

“ Dans un monde caractérisé à la fois par l’abondance, la rareté et les perturbations, l’analyse de l’exposition des acteurs économiques aux différents scénarios est appelée à jouer un rôle capital. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

À la croisée de l'abondance,  
de la rareté et des perturbations

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données  
économiques : Chine

---

8

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions  
économiques et financières

---

9

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## À LA CROISÉE DE L'ABONDANCE, DE LA RARETÉ ET DES PERTURBATIONS

Au cours des trente-cinq dernières années, le monde a connu de profonds changements. D'une situation d'équilibre au début des années 1990 — le dividende de la paix, la Grande Modération, la mondialisation —, nous sommes passés à un monde caractérisé par un certain nombre de perturbations géopolitiques, économiques (économie de l'offre) et environnementales. Une caractéristique singulière et fascinante de cette nouvelle ère réside dans la coexistence de l'abondance (production et diffusion des données, besoins d'investissement) et de la rareté (pénurie d'effectifs qualifiés dans un contexte de vieillissement de la population, difficulté à trouver des financements). Ces développements soulèvent d'importantes questions. En tant qu'entreprise, investisseur, salarié, gouvernement, quelle est mon exposition au risque climatique, à la révolution de l'IA, à la fragmentation économique et au niveau des taux d'intérêt? Quelle est l'exposition de mes clients? Mon modèle économique ou mon portefeuille d'investissements sont-ils résilients aux chocs inattendus? Les finances publiques sont-elles robustes? Dans un monde caractérisé à la fois par l'abondance, la rareté et les perturbations, l'analyse de l'exposition des acteurs économiques aux différents scénarios est appelée à jouer un rôle capital.

La pause estivale nous donne la possibilité de nous détendre et (d'essayer) de nous déconnecter du flux ininterrompu de l'actualité. Il nous donne également l'occasion de prendre du recul par rapport aux données traditionnelles que nous devons absorber tout au long de l'année. Quelles sont les grandes tendances de long terme? Quelle influence peuvent-elles exercer sur mon portefeuille d'investissements ou sur mon entreprise? Quels sont les risques et quelles sont les incertitudes? Pour répondre à ces questions, il est utile de revenir sur l'histoire récente et d'identifier les évolutions qui ont marqué le monde. Au risque de simplifier à l'excès et de faire preuve d'amnésie sélective — en brossant un tableau idyllique du passé lointain —, on peut considérer qu'en trente-cinq ans, nous sommes passés d'un état d'équilibre à une situation de perturbations. La notion « d'équilibre » renvoie au dividende de la paix dont a bénéficié le monde à partir du début des années 1990, après la chute du mur de Berlin et du Rideau de fer. Ce dividende a permis de rediriger les capacités de financement vers les investissements technologiques et la fourniture de biens publics. Cette notion est également liée à la Grande Modération, une ère qui démarre au milieu des années 1980, marquée par une forte diminution de la variabilité de la croissance du PIB réel et de l'inflation<sup>1</sup>, même s'il convient de préciser que cette période a tout de même connu plusieurs crises — krach de Wall Street en 1987, crise asiatique en 1997, effondrement du fonds spéculatif Long Term Capital Management en 1998, éclatement de la bulle des valeurs de technologie en 2000, etc. — soulignant l'instabilité accrue des marchés financiers.

<sup>1</sup> Source : The Great Moderation, commentaires de Ben S. Bernanke, gouverneur, lors des réunions de l'Eastern Economic Association, Washington, DC, 20 février 2004, Conseil de la Réserve fédérale.

