

“ La croissance des pays émergents a plutôt bien résisté jusqu’au printemps 2024, en partie grâce à l’assouplissement de leurs politiques monétaires depuis la mi-2023. Celui imminent des États-Unis devrait permettre de la prolonger voire la renforcer. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Pays émergents : entre amélioration des conditions financières et ralentissement chinois

---

## 4

### REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés (change, bourse, taux, matières premières, etc)

---

## 6

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

---

## 7

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières

---

## 8

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

Les derniers articles, graphiques commentés, vidéos et podcasts des Études économiques



## PAYS ÉMERGENTS : ENTRE AMÉLIORATION DES CONDITIONS FINANCIÈRES ET RALENTISSEMENT CHINOIS

La croissance des pays émergents a plutôt bien résisté jusqu'au printemps 2024, en partie grâce à l'assouplissement de leurs politiques monétaires depuis la mi-2023. Celui imminent des États-Unis devrait permettre de la prolonger voire la renforcer. Dans l'hypothèse la plus probable d'un *soft landing* de l'économie américaine, le principal risque pour les économies émergentes est un ralentissement de l'économie chinoise plus fort qu'attendu. Le marasme du secteur de l'immobilier se diffuse au travers de la baisse des prix des matières premières. D'un côté, la plupart des pays émergents y gagneront en désinflation. Mais, de l'autre, les pays exportateurs de matières premières dont la Chine est le principal client vont en pâtir. Surtout le risque de contagion réside dans les implications de la stratégie des autorités chinoises de soutenir la croissance par les échanges extérieurs. Les entreprises chinoises gagnent des parts de marché à l'exportation grâce à une politique de prix très agressive facilitée par un renminbi compétitif, non seulement vis-à-vis des économies avancées mais aussi des économies émergentes. Le point positif de cette stratégie commerciale pour les pays émergents est que les entreprises chinoises y intensifient leurs investissements directs.

Lors de sa réunion des 17 et 18 septembre, le Comité de politique monétaire des États-Unis devrait donner le coup d'envoi de l'assouplissement monétaire, largement attendu outre-Atlantique. Une baisse cumulée d'au moins 200 points de base du taux des Fed Funds est anticipée par les marchés. D'ordinaire, les assouplissements monétaires américains apportent une bouffée d'oxygène sur les places financières des pays émergents. Premièrement, le dollar s'affaiblit ou arrête de s'apprécier, sauf contre les monnaies d'économie à forte inflation (Argentine, Egypte, Turquie). À l'exception du peso mexicain, les principales devises émergentes se sont d'ailleurs appréciées contre le dollar depuis la fin juin (+2% en médiane)<sup>1</sup>. Deuxièmement, les banques centrales y trouvent une opportunité pour assouplir également leur politique monétaire si les pressions inflationnistes internes et la position de leur économie dans le cycle l'autorisent. Troisièmement, les marchés obligataires et actions bénéficient d'un afflux d'investissements de portefeuille, ce qui renforce la liquidité en dollar et les conditions de financement (baisse des primes de risque sur la dette extérieure et des taux d'intérêt obligataires domestiques).

Par ailleurs, la détente monétaire américaine va intervenir dans un contexte de pressions à la baisse sur les prix des matières premières et donc sur l'inflation domestique, ce qui facilite l'action des banques centrales. Ainsi, notre scénario macroéconomique anticipe une poursuite de la baisse des taux d'intérêt directeurs en Amérique latine, à l'exception du Brésil, et dans les économies d'Europe centrale. Rappelons que l'assouplissement de la politique monétaire dans ces deux zones a débuté à la mi-2023. Les banques centrales des pays d'Asie, qui étaient restées l'arme au pied jusqu'à présent (à l'exception de la Chine), s'engageraient également dans une détente prudente<sup>2</sup>. En résumé, les conditions financières pour les économies émergentes devraient s'améliorer d'ici à la fin 2025.

La croissance pour les pays émergents a pour l'instant bien résisté sur un rythme d'environ 1% par trimestre jusqu'au printemps 2024. L'alignement des planètes financières peut-il suffire à la maintenir ? *A priori* oui, à condition évidemment que l'économie américaine ne connaisse par un *hard landing*, mais surtout que le ralentissement de la croissance chinoise ne soit pas plus prononcé que ce qui est anticipé (-0,4 point de pourcentage en 2025 après -0,3 point en 2024, ce qui ramènerait la croissance annuelle à 4,5% contre 5,2% en 2023). Or rien n'est moins sûr.

