

“ FRAGMENTER OU NE PAS FRAGMENTER
(L'ÉCONOMIE MONDIALE),
TELLE EST LA QUESTION ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Fragmenter ou ne pas fragmenter (l'économie mondiale), telle est la question

5

ACTU ÉCO

Les points clés de la semaine économique

6

REVUE DES MARCHÉS

L'évolution hebdomadaire des marchés

7

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières

8

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



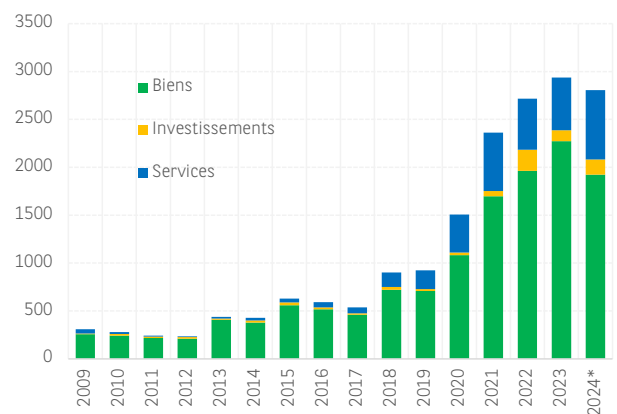
FRAGMENTER OU NE PAS FRAGMENTER (L'ÉCONOMIE MONDIALE), TELLE EST LA QUESTION

Imagineriez-vous qu'un homme politique, qui centre sa stratégie économique sur l'augmentation des impôts des ménages et des entreprises, puisse se faire élire ? Ou que le parlement d'un État membre de l'Union européenne vote contre une initiative de l'UE visant à réduire ces mêmes impôts ? Probablement pas. Et pourtant, ces deux cas de figure se sont produits tout récemment : Donald Trump et ses partenaires républicains ont pris le contrôle de la Maison Blanche et du Congrès américain, tandis que le Parlement français a voté, à une large majorité, contre l'accord commercial UE-Mercosur.

Les tarifs douaniers et autres barrières commerciales sont des taxes, mais contrairement aux taxes ils sont étrangement populaires ces temps-ci auprès de l'opinion publique et de la classe politique. Étrangement parce qu'ils font généralement plus de mal que de bien : à court terme, ils génèrent des hausses de prix en transférant une partie des revenus des entreprises et des consommateurs nationaux vers les caisses de l'État (cas des droits de douane) ou vers les producteurs locaux dont les biens sont protégés par ces taxes (cas des barrières commerciales non tarifaires) ; à plus long terme, ils encouragent une allocation inefficace des ressources productives (main-d'œuvre et capital) et réduisent les transferts de technologie, ce qui entraîne, dans les deux cas, des pertes de productivité. Ils limitent aussi le choix des consommateurs et, pour les producteurs, les possibilités de croissance. Ce n'est pas seulement la théorie économique qui le dit, mais aussi une profusion de recherches empiriques.¹

Pourquoi, alors, les restrictions commerciales sont-elles de nouveau à la mode (voir graphique) ? Une des raisons historiques est que la libéralisation du commerce mondial, bien qu'elle soit bénéfique du point de vue économique pour la grande majorité, peut nuire à certains segments de la société, notamment aux entreprises peu sujettes à la concurrence et à celles qui sont les moins efficaces, ainsi qu'à leurs employés. Il s'agit là d'un élément fondamental et non d'un simple bug. Mais cette minorité a tendance à s'exprimer davantage et à mieux s'organiser que les autres. Elle peut ainsi convaincre et s'attirer la sympathie de la population, et ainsi gagner le soutien d'une partie de la classe politique, notamment de personnalités antisystème qui ont le vent en poupe partout dans le monde. Plus récemment, les perturbations d'approvisionnement sans précédent pendant la pandémie de Covid-19 ont mis en lumière les vulnérabilités dues aux chaînes d'approvisionnement longues et complexes, qui sont maintenant au cœur des processus de production d'importants secteurs de l'industrie.

