

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 2,9% 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), la croissance du PIB a réaccélééré à +0,7% au T2 et s'est maintenue à ce niveau au T3, avec la consommation des ménages comme moteur principal. Notre scénario central table sur une croissance de +2,7% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression 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 +2,4% a/a au dernier trimestre 2024. Ce contexte, associé au refroidissement du marché du travail, a ouvert la voie à un assouplissement de la part de la Fed. Aussi, une baisse de 50 pb de la cible de taux été décidée en septembre, suivie par une baisse de 25 pb en novembre. Une nouvelle baisse, en décembre, devrait porter la cible à +4,25% - +4,5% en fin d'année.

CHINE

La croissance économique a accéléré au T3 2024 (+0,9% t/t contre +0,5% au T2) et s'est établie à 4,8% en g.a. sur les trois premiers trimestres de l'année. Pour atteindre la cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024, l'activité doit rebondir au dernier trimestre, ce qui requiert la mise en œuvre rapide des mesures de soutien au secteur immobilier et de relance budgétaire annoncées au cours des dernières semaines. De fait, l'activité a gagné en vigueur en octobre, notamment tirée par une amélioration de la consommation des ménages et une solide performance des exportations. Cependant, les perspectives pour 2025 restent incertaines. D'une part, le secteur manufacturier devrait faire face à la multiplication des barrières protectionnistes. D'autre part, la demande intérieure reste freinée par d'importants freins, tels que la crise immobilière, la moindre progression des revenus des ménages, et la faiblesse de la confiance du secteur privé. L'inflation des prix à la consommation reste très faible, (à +0,3% en g.a. en octobre) et les prix à la production sont en baisse continue depuis deux ans.

ZONE EURO

Le PIB réel pour la zone euro a surpris à la hausse au troisième trimestre 2024 à 0,4% t/t. L'activité se renforcerait légèrement en 2025, soutenue par la modération de l'inflation, la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt par la BCE, et par le déploiement plus important des fonds NGEU. Les difficultés persistantes dans l'industrie, soulignées par les niveaux actuellement faibles des indices PMI, et l'incertitude sur l'économie chinoise, constituent des risques à la baisse sur nos prévisions. Un retournement du marché du travail est probable en 2025 mais ses répercussions sur l'activité seraient amorties par la hausse des salaires réels et la poursuite de la détente monétaire jusqu'à la mi-2025. Si l'Espagne devrait enregistrer des gains d'activité plus soutenus au cours des prochains trimestres, les écarts se resserreraient entre l'Allemagne, la France, et l'Italie.

FRANCE

La croissance s'est renforcée au 3^e trimestre 2024, à 0,4% t/t (après +0,2% t/t au 2^e trimestre 2024), soutenue principalement par l'impact favorable des Jeux Olympiques (JO), compensant l'impact négatif de l'investissement des entreprises (-1,2% t/t) et des ménages (-0,6% t/t). La désinflation est désormais nette (1,7% a/a en octobre 2024 contre 3,9% a/a un an plus tôt selon l'indice harmonisé), ce qui n'a pour le moment pas engendré une accélération de la croissance de la consommation des ménages (en dehors de l'effet JO). En conséquence, la croissance devrait être relativement stable à 1,2% en 2025 (contre 1,1% en 2023 et 2024).

TAUX & CHANGE

La Réserve fédérale américaine a entamé son cycle de détente monétaire en septembre, avec une première baisse, importante, de 50 pb suivie par une réduction de 25 pb en novembre. Le cycle de détente se poursuivrait, à ce rythme, à chaque réunion de la Fed jusqu'en mars 2025, avant une baisse plus graduelle de 25 pb par trimestre, portant la fourchette-cible des *Fed Funds* à 3,00-3,25 % fin 2025. Pour la BCE, nous prévoyons également des baisses successives de 25 points de base des taux directeurs à chacune de ses réunions, jusqu'à ce que le taux de dépôt atteigne 2% en juin 2025, puis une stabilisation à ce niveau, qui correspond au milieu de notre fourchette d'estimation du taux neutre. En décembre 2024, la Banque d'Angleterre opterait, quant à elle, pour

le *statu quo*, avant de réenclencher le cycle de baisse début 2025. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois positifs d'ici au second semestre 2025. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de resserrement quantitatif.

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 deux hausses de même ampleur en 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. 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	2.5	2.9	2.7	2.1	8.0	4.1	2.9	2.3
Japon	1.1	1.7	-0.3	0.7	2.5	3.3	2.7	2.4
Royaume-Uni	4.8	0.3	0.9	1.5	9.1	7.3	2.6	2.9
Zone euro	3.4	0.5	0.8	1.5	8.4	5.4	2.4	2.1
Allemagne	1.4	-0.1	-0.1	0.9	8.7	6.0	2.5	2.4
France	2.6	1.1	1.2	1.2	5.9	5.7	2.3	1.2
Italie	4.2	1.0	0.5	1.1	8.7	5.9	1.1	2.0
Espagne	6.2	2.7	3.0	2.5	8.3	3.4	2.8	1.7
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	4.4	4.2

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 29 novembre 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)	4.50	4.00	3.75	3.50	3.25
Treas. 10a	3.80	3.70	3.70	3.65	3.65
Zone euro					
Taux de dépôt	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
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	0.50	0.75	0.75	1.00
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	78	78	72	77	74

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

Mise à jour le 1 novembre 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change