Le secteur de l'immobilier chinois reste sinistré et, dans son sillage, les industries lourdes comme le secteur de l'acier réduisent leur capacité de production et licencient massivement. La dégradation du marché du travail ajoutée à la baisse des prix de l'immobilier, principal support de la richesse des ménages chinois, bride la consommation privée. Le marasme du secteur de la construction explique aussi les pressions à la baisse sur les cours des matières premières utilisées par le secteur (métaux notamment). D'un côté, la plupart des pays émergents y gagneront en désinflation. De l'autre, les pays exportateurs de matières premières dont la Chine est le principal client (Chili, Pérou), sont évidemment très exposés à cette double baisse de la demande en volume et des prix.

Mais le risque de contagion du ralentissement chinois réside surtout dans les implications de la stratégie des autorités de soutenir la croissance par les échanges extérieurs. Les entreprises chinoises gagnent des parts de marché à l'exportation grâce à une politique de prix très agressive facilitée par un renminbi qui est resté compétitif (depuis 2021, la monnaie chinoise s'est autant dépréciée face au dollar que la médiane des principaux pays émergents, c'est-à-dire d'environ -10%). Les prix à l'exportation sont en baisse sensible depuis la mi-2023 (-7% sur un an en juillet). Cette stratégie de gains de parts de marché concerne une gamme de produits de plus en plus large, y compris à forte valeur ajoutée. Autrement dit, en termes macroéconomiques, la Chine exporte le ralentissement de sa croissance (d'aucuns diraient son chômage) par le *dumping* de son industrie.

Cette stratégie est appliquée principalement aux marchés américains et européens, ce qui a conduit à plusieurs salves de hausse des tarifs douaniers depuis 2018 de la part des États-Unis et, plus récemment, du côté européen sur les véhicules électriques. Mais un nombre croissant de pays émergents concurrencés par la Chine ont également relevé les tarifs douaniers sur l'acier (Brésil, Chili), le textile de base (Indonésie) ou les panneaux photovoltaïques (Afrique du Sud).

Les économies émergentes seront cependant moins affectées que les économies développées. En effet, les entreprises chinoises y intensifient leurs investissements directs, ce soit pour contourner les sanctions américaines (cas des investissements chinois au Mexique et Asie du sud-est), soit pour avoir accès à une zone de libre-échange et bénéficier de droits de douane faibles ou inexistantes (stratégie du cheval de Troie comme en Hongrie et en Turquie).

François Faure

<sup>1</sup> La dépréciation du peso mexicain est liée à la contestation d'une réforme judiciaire et non à des évolutions économiques ou financières.  
<sup>2</sup> y compris la banque d'Indonésie, qui avait pourtant dû relever ses taux directeurs fin avril pour stabiliser la roupie.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 6-9-24 au 13-9-24

| ↗ CAC 40              | 7.352 | ↗ | 7.465 | +1.5 %  |  |
|-----------------------|-------|---|-------|---------|--|
| ↗ S&P 500             | 5.408 | ↗ | 5.626 | +4.0 %  |  |
| ↘ Volatilité (VIX)    | 22.4  | ↘ | 16.6  | -5.8 pb |  |
| ↗ Euribor 3m (%)      | 3.47  | ↗ | 3.47  | +0.4 pb |  |
| ↗ Libor \$ 3m (%)     | 5.20  | ↗ | 5.20  | +0.3 pb |  |
| ↘ OAT 10a (%)         | 2.78  | ↘ | 2.76  | -2.1 pb |  |
| ↘ Bund 10a (%)        | 2.11  | ↘ | 2.09  | -2.6 pb |  |
| ↘ US Tr. 10a (%)      | 3.72  | ↘ | 3.65  | -6.2 pb |  |
| ↘ Euro vs dollar      | 1.11  | ↘ | 1.11  | -0.3 %  |  |
| ↗ Or (once, \$)       | 2.515 | ↗ | 2.575 | +2.4 %  |  |
| ↗ Pétrole (Brent, \$) | 71.6  | ↗ | 72.5  | +1.1 %  |  |

