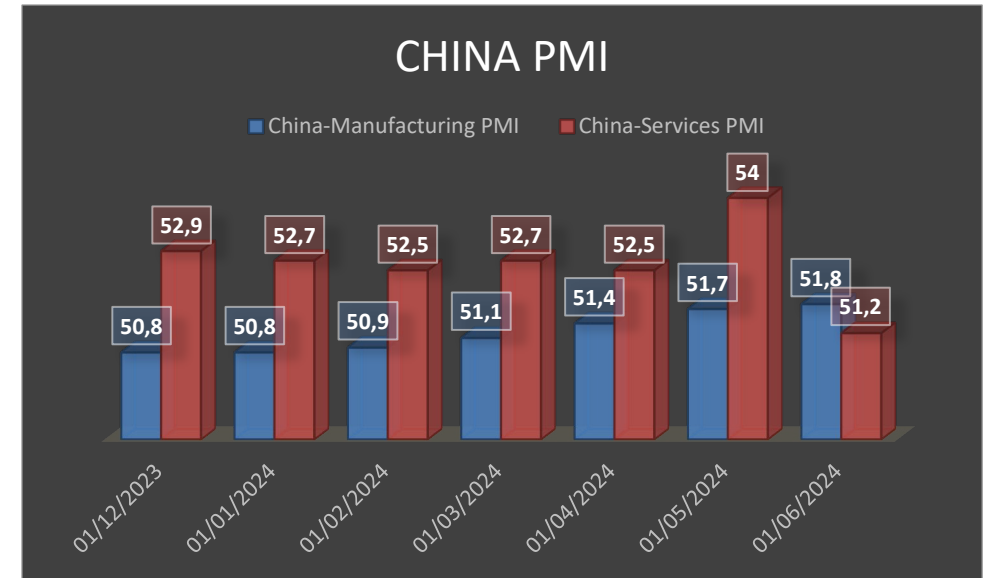
CHINE

Si la croissance est restée stable au 2^{ème} trimestre c'est principalement grâce au soutien des pouvoirs publics, la demande domestique est par contre restée faible sur cette période.

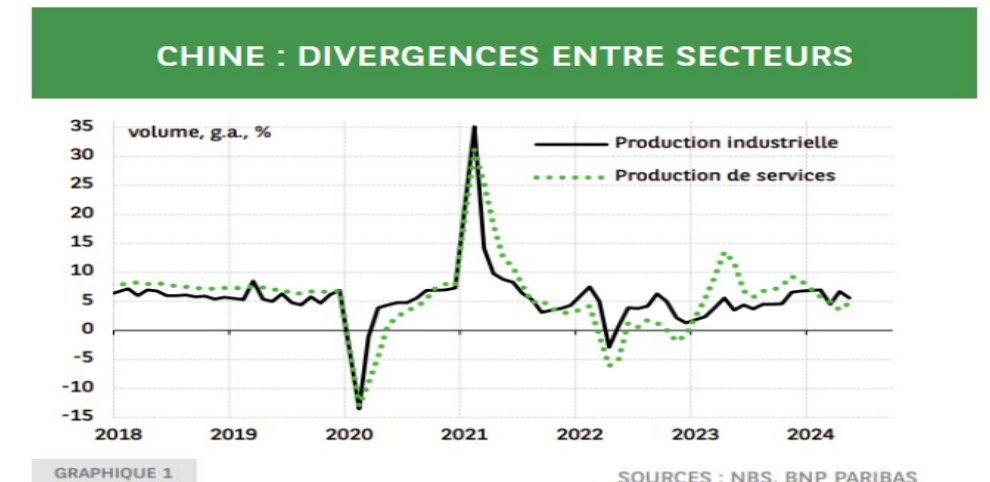
Toujours les mêmes causes, un taux d'épargne très élevé, une diminution de la richesse des ménages par la chute de l'immobilier, une confiance faible des ménages sur l'avenir économique dans un pays qui vieillit.

L'activité du secteur manufacturier reste dynamique mais les nuages commencent à se rassembler dans le ciel des exportations chinoises du fait des tensions avec la plupart des partenaires commerciaux, notamment les Etats-Unis et l'Europe qui augmentent les barrières douanières, la Turquie, le Brésil et le Vietnam viennent également d'annoncer des mesures de protection douanière respectivement sur les importations de véhicules chinois, sur l'acier et dans l'éolien.

La croissance de la production industrielle a été de +6,2% au cours des cinq premiers mois de 2024 contre +5,2% sur la même période en 2023 et majoritairement dominée par la production dans les secteurs de haute technologie et technologie verte.