LE NOMBRE DE RESTRICTIONS COMMERCIALES EN VIGUEUR DANS LE MONDE



* JAN. 2024 - NOV. 2024

SOURCE: GLOBAL TRADE ALERT, BNP PARIBAS

La sécurité économique est devenue une nouvelle priorité pour les gouvernements du monde entier. La souveraineté économique s'est ensuite rapidement imposée depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie et la nouvelle doctrine des États-Unis qui vise à répondre à sa rivalité avec la Chine. Bien que légitimes sur le plan conceptuel, ces deux motivations ont une portée mal définie et, de ce fait, constituent un terrain fertile pour ériger de nouvelles barrières commerciales. De plus, elles viennent s'ajouter à l'autorisation de droits de douane correctifs, reconnue de longue date à l'échelle internationale face aux pratiques déloyales, telles que le *dumping* ou les subventions publiques, qui sont elles aussi de nouveau d'actualité.

¹ Voir [Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#), note d'analyse des services du FMI, 2023, pour une analyse des données et de la bibliographie mondiales. [The Economic Impacts of the US-China Trade War](#), NBER, décembre 2021 ; et la section [Brexit Analysis](#) du site Web de l'Office for Budget Responsibility.



Sans surprise, les décideurs économiques non élus ont été les premiers à plaider contre les représailles commerciales, et ils ont grand mérite à l'avoir fait promptement et aussi clairement.



Dans ce contexte, quelle est la meilleure réponse aux nouveaux droits de douane que le président américain pourrait décider d'imposer ?

Laissons de côté la question de la posture de négociation. Certains, dont le candidat nommé au poste de Secrétaire au Trésor, affirment que le président Trump considérerait la menace de tarifs douaniers comme un outil de négociation nécessaire pour atteindre d'autres objectifs, par exemple ceux liés à l'immigration ou à la sécurité, et non un but en soi. Dans les pays visés par ces tarifs, nombre d'acteurs estiment impératif de répondre à la menace de droits de douane par des représailles tout aussi fortes, à la fois comme stratégie de négociation et comme réponse aux attentes présumées de leurs électeurs. Mais à supposer que les États-Unis imposent effectivement des droits de douane supplémentaires, quelle sera la meilleure réponse ? Les études analytiques disponibles concluent massivement en défaveur de représailles via des restrictions commerciales. En effet, celles-ci fragmenteraient l'économie mondiale et une telle fragmentation, qu'elle soit totale ou partielle, générerait des coûts énormes pour l'ensemble des parties concernées.

Sans surprise, les décideurs économiques non élus ont été les premiers à plaider contre les représailles commerciales, et ils ont le grand mérite de l'avoir fait promptement et aussi clairement.

Faisant suite à des travaux approfondis menés par le Fonds monétaire international (FMI) depuis plusieurs années, Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, a été le premier² d'entre eux, suivi de près par Philipp Lane³ et Christine Lagarde⁴ de la BCE. Il faut espérer que beaucoup d'autres suivront et que leurs voix seront amplifiées par celles des entreprises les plus menacées par la fragmentation économique (notamment les entreprises du secteur manufacturier œuvrant à l'échelle mondiale), et qu'ils seront entendus par les élus qui choisiront la réponse à y apporter.

L'ampleur de l'estimation des coûts de la fragmentation varie mais ces derniers seront inévitablement élevés.

Selon la BCE⁵, les coûts d'un commerce mondial fracturé varient de 2 % du PIB mondial, dans un scénario de découplage modéré (barrières partielles dans tous les secteurs), à 5,5 % si l'on y ajoute des interdictions totales dans certains secteurs, et à 9 % dans le cas où les échanges seraient interrompus dans tous les secteurs. L'ordre de grandeur est le même pour l'impact sur le PIB des pays européens. Des travaux passés du FMI⁶ ont montré des pertes de production tout aussi importantes en cas de fragmentation du commerce mondial en quatre blocs, les économies les plus ouvertes étant les plus touchées. Les estimations du reste de la littérature économique étudiée par le FMI sont très variées, mais elles pourraient atteindre 12 % du PIB mondial à long terme.⁷