## Taux d'intérêt (%)

| € BCE       | 4.25 | 4.50 | le 01/01 | 4.25 | le 12/06 |
|-------------|------|------|----------|------|----------|
| €STR        | 3.66 | 3.91 | le 03/06 | 3.65 | le 31/07 |
| Euribor 3m  | 3.47 | 3.97 | le 18/01 | 3.45 | le 04/09 |
| Euribor 12m | 2.95 | 3.76 | le 19/03 | 2.93 | le 12/09 |
| \$ FED      | 5.50 | 5.50 | le 01/01 | 5.50 | le 01/01 |
| Libor 3m    | 5.20 | 5.61 | le 20/06 | 5.19 | le 09/09 |
| Libor 12m   | 6.04 | 6.04 | le 01/01 | 6.04 | le 01/01 |
| £ Bque Angl | 5.00 | 5.25 | le 01/01 | 5.00 | le 01/08 |
| Libor 3m    | 5.30 | 5.33 | le 06/03 | 5.30 | le 22/03 |
| Libor 12m   | 0.81 | 0.81 | le 01/01 | 0.81 | le 01/01 |

Au 13-9-24

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

| € Moy. 5-7a  | 2.64 | 2.64 | le 01/01 | 2.64 | le 01/01 |
|--------------|------|------|----------|------|----------|
| Bund 2a      | 2.49 | 3.23 | le 10/06 | 2.45 | le 11/09 |
| Bund 10a     | 2.09 | 2.66 | le 29/05 | 2.02 | le 03/01 |
| OAT 10a      | 2.76 | 3.30 | le 01/07 | 2.47 | le 01/01 |
| Corp. BBB    | 3.59 | 4.14 | le 10/06 | 3.55 | le 11/09 |
| \$ Treas. 2a | 3.61 | 5.10 | le 30/04 | 3.61 | le 13/09 |
| Treas. 10a   | 3.65 | 4.70 | le 25/04 | 3.64 | le 10/09 |
| High Yield   | 7.31 | 8.24 | le 16/04 | 7.31 | le 13/09 |
| £ Gilt. 2a   | 3.63 | 4.96 | le 29/05 | 3.63 | le 13/09 |
| Gilt. 10a    | 3.77 | 4.41 | le 29/05 | 3.60 | le 01/01 |

Au 13-9-24

## Taux de change

| 1€ = |        |        |          |        |          |
|------|--------|--------|----------|--------|----------|
| USD  | 1.11   | 1.12   | le 23/08 | 1.06   | le 15/04 |
| GBP  | 0.84   | 0.87   | le 02/01 | 0.84   | le 12/07 |
| CHF  | 0.94   | 0.99   | le 27/05 | 0.93   | le 08/01 |
| JPY  | 155.97 | 174.98 | le 10/07 | 155.33 | le 02/01 |
| AUD  | 1.65   | 1.70   | le 05/08 | 1.60   | le 11/07 |
| CNY  | 7.87   | 7.98   | le 23/08 | 7.69   | le 15/04 |
| BRL  | 6.16   | 6.34   | le 05/08 | 5.31   | le 13/02 |
| RUB  | 100.97 | 102.82 | le 26/08 | 89.75  | le 19/06 |
| INR  | 93.04  | 93.79  | le 23/08 | 88.68  | le 12/04 |

Au 13-9-24

Variations

## Matières premières

| Prix spot, \$  |       |        |          |       |          |
|----------------|-------|--------|----------|-------|----------|
| Pétrole, Brent | 72.5  | 91.6   | le 12/04 | 69.6  | le 10/09 |
| Or (once)      | 2.575 | 2.575  | le 13/09 | 1.989 | le 14/02 |
| Métaux, LME    | 4.047 | 4.652  | le 21/05 | 3.558 | le 09/02 |
| Cuivre (tonne) | 9.189 | 10.801 | le 20/05 | 8.065 | le 09/02 |
| Blé (tonne)    | 183   | 2.5    | le 28/05 | 171   | le 23/08 |
| Maïs (tonne)   | 147   | 1.7    | le 13/05 | 133   | le 26/08 |