### ABONDANCE, RARETÉ ET PERTURBATIONS

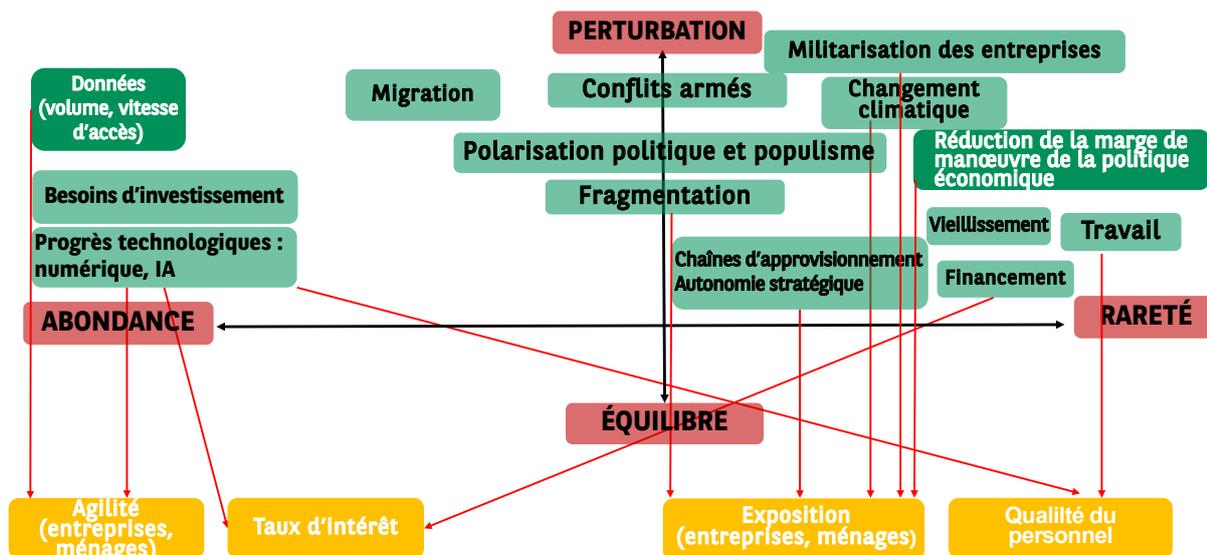


SCHÉMA 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Un troisième aspect de la notion « d'équilibre » est lié au phénomène de mondialisation qui a notamment vu la Chine rejoindre l'Organisation mondiale du commerce en 2001. Revenons aux années 2020. La notion « d'équilibre » a maintenant cédé la place à une situation de « perturbations » de la politique nationale dans de nombreux pays — polarisation<sup>2</sup>, populisme — et au niveau géopolitique schéma 1). Ces évolutions affectent à leur tour l'économie, comme le soulignent les recherches dans le domaine de la géoéconomie<sup>3</sup> : montée du protectionnisme, découplage États-Unis/Chine, utilisation de l'économie comme une arme et « *friendshoring* » (relocaliser chez les pays « amis »)<sup>4</sup>, priorité donnée à l'autonomie stratégique<sup>5</sup>, etc. D'autres facteurs ont eu - ou continuent d'avoir — des effets fortement perturbateurs. La pandémie de Covid-19 a mis en évidence la fragilité des chaînes d'approvisionnement longues et complexes, incitant les entreprises à les simplifier, à les diversifier, et donc à les rendre plus robustes. Les changements climatiques ont également un effet perturbateur, car ils créent de nouvelles sources de risque, mais ils induisent également des efforts d'investissement considérables visant à changer le mix énergétique et à accroître l'efficacité énergétique de l'activité économique tout en réduisant son empreinte carbone.

Une caractéristique singulière et fascinante de cette nouvelle ère réside dans la coexistence de l'abondance et de la rareté. Abondance de production de données, de facilité d'accès à ces données et de rapidité de la diffusion des informations. Abondance également des besoins d'investissement, en lien avec les forces perturbatrices évoquées plus haut ainsi qu'avec le progrès technologique, notamment l'intelligence artificielle. La notion de « rareté » renvoie quant à elle à la perte de marge de manœuvre en matière de politique — politique monétaire, et surtout budgétaire compte tenu des niveaux élevés de la dette publique de nombreux pays — et aux pénuries de main-d'œuvre induites par le vieillissement de la population et l'évolution des besoins en compétences. Au niveau absolu, les capacités de financement sont élevées, mais comparées à l'énormité des besoins en investissements, elles demeurent relativement limitées. Les dépenses requises par la transition verte, les investissements liés à l'IA, les dépenses militaires, la réorganisation des chaînes d'approvisionnement, etc. induisent une forte augmentation des besoins en financement, et la question se pose de savoir comment ces besoins seront satisfaits : taux d'intérêt plus élevés, augmentation de l'offre de crédit, accroissement des taux d'épargne et/ou retards dans la mise en œuvre de ces programmes d'investissement ?