Il est préférable que chaque partenaire commercial des États-Unis s'aide lui-même plutôt qu'il se fasse du tort, c'est-à-dire qu'il renonce à mettre en place des tarifs douaniers en représailles et qu'il approfondisse l'intégration commerciale avec les pays qui le souhaitent. Tous ces partenaires devraient également poursuivre les politiques nationales nécessaires pour stimuler leur croissance et leur compétitivité. Pour l'Union européenne et le Royaume-Uni, cela signifie réduire les barrières internes - à la fois au sein de l'UE, des estimations récentes du FMI indiquant que réduire les barrières intérieures au même niveau que celles du marché américain augmenterait la productivité de 7 %⁸, et entre le Royaume-Uni et l'UE - et stimuler les investissements, tant publics que privés. Pour la Chine, cela signifie renforcer la demande intérieure, en particulier la consommation, pour contrer la baisse rapide du taux de rendement des investissements en capital de ses entreprises.

Isabelle Mateos y Lago

² [Trump Tariffs Should Not Prompt UK Retaliation in Kind, Warns BOE's Bailey - Bloomberg](#).

³ [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#), 21 novembre 2024.

⁴ [Interview de Christine Lagarde](#), Financial Times, 28 novembre 2024.

⁵ [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#), op. cit.

⁶ [Geoeconomic Fragmentation: What's at Stake for the EU](#), documents de travail du FMI, novembre 2023.

⁷ [Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism](#), op. cit.

⁸ [Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies](#), Perspectives économiques régionales du FMI, novembre 2024, note 1.



ZONE EURO : L'indice de sentiment économique de la Commission européenne a très légèrement progressé en novembre (+0,1 point à 95,8). Des écarts importants persistent toutefois entre les pays, avec 11 pays en dessous de la moyenne de long terme et 9 pays au-dessus. La conjoncture espagnole reste, notamment, positive. La confiance des consommateurs italiens s'est redressée quand elle s'est nettement détériorée en France et en Allemagne.

FRANCE-ALLEMAGNE : La hausse des craintes relatives au chômage a contribué à faire reculer la confiance des ménages français et allemands en novembre. Pour l'heure, les indicateurs du marché du travail sont plus mitigés que négatifs : baisse de l'emploi en Allemagne mais légère hausse en France au T3 ; remontée encore limitée des taux de chômage depuis un bas niveau. Mais la crainte du chômage peut alimenter une épargne de précaution (le taux d'épargne des ménages français a encore augmenté au T3, à 18,2%), ce qui reporterait encore un peu plus le rebond attendu de la consommation.

ZONE EURO : Selon l'estimation flash d'Eurostat, l'inflation harmonisée est remontée à 2,3% a/a en novembre (+0,3 pp). Cette hausse était anticipée et est imputable à des effets de base défavorable sur l'énergie. Sur les 20 États-membres, seuls 3 voient leur inflation reculer (Estonie, Grèce, Malte). L'inflation est restée stable en Allemagne (2,4%) et n'a que très peu augmenté en France (1,7%, +0,1 pp). La hausse est plus marquée (+0,6 pp) en Espagne (effet supplémentaire des hausses de TVA sur les prix alimentaires) et en Italie (l'inflation demeure néanmoins en-deçà de 2%).

FRANCE : Le 20 novembre, l'agence de notation S&P a opté pour la stabilité, maintenant inchangés le rating français (AA-) et la perspective (stable). Pour l'agence, la France devrait parvenir à « consolider progressivement ses finances publiques à moyen terme ». Elle souligne aussi le risque que fait peser l'incertitude politique sur cette trajectoire.

EUROPE : Le Parlement européen a validé la composition de la nouvelle Commission européenne, qui entre officiellement en fonction le 1^{er} décembre. Cette dernière a par ailleurs dévoilé ses évaluations des plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme des États membres, actant notamment l'extension de la période d'ajustement budgétaire de 4 à 7 ans pour 5 pays (Espagne, Finlande, France, Italie, Roumanie).

ROYAUME-UNI : D'après l'enquête du CBI dans le commerce de détail, les perspectives de consommation apparaissent plus dégradées pour la fin de l'année. L'activité dans l'automobile reste déprimée (baisse de 15,3% a/a de la production automobile en octobre ; recul de 6,1% a/a des nouvelles immatriculations).