Au 13-9-24

Variations

## Indices actions

| <b>Monde</b>            |        |        |          |        |          |
|-------------------------|--------|--------|----------|--------|----------|
| MSCI Monde              | 3.635  | 3.661  | le 30/08 | 3.114  | le 04/01 |
| <b>Amérique du Nord</b> |        |        |          |        |          |
| S&P500                  | 5.626  | 5.667  | le 16/07 | 4.689  | le 04/01 |
| <b>Europe</b>           |        |        |          |        |          |
| EuroStoxx50             | 4.844  | 5.101  | le 15/05 | 4.403  | le 17/01 |
| CAC 40                  | 7.465  | 8.240  | le 15/05 | 7.130  | le 06/08 |
| DAX 30                  | 18.699 | 18.931 | le 02/09 | 16.432 | le 17/01 |
| IBEX 35                 | 11.540 | 11.540 | le 13/09 | 9.858  | le 19/01 |
| FTSE100                 | 8.273  | 8.446  | le 15/05 | 7.446  | le 17/01 |
| <b>Asie Pacifique</b>   |        |        |          |        |          |
| MSCI, loc.              | 1.341  | 1.469  | le 11/07 | 1.195  | le 05/08 |
| Nikkei                  | 36.582 | 42.224 | le 11/07 | 31.458 | le 05/08 |
| <b>Emergents</b>        |        |        |          |        |          |
| MSCI Emergents (\$)     | 1.082  | 1.125  | le 11/07 | 958    | le 17/01 |
| Chine                   | 55     | 64     | le 20/05 | 49     | le 22/01 |
| Inde                    | 1.129  | 1.129  | le 13/09 | 915    | le 03/01 |
| Brésil                  | 1.509  | 1.800  | le 01/01 | 1.365  | le 05/08 |

Au 13-9-24

Variations

## Performance par secteur (Eurostoxx50 & S&P500)

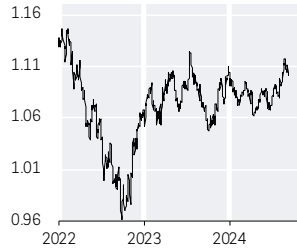
| <b>Année 2024 au 13-9, €</b>  |        |  |  |  |  |
|-------------------------------|--------|--|--|--|--|
| Banques                       | +17.9% |  |  |  |  |
| Santé                         | +17.2% |  |  |  |  |
| Télécoms                      | +16.8% |  |  |  |  |
| Assurances                    | +15.3% |  |  |  |  |
| Distribution                  | +13.4% |  |  |  |  |
| Médias                        | +13.1% |  |  |  |  |
| Industrie                     | +10.3% |  |  |  |  |
| Foncières                     | +7.9%  |  |  |  |  |
| Indice                        | +7.7%  |  |  |  |  |
| Construction                  | +6.6%  |  |  |  |  |
| Scs collectivités             | +4.8%  |  |  |  |  |
| Technologie                   | +4.7%  |  |  |  |  |
| Voyages & loisirs             | +1.2%  |  |  |  |  |
| Agroalimentaire               | +0.2%  |  |  |  |  |
| Chimie                        | -0.2%  |  |  |  |  |
| Pétrole & gaz                 | -4.3%  |  |  |  |  |
| Bs. de conso.                 | -7.9%  |  |  |  |  |
| Automobile                    | -9.5%  |  |  |  |  |
| Matières premières            | -12.0% |  |  |  |  |
| <b>Année 2024 au 13-9, \$</b> |        |  |  |  |  |
| Assurances                    | +26.3% |  |  |  |  |
| Technologie                   | +24.6% |  |  |  |  |
| Télécoms                      | +23.4% |  |  |  |  |
| Scs collectivités             | +23.1% |  |  |  |  |
| Distribution                  | +21.8% |  |  |  |  |
| Construction                  | +21.6% |  |  |  |  |
| Indice                        | +16.5% |  |  |  |  |
| Scs financiers                | +16.1% |  |  |  |  |
| Banques                       | +13.8% |  |  |  |  |
| Santé                         | +13.4% |  |  |  |  |
| Industrie                     | +11.5% |  |  |  |  |
| Pdts ménagers & soins         | +10.0% |  |  |  |  |
| Agroalimentaire               | +6.3%  |  |  |  |  |
| Voyages & loisirs             | +5.5%  |  |  |  |  |
| Chimie                        | +4.1%  |  |  |  |  |
| Matières premières            | +1.9%  |  |  |  |  |
| Pétrole & gaz                 | +1.4%  |  |  |  |  |
| Médias                        | -3.7%  |  |  |  |  |
| Automobile                    | -7.3%  |  |  |  |  |