Source: tradingEconomics, TC





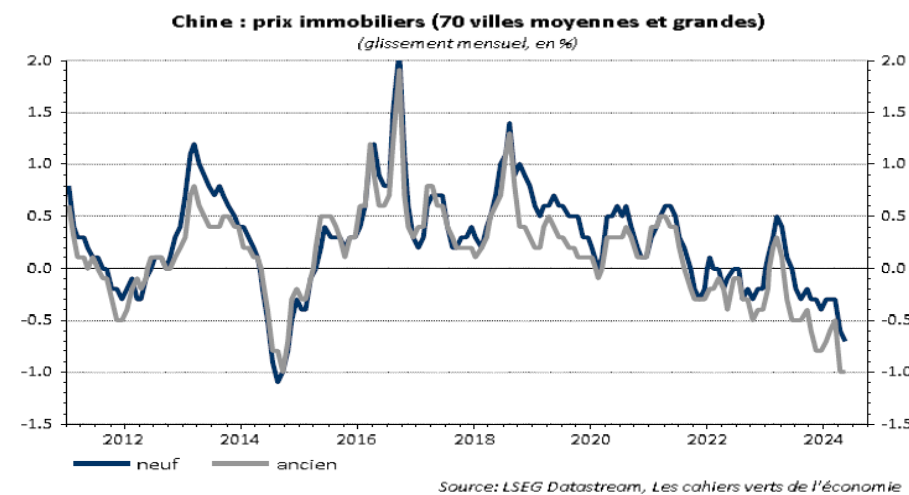
Une demande intérieure toujours faiblarde

Les dépenses des ménages en juin ont été stimulées par plusieurs jours de congés et par des promotions importantes sur le plan national.

Cela étant les ventes de véhicules automobiles ralentissent en Chine et si l'indice PMI manufacturier est en légère augmentation en juin, il n'en reste pas moins que les nouvelles commandes chutent.

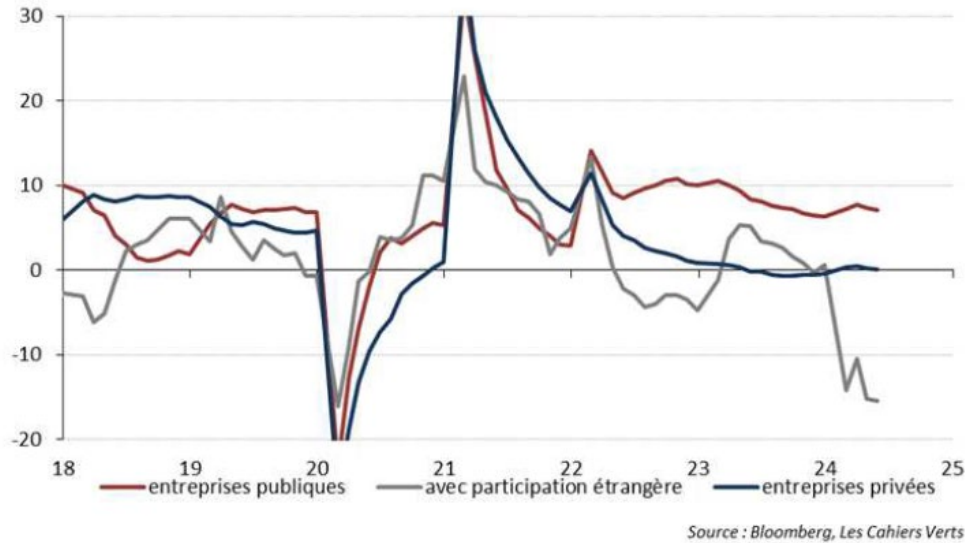
Dans l'immobilier le volume des ventes mais aussi les mises en chantier de logements continuent leur baisse accompagnée d'une forte chute des prix de l'ancien en juin (-1% sur un mois).

Du côté des collectivités locales, la dette est de plus en plus élevée et commence à devenir difficilement soutenable pour certaines collectivités voire pour certaines provinces chinoises si à la dette officielle on y ajoute la dette contractée par les LGFV(Véhicules de financement des collectivités locales, Local Government Financing Vehicles), les LGFV ont été un soutien important à l'immobilier et aux promoteurs chinois. Il existe donc un problème de solvabilité que le gouvernement central devra régler d'autant que tout ce secteur influe également sur la solvabilité du secteur bancaire chinois.