ÉTATS-UNIS : Confiance des ménages et inflation en hausse. Prudence à la Fed. D'après l'indice de la *Conference Board*, la confiance des ménages américains a encore progressé en novembre, en phase avec l'enquête de l'Université du Michigan. L'inflation s'est aussi redressée (+0,2 point, à 2,3% a/a en octobre pour le déflateur de la consommation des ménages et +0,1 point, à 2,8% pour le sous-jacent). Il ressort des minutes du FOMC de novembre moins d'inquiétudes sur la croissance et une vigilance maintenue vis-à-vis de l'inflation, ce qui plaide pour une détente graduelle des taux (pas d'urgence à se rapprocher du taux neutre, qui n'est, d'ailleurs, peut-être pas si éloigné que cela du niveau actuel des *Fed funds*).

BRÉSIL : Renforcement des relations Brésil - Chine. Au lendemain du G20 à Rio de Janeiro, le Brésil a signé 37 nouveaux accords de coopération avec la Chine, entre autres, dans le domaine agricole, des infrastructures durables, de la transition énergétique, de l'intelligence artificielle, de la santé et de l'aérospatial. Certains des accords visent notamment à aligner les investissements chinois aux grands projets de développement brésiliens (Nouveau Programme d'Accélération de la Croissance et le plan Nouvelle Industrie Brésil).

AFRIQUE DU SUD : La SARB poursuit son cycle d'assouplissement monétaire entamé en septembre, avec une deuxième baisse de 25pb de son taux directeur (ramené à 7,75%). Les prévisions d'inflation de la SARB sont inchangées pour 2025 mais revues légèrement à la hausse pour 2026 (+0,2pp). Le gouverneur a insisté sur la nécessité de faire preuve de prudence lors des prochains comités de politique monétaire. Entre le 5 et le 27 novembre, le rand sud-africain s'est déprécié de 3,6%.

MEXIQUE : Donald Trump a annoncé le 25/11 qu'il imposerait des tarifs douaniers de 25% sur toutes les importations en provenance du Mexique et du Canada (et une hausse de 10% des tarifs sur les produits chinois) dès le 1^{er} jour de son mandat. La révision du traité UMSCA est prévue pour la mi-2026 mais cette annonce ouvre de fait les négociations. Le premier ministre canadien et la présidente mexicaine ont immédiatement réagi. Claudia Sheinbaum a évoqué les politiques mises en place depuis plusieurs années au Mexique concernant l'immigration et le trafic de drogue. Après un 1^{er} entretien téléphonique de Trump avec la présidente mexicaine, la tension est retombée. Il est impossible de dire quelle position sera finalement retenue, mais il nous semble peu probable que de tels tarifs soient appliqués compte tenu de l'intégration des trois économies. Les conséquences seraient fortement négatives, y compris pour l'économie américaine. Le peso s'est déprécié de moins de 2% depuis l'élection de Trump.

INDE : La croissance économique a ralenti fortement au 2nd trimestre de l'année budgétaire 2024-2025 (juillet à septembre). Il s'agit là du 3^e trimestre consécutif de ralentissement. Le PIB réel a progressé de 5,4% en g.a., contre 6,7% au trimestre précédent. Ce chiffre est bien en-dessous des attentes, y compris celles de la banque centrale indienne. Le ralentissement s'explique, notamment, par la moindre croissance de la production dans les secteurs minier et manufacturier alors que l'activité dans le secteur agricole est restée solide en raison d'une bonne mousson. Sur l'année budgétaire 2024/2025 la croissance devrait être bien en deçà de la prévision de 7,2% de la banque centrale, même si l'activité devrait rebondir sur la 2^e partie de l'année grâce aux festivités et à la hausse des investissements publics. Les pressions sur la banque centrale pour abaisser ses taux directeurs cette semaine seront fortes mais ses marges de manœuvre limitées en raison des tensions sur la roupie et des pressions inflationnistes persistantes.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	29-nov-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	1.99	-4.8	-18.5	-69.0	-103.9
Bund 5a	1.91	-12.9	-21.7	-3.1	-44.1
Bund 10a	2.09	-16.3	-24.6	+8.8	-30.0
OAT 10a	2.84	-15.1	-14.4	+37.7	-6.1
BTP 10a	3.16	-23.1	-28.5	-37.4	-84.0
BONO 10a	2.75	-18.7	-24.6	-19.9	-63.1
Treasuries 2a	4.21	-18.1	+6.7	-12.6	-47.3
Treasuries 5a	4.09	-22.5	-0.5	+23.0	-15.7
Treasuries 10a	4.20	-22.4	-6.9	+33.1	-8.0
Gilt 2a	4.08	-6.9	+4.0	+10.7	-46.6
Treasuries 5a	4.10	-14.8	-9.7	+78.6	+13.2
Gilt 10a	4.25	-14.1	-6.9	+64.5	+6.2