Ces développements ont d'importantes répercussions sur les entreprises, les ménages et les gouvernements. Les premières devront impérativement faire preuve d'agilité pour mettre à profit les informations déjà disponibles et exploiter les nouvelles sources de données en ayant recours à l'intelligence artificielle<sup>6</sup>, sans perdre de vue l'autre grande priorité consistant à jouer un rôle actif dans la transition verte. Condition nécessaire, mais non suffisante, les entreprises devront se doter d'effectifs disposant de compétences adéquates.

## EXPOSITION À L'ABONDANCE, À LA RARETÉ ET AUX PERTURBATIONS

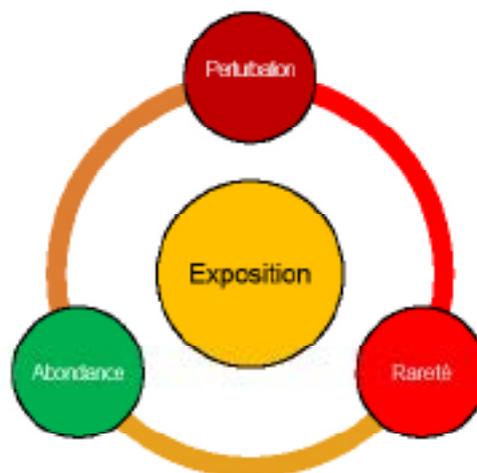


SCHÉMA 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Les entreprises, les ménages et les gouvernements devront prêter attention aux coûts de financement. Dans cette nouvelle ère, l'inflation a peu de chances de revenir durablement en deçà du niveau cible des banques centrales. En outre, les besoins de financement vont probablement empêcher une baisse des taux d'intérêt réels sinon limiter son ampleur. Étant donné le nombre de changements qui se produisent simultanément, le terme « exposition » occupe désormais une place centrale (schéma 2). En tant qu'entreprise, investisseur, salarié, gouvernement : quelle est mon exposition au risque climatique, à la révolution de l'IA, à la fragmentation économique et au niveau des taux d'intérêt ? Quelle est l'exposition de mes clients ? Mon modèle économique ou mon portefeuille d'investissements sont-ils résilients aux chocs inattendus ? Les finances publiques sont-elles robustes ? Dans un monde caractérisé à la fois par l'abondance, la rareté et les perturbations, l'analyse de l'exposition des acteurs économiques aux différents scénarios est appelée à jouer un rôle capital.

William De Vijlder

<sup>2</sup> Pour une analyse détaillée, cf. États-Unis : les conséquences économiques de la polarisation politique (bnpparibas.com), EcoWeek, BNP Paribas, 26 février 2024.

<sup>3</sup> « Le monde évolue, passant d'un système fondé sur des règles, dans lequel l'intégration économique était vue comme une fin en soi, à un environnement où les décisions politiques et le degré d'ouverture de l'économie dépendent de plus en plus de considérations géopolitiques. » Source : Moritz Schularick, responsable de projet au réseau de recherche en géoéconomie CEPR, *Geoeconomics* | CEPR.

<sup>4</sup> « Nous recherchons une approche que j'ai baptisée « *friendshoring* », qui consiste à tenter de renforcer notre résilience économique en diversifiant nos chaînes d'approvisionnement auprès d'un large éventail d'alliés et de partenaires de confiance. » Source : commentaires de la secrétaire américaine au Trésor Janet L. Yellen sur l'approche économique de l'Administration Biden vis-à-vis de la région Indo-Pacifique, 2 novembre 2023.

<sup>5</sup> Pour une analyse détaillée, cf. Shaping and securing the EU's Open Strategic Autonomy by 2040 and beyond, Commission européenne, 2021. JRC Publications Repository - Shaping and securing the EU's Open Strategic Autonomy by 2040 and beyond (europa.eu).