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

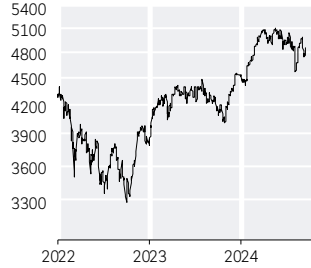


# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



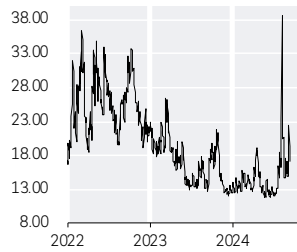
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



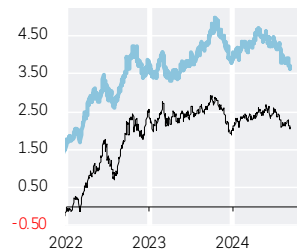
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

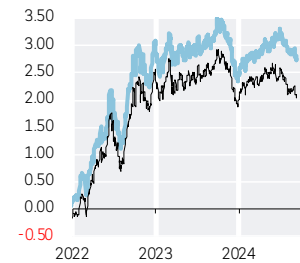


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 13-9

|       |           |        |
|-------|-----------|--------|
| 3.63% | Grèce     | 154 pb |
| 3.40% | Italie    | 131 pb |
| 2.90% | Espagne   | 81 pb  |
| 2.76% | France    | 67 pb  |
| 2.67% | Portugal  | 58 pb  |
| 2.65% | Autriche  | 56 pb  |
| 2.62% | Belgique  | 53 pb  |
| 2.61% | Finlande  | 52 pb  |
| 2.44% | P-Bas     | 35 pb  |
| 2.37% | Irlande   | 28 pb  |
| 2.09% | Allemagne |        |

**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

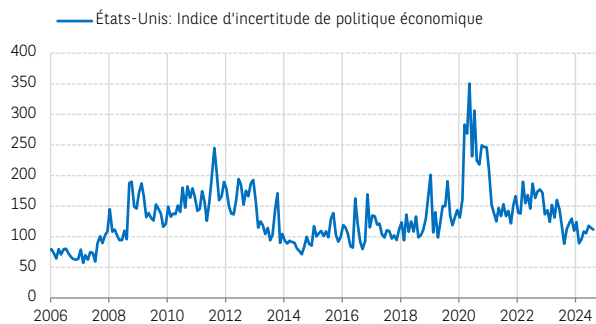


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

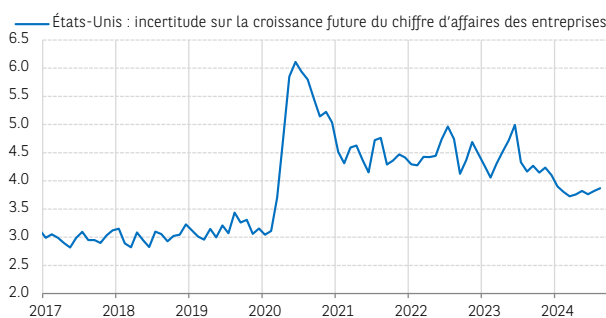
# BAROMÈTRE

## ÉVOLUTION DES INDICATEURS D'INCERTITUDE EN AOÛT



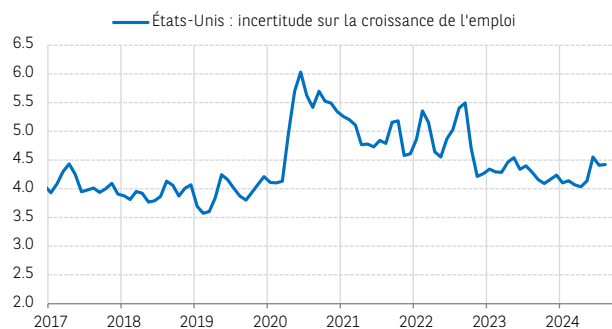
Sources : Economic Policy Uncertainty, BNP Paribas

L'incertitude portant sur la politique économique américaine, basée sur la couverture médiatique, a baissé pour le deuxième mois d'affilée en août. Cette diminution est à mettre en lien avec le discours de Jerome Powell le 23 août à Jackson Hole, où le président de la Fed a estimé que le moment était venu pour une baisse des taux directeurs. Cette annonce concorde avec les opinions de certains responsables de la Fed, exprimées dans le compte rendu des « minutes » de la Réserve fédérale, publié le 21 août.