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	29-nov-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.06	+1.5	-2.2	-4.4	-3.8
GBP/USD	1.27	+1.5	-2.3	-0.3	+0.1
USD/JPY	150.19	-3.0	-2.1	+6.5	+1.9
DX	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.83	-0.0	+0.1	-4.1	-3.9
EUR/CHF	0.93	+0.0	-0.8	+0.1	-3.1
EUR/JPY	158.63	-1.6	-4.3	+1.9	-1.9
Pétrole (Brent, \$)	73.20	-2.3	+3.1	-5.8	-11.9
Or (once, \$)	2659	-1.7	-3.9	+28.8	+30.3

Indices actions

Monde					
MSCI Monde (\$)	3810	+1.2	+2.5	+20.2	+26.4
Amérique du Nord					
S&P500	6032	+1.1	+3.4	+26.5	+32.6
Dow Jones	44911	+1.4	+6.3	+19.2	+26.8
Nasdaq composite	19218	+1.1	+2.7	+28.0	+34.8
Europe					
CAC 40	7235	-0.3	-3.7	-4.1	-0.4
DAX 30	19626	+1.6	+0.8	+17.2	+21.4
EuroStoxx50	4804	+0.3	-2.9	+6.3	+9.9
FTSE100	8287	+0.3	+0.8	+7.2	+11.6
Asie					
MSCI, loc.	1404	-0.2	+0.3	+12.6	+15.0
Nikkei	38208	-0.2	-1.8	+14.2	+14.7
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1079	-0.8	-5.1	+5.4	+9.7
Chine	63	+0.7	-6.7	+13.3	+11.2
Inde	1054	+1.5	-1.6	+14.4	+24.1
Brésil	1305	-6.0	-9.3	-27.5	-22.8

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2024 au 29-11, €

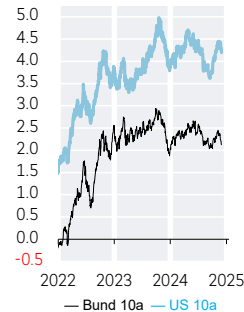
+23.2%	Banques
+18.1%	Télécoms
+17.4%	Médias
+16.9%	Industrie
+15.8%	Assurances
+12.0%	Voyages & loisirs
+11.6%	Distribution
+9.0%	Santé
+8.5%	Construction
+7.0%	Indice
+1.7%	Technologie
-0.2%	Scs collectivités
-1.6%	Foncières
-4.2%	Chimie
-5.8%	Agroalimentaire
-5.8%	Pétrole & gaz
-7.9%	Matières premières
-8.3%	Bs. de conso.
-13.6%	Automobile

S&P500

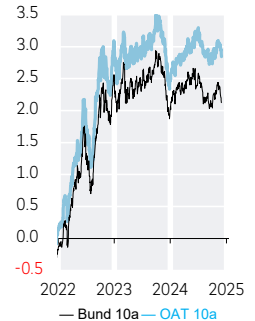
Année 2024 au 29-11, \$

+42.8%	Banques
+41.4%	Construction
+41.0%	Technologie
+37.3%	Scs financiers
+36.6%	Distribution
+36.4%	Automobile
+35.5%	Assurances
+30.3%	Scs collectivités
+30.3%	Indice
+29.9%	Télécoms
+28.6%	Industrie
+24.7%	Voyages & loisirs
+17.3%	Pétrole & gaz
+13.4%	Santé
+13.0%	Médias
+12.4%	Pdts ménagers & soins
+8.7%	Matières premières
+7.9%	Chimie
+1.9%	Agroalimentaire