<sup>6</sup> Pour une analyse détaillée, cf. Artificial intelligence and the (un)known (un)knowns (bnpparibas.com), EcoTV, BNP Paribas, 11 juillet 2024.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 12-7-24 au 19-7-24

| 📉 CAC 40              | 7.724 | ▶ 7.535 | -2.5 %  |  |  |
|-----------------------|-------|---------|---------|--|--|
| 📉 S&P 500             | 5.615 | ▶ 5.505 | -2.0 %  |  |  |
| 📈 Volatilité (VIX)    | 12.5  | ▶ 16.5  | +4.1 pb |  |  |
| 📈 Euribor 3m (%)      | 3.66  | ▶ 3.70  | +3.4 pb |  |  |
| 📉 Libor 3m (%)        | 5.55  | ▶ 5.54  | -0.3 pb |  |  |
| 📉 OAT 10a (%)         | 3.10  | ▶ 3.06  | -3.4 pb |  |  |
| 📉 Bund 10a (%)        | 2.45  | ▶ 2.41  | -3.6 pb |  |  |
| 📈 US Tr. 10a (%)      | 4.18  | ▶ 4.24  | +6.2 pb |  |  |
| 📉 Euro vs dollar      | 1.09  | ▶ 1.09  | -0.2 %  |  |  |
| 📉 Or (once, \$)       | 2.412 | ▶ 2.407 | -0.2 %  |  |  |
| 📉 Pétrole (Brent, \$) | 85.9  | ▶ 84.1  | -2.1 %  |  |  |

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

| Taux d'intérêt (%) | +haut 24 | +bas 24        | Rendements (%) | +haut 24 | +bas 24       |
|--------------------|----------|----------------|----------------|----------|---------------|
| € BCE              | 4.25     | 4.50 le 01/01  | 12/06          | 2.64     | 2.64 le 01/01 |
| Eonia              | -0.51    | -0.51 le 01/01 | 01/01          | 2.96     | 3.23 le 10/06 |
| Euribor 3m         | 3.70     | 3.97 le 18/01  | 15/07          | 2.41     | 2.66 le 29/05 |
| Euribor 12m        | 3.50     | 3.76 le 19/03  | 19/07          | 3.06     | 3.30 le 01/07 |
| \$ FED             | 5.50     | 5.50 le 01/01  | 01/01          | 3.86     | 4.14 le 10/06 |
| Libor 3m           | 5.54     | 5.61 le 20/06  | 01/02          | 4.57     | 5.10 le 30/04 |
| Libor 12m          | 6.04     | 6.04 le 01/01  | 01/01          | 4.24     | 4.70 le 25/04 |
| E Bque Angl        | 5.25     | 5.25 le 01/01  | 01/01          | 7.64     | 8.24 le 16/04 |
| Libor 3m           | 5.30     | 5.33 le 06/03  | 22/03          | 4.70     | 4.96 le 29/05 |
| Libor 12m          | 0.81     | 0.81 le 01/01  | 01/01          | 4.12     | 4.41 le 29/05 |

## TAUX DE CHANGE

| 1€ = |        | +haut 24        | +bas 24         | 2024   |  |
|------|--------|-----------------|-----------------|--------|--|
| USD  | 1.09   | 1.10 le 01/01   | 1.06 le 15/04   | -1.4%  |  |
| GBP  | 0.84   | 0.87 le 02/01   | 0.84 le 12/07   | -2.7%  |  |
| CHF  | 0.97   | 0.99 le 27/05   | 0.93 le 08/01   | +4.1%  |  |
| JPY  | 171.34 | 174.98 le 10/07 | 155.33 le 02/01 | +10.0% |  |
| AUD  | 1.63   | 1.67 le 28/02   | 1.60 le 11/07   | +0.5%  |  |
| CNY  | 7.91   | 7.94 le 17/07   | 7.69 le 15/04   | +1.0%  |  |
| BRL  | 6.04   | 6.09 le 02/07   | 5.31 le 13/02   | +12.7% |  |
| RUB  | 95.81  | 102.67 le 23/02 | 89.75 le 19/06  | -3.0%  |  |
| INR  | 91.11  | 91.92 le 01/01  | 88.68 le 12/04  | -0.9%  |  |

## MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$  |       | +haut 24        | +bas 24        | 2024   | 2024(€) |
|----------------|-------|-----------------|----------------|--------|---------|
| Pétrole, Brent | 84.1  | 91.6 le 12/04   | 75.8 le 08/01  | +8.2%  | +9.8%   |
| Or (once)      | 2.407 | 2.467 le 18/07  | 1.989 le 14/02 | +16.5% | +18.2%  |
| Métaux, LMEX   | 3.988 | 4.652 le 21/05  | 3.558 le 09/02 | +6.0%  | +7.5%   |
| Cuivre (tonne) | 9.179 | 10.801 le 20/05 | 8.065 le 09/02 | +8.5%  | +10.0%  |
| Blé (tonne)    | 191   | 2.5 le 28/05    | 188 le 16/07   | -17.9% | -16.7%  |
| Mais (tonne)   | 146   | 1.7 le 13/05    | 146 le 08/07   | -16.0% | -14.8%  |

## INDICES ACTIONS

| Cours                   | +haut 24 | +bas 24         | 2024            | Année 2024 au 19-7, € |
|-------------------------|----------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| <b>Monde</b>            |          |                 |                 | +19.3%                |
| MSCI Monde              | 3.554    | 3.643 le 16/07  | 3.114 le 04/01  | +12.1%                |
| <b>Amérique du Nord</b> |          |                 |                 | +13.6%                |
| S&P500                  | 5.505    | 5.667 le 16/07  | 4.689 le 04/01  | +15.4%                |
| <b>Europe</b>           |          |                 |                 | +9.5%                 |
| EuroStoxx50             | 4.827    | 5.101 le 15/05  | 4.403 le 17/01  | +6.8%                 |
| CAC 40                  | 7.535    | 8.240 le 15/05  | 7.319 le 17/01  | -0.1%                 |
| DAX 30                  | 18.172   | 18.869 le 15/05 | 16.432 le 17/01 | +8.5%                 |
| IBEX 35                 | 11.088   | 11.444 le 06/06 | 9.858 le 19/01  | +9.8%                 |
| FTSE100                 | 8.156    | 8.446 le 15/05  | 7.446 le 17/01  | +5.5%                 |
| <b>Asie Pacifique</b>   |          |                 |                 | +7.1%                 |
| MSCI, loc.              | 1.442    | 1.469 le 11/07  | 1.242 le 03/01  | +15.6%                |
| Nikkei                  | 40.064   | 42.224 le 11/07 | 33.288 le 04/01 | +19.7%                |
| <b>Emergents</b>        |          |                 |                 | +6.8%                 |
| MSCI Emergents (\$)     | 1.090    | 1.125 le 11/07  | 958 le 17/01    | +6.4%                 |
| Chine                   | 57       | 64 le 20/05     | 49 le 22/01     | +2.3%                 |
| Inde                    | 1.086    | 1.103 le 18/07  | 915 le 03/01    | +18.4%                |
| Brésil                  | 1.451    | 1.800 le 01/01  | 1.387 le 19/06  | -7.9%                 |

## PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

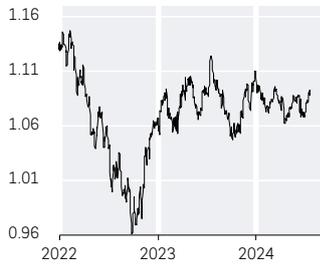
| Année 2024 au 19-7, \$ | Année 2024 au 19-7, € |
|------------------------|-----------------------|
| Banques                | +28.1%                |
| Médias                 | +21.6%                |
| Santé                  | +18.5%                |
| Technologie            | +17.3%                |
| Industrie              | +16.3%                |
| Télécoms               | +16.2%                |
| Assurances             | +13.8%                |
| Distribution           | +13.4%                |
| Indice                 | +13.2%                |
| Construction           | +12.1%                |
| Pétrole & gaz          | +9.6%                 |
| Industrie              | +9.5%                 |
| Santé                  | +6.9%                 |
| Matières premières     | +6.5%                 |
| Pts ménagers & soins   | +4.6%                 |
| Bs. de conso.          | +3.5%                 |
| Voyages & loisirs      | +2.6%                 |
| Agroalimentaire        | +1.5%                 |
| Scs collectivités      | -0.3%                 |
| Chimie                 | -0.4%                 |
| Automobile             | -0.4%                 |