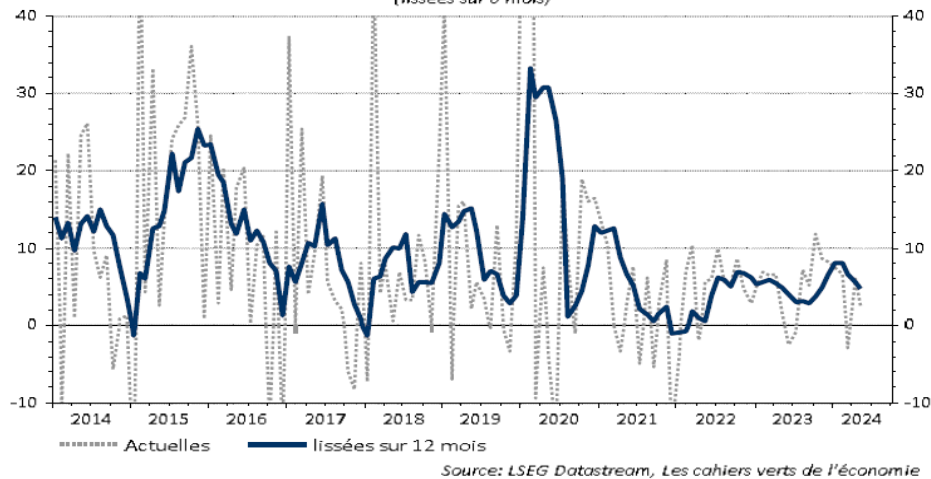




Chine : investissement en actifs fixes par type d'entreprises
(YTD sur un an, en %)



Chine : dépenses publiques
(lissées sur 6 mois)

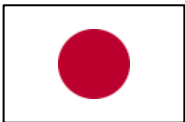


Pour le deuxième mois consécutif, l'investissement s'est contracté, notamment par une chute de 10% de l'investissement immobilier et également par une forte défiance des investisseurs étrangers entraînant une baisse marquée des IDE, certaines entreprises étrangères commencent à délocaliser leur production chinoise vers d'autres pays émergents en raison des fortes tensions commerciales et des barrières douanières qui augmentent chez la plupart des partenaires commerciaux.

Compte tenu du fait que la transmission monétaire ne semble pas très bonne, sachant que la PBoC est réticente à baisser le taux directeur car elle est confrontée à de fortes sorties de capitaux et que les marges d'intérêt des banques sont assez faibles, la priorité est aujourd'hui d'assurer la stabilité du système financier chinois et d'améliorer la transmission monétaire par une meilleure allocation des crédits.

Le soutien budgétaire devrait être également plus important qu'il ne l'est aujourd'hui.

La Chine est un peu un géant aux pieds d'argile en ce moment et nous considérons de pouvoir revoir en perspective négative notre opinion sur le taux de croissance du PIB chinois pour 2024.



JAPON

L'activité japonaise a repris le chemin de la baisse au mois de juin notamment dans les services qui selon le dernier indicateur PMI se trouvent maintenant dans une zone de contraction de l'activité.

Le secteur manufacturier reste encore à la limite de la zone d'expansion grâce aux exportations nipponnes qui restent encore solides avec l'effet bénéfique d'un Yen faible.

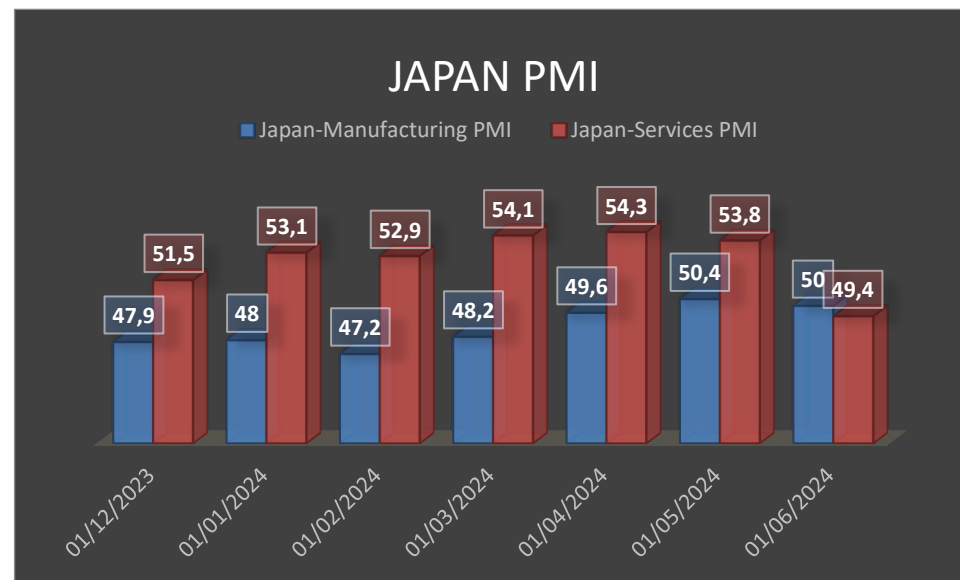
L'inflation a marqué son retour dans le pays et nous prévoyons une inflation core à 2,8% en glissement annuel à la fin de l'année 2024.

Nous pensons que la BOJ va très progressivement normaliser sa politique monétaire après une première hausse de taux en mars.