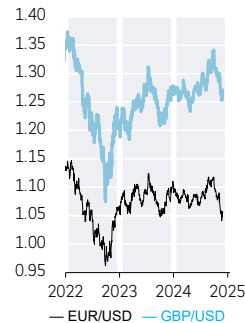
Bund 10a vs US Treas. 10a



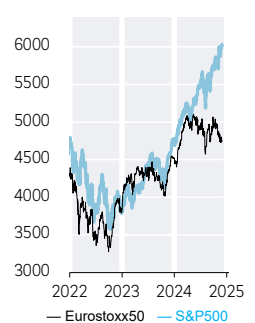
Bund 10a vs OAT 10a



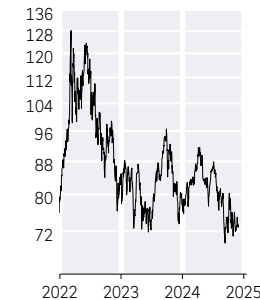
EUR/USD vs GBP/USD



EUROSTOXX 50 vs S&P500



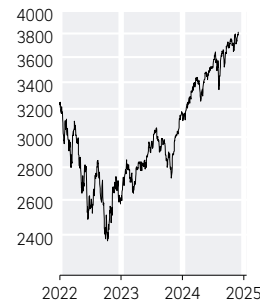
Pétrole (Brent, \$)



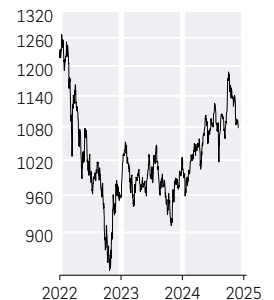
Or (once, \$)



MSCI monde (\$)



MSCI Emergents (\$)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

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

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

EcoPulse Novembre 2024	EcoPulse	29 novembre 2024
Baromètre de l'inflation - novembre 2024 Les services font de la résistance	EcoCharts	28 novembre 2024
Finalisation de Bâle 3 aux États-Unis : fin de partie ?	EcoTV	28 novembre 2024
À Bakou, une COP qui ne change pas la donne, mais qui ne compte pas pour rien	Graphique de la Semaine	27 novembre 2024
Économie mondiale : peut-on toujours compter sur un atterrissage en douceur ?	EcoWeek	27 novembre 2024
France - Allemagne Prix des services : une poche d'inflation qui devrait perdurer en 2025	EcoBrief	27 novembre 2024
États-Unis et Mexique : des partenaires particuliers	Graphique de la Semaine	22 novembre 2024
Les émergents, victimes d'une guerre commerciale annoncée	EcoEmerging	22 novembre 2024
Renaissance de l'Europe du Sud	EcoTV	21 novembre 2024
Scénario économique et revue des marchés du 18 novembre 2024	EcoWeek	18 novembre 2024
Europe du Sud : la rentabilité des banques au plus haut depuis 2007, mais sans doute pas durablement	Graphique de la Semaine	15 novembre 2024
Maîtrise budgétaire et investissement public : le pari difficile du budget britannique	EcoTV	14 novembre 2024
Baisse des taux : quel impact sur l'économie mondiale ?	Hors Série	14 novembre 2024
À quelque chose malheur (européen) est bon	EcoWeek	12 novembre 2024
Réunion de la Fed : reprise des affaires courantes	EcoBrief	8 novembre 2024
Numéro de novembre 2024	Le Petit Atlas de l'Économie Française	8 novembre 2024
France Investissement des entreprises : le logiciel dépasse la brique	Graphique de la Semaine	6 novembre 2024
État du commerce mondial à l'orée de l'élection présidentielle américaine	EcoWeek	4 novembre 2024
Élection présidentielle américaine : les enjeux économiques sous-jacents	EcoConjoncture	31 octobre 2024
En 2024, la barre de +1,5°C de réchauffement climatique est franchie	Graphique de la Semaine	30 octobre 2024
Des réunions mondiales à l'ombre des élections américaines	EcoWeek	29 octobre 2024



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

ECOEMERGING

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, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant : 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 - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright : Kentoh

