

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire continue d'être écartée face à la résilience d'une économie qui a progressé de 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Après un ralentissement au T1 2024 (+0,3% t/t contre +0,8% au T4 2023), le PIB a réaccélééré à +0,7% au T2 2024, toujours porté par les contributions de la consommation et de l'investissement. Notre scénario central table sur une croissance de +2,6% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression attendue des revenus réels. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 et, si les chiffres du premier trimestre avaient nourri quelques inquiétudes, les données du T2 et du début de T3 ont marqué la reprise nette de la trajectoire de désinflation. En outre, l'IPC devrait s'élever encore à +2,5% a/a au dernier trimestre 2024. Ce contexte, associé aux signes de refroidissement du marché du travail, ouvre la voie à un assouplissement de la part de la Fed. La détente progressive des taux directeurs devrait s'amorcer à partir de septembre, avec trois baisses de taux d'ici à la fin de l'année qui porteraient la cible à +4,5 - +4,75% en fin d'année.

CHINE

Après un rebond au T1 2024, la croissance économique a ralenti au T2 et s'est établie à 5% en g.a. sur l'ensemble du premier semestre. Les différentes composantes de la croissance ont affiché des trajectoires divergentes. Dans le secteur manufacturier, la croissance est solide, portée par les exportations et soutenue par la politique industrielle des autorités chinoises. Son dynamisme devrait néanmoins fléchir dans les prochains trimestres. Dans les services, l'activité continue de manquer de vigueur. La demande intérieure reste freinée par la crise immobilière, les incertitudes réglementaires, et la faiblesse de la confiance des consommateurs et des investisseurs privés. Les récentes mesures pour relancer l'activité du secteur immobilier n'ont pas eu d'effets pour le moment et la croissance du crédit a ralenti depuis le début de l'année, en dépit des mesures d'assouplissement monétaire. À court terme, les autorités devraient maintenir leur politique industrielle inchangée, et opter pour de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire. Ceci devrait finalement aider au renforcement de la demande intérieure. L'inflation des prix à la consommation a très légèrement accéléré pendant l'été (passant à +0,6% en août), mais l'inflation sous-jacente est très faible et le déséquilibre entre offre et demande entretient les pressions déflationnistes.

ZONE EURO

La croissance en zone euro devrait se stabiliser à 0,3% t/t au troisième et quatrième trimestre 2024, soit un rythme légèrement supérieur à celui enregistré au troisième trimestre, qui a été pour sa part abaissé à 0,2% t/t par Eurostat. Des écarts de croissance importants persisteront entre les États membres au second semestre : des gains d'activité plus soutenus sont davantage attendus en Espagne et en Italie, qu'en Allemagne et en France. Dans son ensemble, la croissance en zone euro serait soutenue par la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt par la BCE, enclenché en juin, et qui serait suivie de deux nouvelles baisses en septembre et décembre. La croissance devrait aussi être renforcée par un marché du travail faisant toujours preuve de dynamisme et par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain. Les risques sur l'inflation sont à ce stade équilibrés, et nous anticipons une stabilisation de cette dernière autour de la cible des 2% à l'horizon du second semestre 2025. Le recul de l'inflation sous-jacente sera très progressif, en raison de hausses des salaires toujours soutenues, bien qu'en ralentissement.

FRANCE

L'économie française a poursuivi sa croissance au 2e trimestre 2024, à 0,2% t/t (après +0,3% t/t au 1er trimestre 2024), soutenue principalement par les exportations. La désinflation est désormais nette (2,2% a/a en août 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui n'a pour le moment pas engendré une accélération de la croissance de la consommation des ménages. En conséquence, la croissance devrait être relativement stable à 1,2% en 2024 comme en 2025 (contre 1,1% en 2023).

TAUX & CHANGE

La Réserve fédérale américaine devrait entamer son cycle de détente monétaire en septembre, avec une première baisse de 25 points de base des taux directeurs attendue en septembre. Celle-ci serait suivie de deux autres baisses d'une ampleur similaire en novembre et décembre. Une baisse de taux est attendue du côté de la

BCE et la BoE d'ici à la fin de l'année 2024. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de *quantitative tightening*.

La Banque du Japon (BoJ) a été la première banque centrale des pays du G7 à agir en 2024, en actant conjointement, lors de la réunion de politique monétaire de mars, la fin de la politique des taux d'intérêt négatifs et de contrôle des taux d'intérêt. Après avoir été ainsi relevée, passant d'un corridor de -0,1-0,0% à 0,0-0,1%, la cible de taux a fait l'objet d'un nouveau relèvement de +15 pb à l'occasion de la réunion de juillet. Dans le même temps, la réduction de moitié du volume d'achat des titres d'État a été annoncée. Nous prévoyons une normalisation progressive de la politique monétaire dans le pays, avec une hausse supplémentaire d'ici à la fin de l'année 2024 (+25 pb) et trois hausses au courant de l'année 2025.

Nous sommes fondamentalement baissiers sur le dollar mais il est, pour l'heure, soutenu par les tensions géopolitiques et les divergences entre les États-Unis et la zone euro (plus de croissance, plus d'inflation, moins de relâchement monétaire de l'autre côté de l'Atlantique). Cela conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait aussi finir par se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet, notamment, du décalage de politique monétaire, la BoJ étant en phase de resserrement monétaire.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023	2024 e	2025 e	2022	2023	2024 e	2025 e
États-Unis	1.9	2.5	2.6	1.9	8.0	4.1	2.9	2.2
Japon	0.9	1.7	-0.2	0.7	2.5	3.2	2.6	2.4
Royaume-Uni	4.4	0.1	1.2	1.5	9.1	7.4	2.6	2.5
Zone euro	3.5	0.5	0.8	1.4	8.4	5.4	2.4	2.0
Allemagne	1.9	-0.1	0.1	1.0	8.7	6.1	2.5	2.4
France	2.6	1.1	1.2	1.2	5.9	5.7	2.5	1.1
Italie	4.2	1.0	0.9	1.2	8.7	6.0	1.2	2.0
Espagne	5.8	2.5	2.8	2.5	8.3	3.4	3.1	2.1
Chine	3.0	5.2	4.9	4.5	2.0	0.2	0.4	1.3
Inde*	7.0	8.2	6.9	6.7	6.7	5.4	4.7	4.3
Brésil	2.9	2.9	3.1	2.0	9.3	4.6	4.3	3.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 16 septembre 2024

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
E-Unis					
Fed Funds (borne supérieure)	4.75	4.25	4.00	3.75	3.50
Treas. 10a	3.80	3.70	3.70	3.65	3.65
Zone euro					
Taux de dépôt	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
Bund 10a	2.15	2.10	2.10	2.15	2.25
OAT 10a	2.88	2.80	2.85	2.85	2.95
BTP 10 ans	3.60	3.40	3.45	3.55	3.65
BONO 10 ans	2.93	2.85	2.85	2.88	2.98
Royaume-Uni					
Taux BoE	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
Gilt 10a	3.80	3.80	3.60	3.50	3.65
Japon					
Taux BoJ	0.50	0.75	1.00	1.00	1.25
JGB 10a	1.25	1.40	1.55	1.70	1.80

Taux de change

Fin de période	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
USD					
EUR / USD	1.12	1.13	1.14	1.14	1.15
USD / JPY	139	138	136	134	131
GBP / USD	1.35	1.36	1.37	1.37	1.39
EUR					
EUR / GBP	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
EUR / JPY	156	156	155	153	151

Pétrole

Moyenne trimestrielle	T4 2024	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Pétrole USD/baril	82	79	75	80	77

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strategy, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 6 septembre 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change