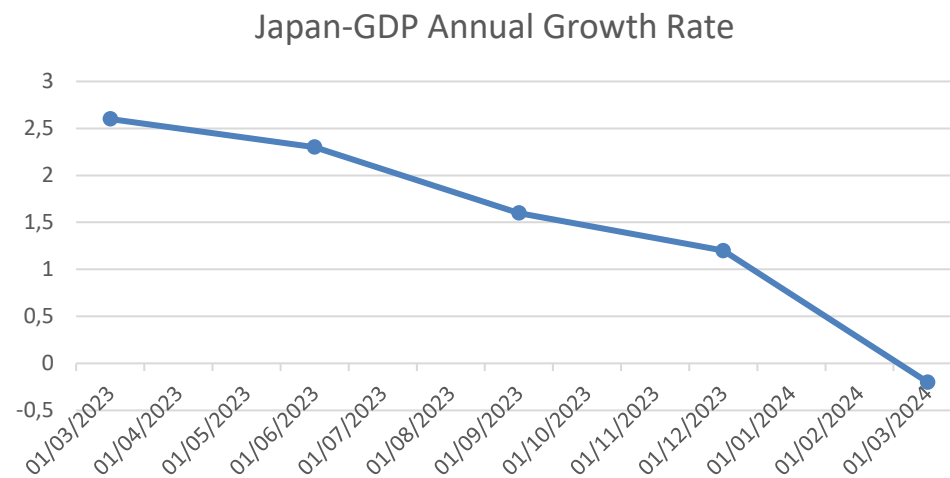
D'autre part elle va dévoiler dans les jours à venir son calendrier de réduction d'achat d'obligations à court terme (1 à 2 ans).

Les augmentations de salaires relativement conséquentes qui ont eu lieu sur la période mars-avril (shunto 5,10% pour 2024 et 4,45% pour les PME) devraient logiquement soutenir la consommation privée au Japon au cours du second semestre mais devraient probablement entrainer une deuxième hausse de taux dans les jours à venir, la faiblesse du Yen ayant un effet inflationniste sur les prix à l'importation (+7,1% en JPY en ga), les coûts de productions par ruissèlement et les prix finaux.

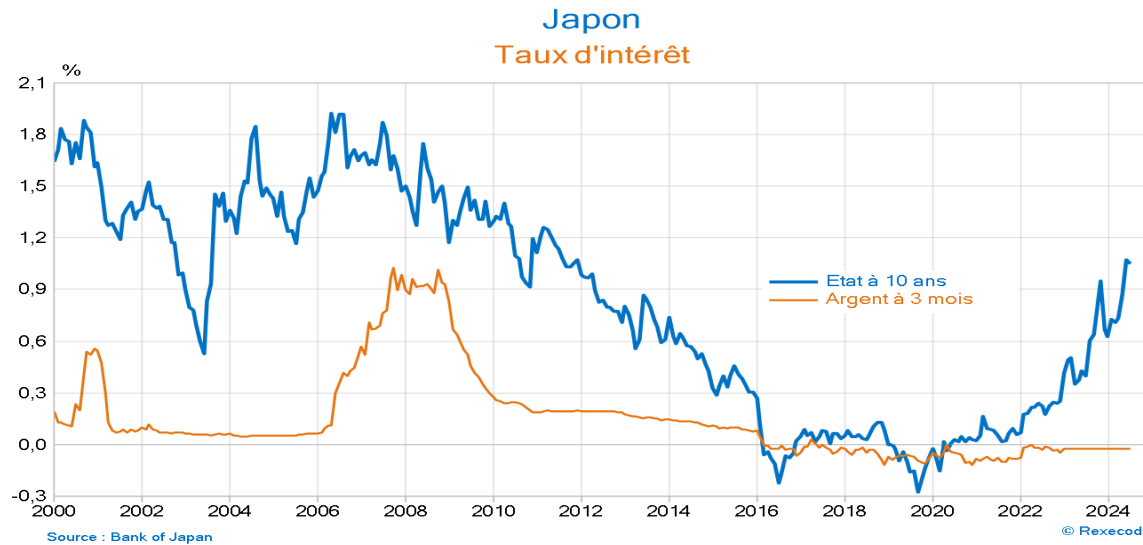
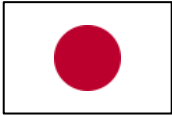
Rappelons que la BOJ intervient régulièrement sur le marché des changes pour maintenir son taux de change USDJPY. **TC**



Sources: TradingEconomics, TC



Sources: TradingEconomics, TC



La décision que prendra la BOJ de remonter son taux directeur lors de la réunion de juillet est déterminante, car reporter à plus tard pourrait avoir des conséquences encore plus négatives avec un affaiblissement plus marqué du Yen et un risque inflationniste plus fort qui saperait tout espoir de reprise de la consommation privée au Japon.