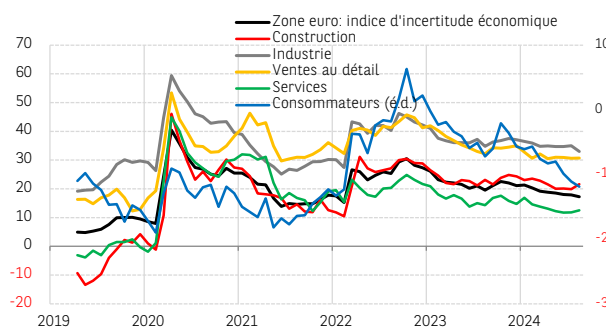
Sources: Atlanta Fed/Chicago Booth/Stanford Survey of Business Uncertainty (SBU), BNP Paribas

En août, les entreprises américaines ont fait état d'une nouvelle hausse de leur incertitude, pour le deuxième mois consécutif, vis-à-vis de la croissance de leur chiffre d'affaires. Cette hausse fait probablement écho au regain d'inquiétude vis-à-vis de l'ampleur du ralentissement économique américain, sur fond d'incertitude fiscale et géopolitique qui règne à l'approche des élections présidentielles du 5 novembre.



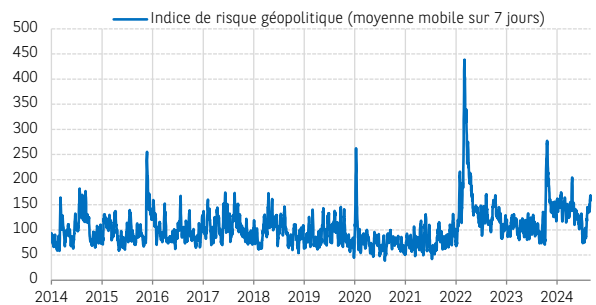
Sources: Atlanta Fed/Chicago Booth/Stanford Survey of Business Uncertainty (SBU), BNP Paribas

L'incertitude sur les perspectives de l'emploi est repartie à la hausse en août, après une courte baisse en juillet, mais de manière très limitée au regard des signes plus nets de ralentissement du marché du travail américain en juillet, au niveau notamment des créations nettes d'emplois salariés non agricoles et de l'augmentation du taux de chômage à 4,3%, un plus haut depuis décembre 2021.



Sources: Commission européenne, BNP Paribas

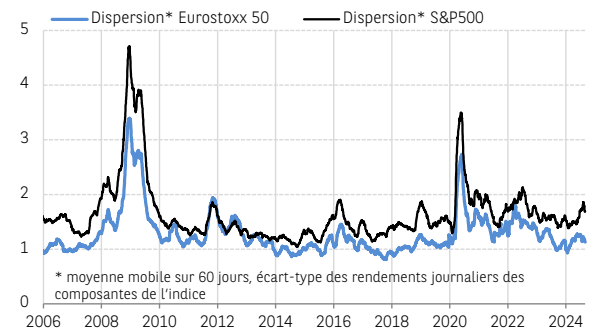
Dans la zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne reste sur une tendance baissière en août (courbe noire), à la faveur du repli de l'incertitude des ménages (courbe bleue) et dans l'industrie particulièrement (courbe grise), tandis que l'incertitude est restée globalement stable dans le commerce de détail (courbe jaune). À l'inverse, l'incertitude s'est à nouveau accrue dans le secteur de la construction (courbe rouge) et elle reste légèrement orientée en hausse dans les services (courbe verte).



Sources: GPR Index (MATTEOIACOVIELLO.COM), BNP Paribas

L'indice du risque géopolitique, également fondé sur la couverture médiatique, a fortement augmenté en août, en lien avec les tensions persistantes au Proche-Orient et le conflit en Ukraine. Il convient de rappeler que cet indice reste très volatile.

\* dispersion des performances journalières des sociétés individuelles.



Sources: Refinitiv, BNP Paribas

L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse\* continue de baisser dans la zone euro. Par ailleurs, aux États-Unis la tendance haussière s'est inversée en août.

Tarik Rharrab

# 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 6 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, % |                              | T4 2024 | T1 2025 | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|-------------------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Fin de période    |                              |         |         |         |         |         |
| 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    |
| Royaume-Uni       | BONO 10 ans                  | 2.93    | 2.85    | 2.85    | 2.88    | 2.98    |
|                   | Taux BoE                     | 4.75    | 4.50    | 4.25    | 4.00    | 3.75    |
| Japon             | Gilt 10a                     | 3.80    | 3.80    | 3.60    | 3.50    | 3.65    |
|                   | 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    |                              | T4 2024 | T1 2025 | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
| Fin de période    |                              |         |         |         |         |         |
| 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

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

|   |  |                   |
|---|--|-------------------|
| <a href="#">FOMC : Les enjeux de la réunion de septembre</a>  | EcoBrief                               | 16 septembre 2024 |
| <a href="#">Royaume-Uni : un regain d'activité en trompe l'œil</a>  | EcoTV                                  | 12 septembre 2024 |
| <a href="#">Zone euro : vers une épargne durablement plus élevée</a>  | Graphique de la Semaine                | 11 septembre 2024 |
| <a href="#">Après Jackson Hole : un peu de clarté, encore beaucoup d'incertitude</a>  | EcoWeek                                | 10 septembre 2024 |
| <a href="#">Révolution de l'électricité « verte » : bien partie, l'Union européenne doit encore accélérer</a>                     | Graphique de la Semaine                | 4 septembre 2024  |
| <a href="#">États-Unis et zone euro : les faits, les faits stylisés et le sentiment</a>   | EcoWeek                                | 2 septembre 2024  |
| <a href="#">France : l'inflation en deçà de 2%, c'est maintenant ?</a>  | EcoBrief                               | 28 août 2024      |
| <a href="#">Numéro de juillet 2024</a>  | LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE | 26 juillet 2024   |
| <a href="#">Essor des échanges commerciaux de l'ASEAN avec la Chine : des opportunités et des risques</a>                         | EcoTV                                  | 25 juillet 2024   |
| <a href="#">Le manque de logements, un défi de taille pour le parti travailliste</a>  | Graphique de la Semaine                | 25 juillet 2024   |
| <a href="#">Baromètre de l'inflation - juillet 2024   Tendances contrastées</a>   | EcoCharts                              | 24 juillet 2024   |
| <a href="#">À la croisée de l'abondance, de la rareté et des perturbations</a>  | EcoWeek                                | 24 juillet 2024   |
| <a href="#">Numéro de juillet 2024</a>  | EcoPulse                               | 19 juillet 2024   |
| <a href="#">Italie : plus de croissance mais des déséquilibres budgétaires toujours importants</a>                                | EcoFlash                               | 18 juillet 2024   |
| <a href="#">Europe centrale : reflux modéré des rendements sur le marché obligataire</a>  | EcoTV                                  | 18 juillet 2024   |
| <a href="#">Les conséquences du réchauffement climatique sur l'emploi au Maroc</a>  | Graphique de la Semaine                | 17 juillet 2024   |
| <a href="#">Confiance des entreprises : une perte de momentum, mais pas un retournement</a>                                       | EcoWeek                                | 16 juillet 2024   |
| <a href="#">Économies émergentes : les ressorts de la confiance</a>   | EcoEmerging                            | 12 juillet 2024   |
| <a href="#">L'intelligence artificielle et les (in)connus (in)connus</a>  | EcoTV                                  | 11 juillet 2024   |
| <a href="#">La Réserve Fédérale redéfinit ses priorités</a>   | EcoWeek                                | 11 juillet 2024   |
| <a href="#">France : première inflexion du délai d'écoulement des logements neufs après sept trimestres consécutifs de hausse</a> | Graphique de la Semaine                | 10 juillet 2024   |





# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago  
Cheffe économiste +33 1 55 77 47 31 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

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

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

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

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

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## CONTACT MEDIA

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

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

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



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

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

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

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

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

[https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change