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

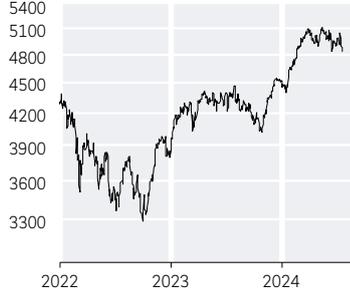


# REVUE DES MARCHÉS

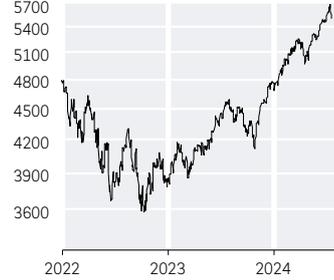
**EURO-DOLLAR**



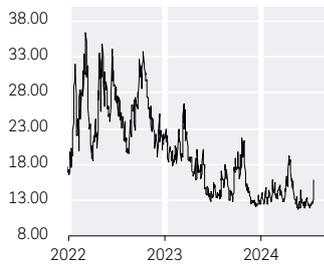
**EUROSTOXX50**



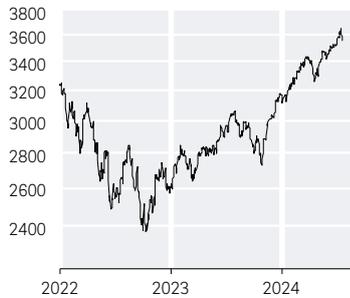
**S&P500**



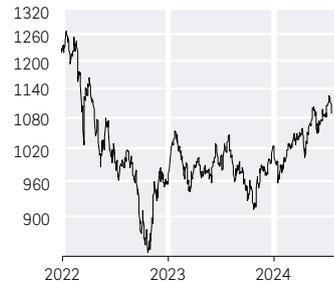
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**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**



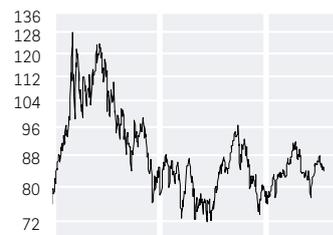
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 19-7

|       |           |        |
|-------|-----------|--------|
| 3.91% | Grèce     | 149 pb |
| 3.74% | Italie    | 133 pb |
| 3.20% | Espagne   | 79 pb  |
| 3.06% | France    | 65 pb  |
| 3.00% | Portugal  | 58 pb  |
| 2.96% | Autriche  | 54 pb  |
| 2.93% | Finlande  | 51 pb  |
| 2.92% | Belgique  | 50 pb  |
| 2.74% | Irlande   | 32 pb  |
| 2.74% | P-Bas     | 32 pb  |
| 2.41% | Allemagne |        |

**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## CHINE : EXPORTATIONS SOLIDES, CONSOMMATION PRIVÉE TOUJOURS EN BERNE

Après un rebond à +1,5% en rythme trimestriel au T1 2024, la croissance économique chinoise a ralenti à +0,7% t/t. Elle s'est établie à +5% en glissement annuel sur la première moitié de l'année. L'objectif de croissance de « 5% environ » fixé par Pékin pour 2024 reste atteignable.

Les indicateurs conjoncturels pour le mois de juin et pour le second trimestre 2024 témoignent de trajectoires nettement divergentes des différentes composantes de la croissance. D'une part, l'activité du secteur manufacturier est restée dynamique, portée par les exportations de marchandises (+8,6% en g.a. en valeur en juin, et +5,9% en moyenne au T2 2024). D'autre part, l'activité du secteur tertiaire et la demande intérieure manquent de vigueur. Depuis le début de l'année, la croissance dans les services a ralenti (de +5,5% en g.a. en moyenne au T1 à +4,3% au T2) et est restée inférieure à la croissance de la production industrielle. Celle-ci a légèrement décéléré, passant de +6,1% en g.a. en moyenne au T1 à +5,9% au T2.

La crise du secteur immobilier continue de peser sur le moral des ménages chinois et de brider la demande intérieure. L'investissement dans le secteur immobilier a poursuivi sa chute (-10% en g.a. en valeur au S1 2024), et la baisse des prix immobiliers s'est aggravée (-7,9% en g.a. en moyenne en juin 2024 pour les logements anciens dans les 70 principales villes, contre -4,1% en décembre 2023). Les volumes de ventes de logements ont continué de se contracter au T2 2024 (-14,7% en g.a.). Cette baisse est moins forte qu'au T1 2024, mais les possibles (légers) effets des mesures de relance mises en œuvre depuis le mois de mai restent toutefois à confirmer.

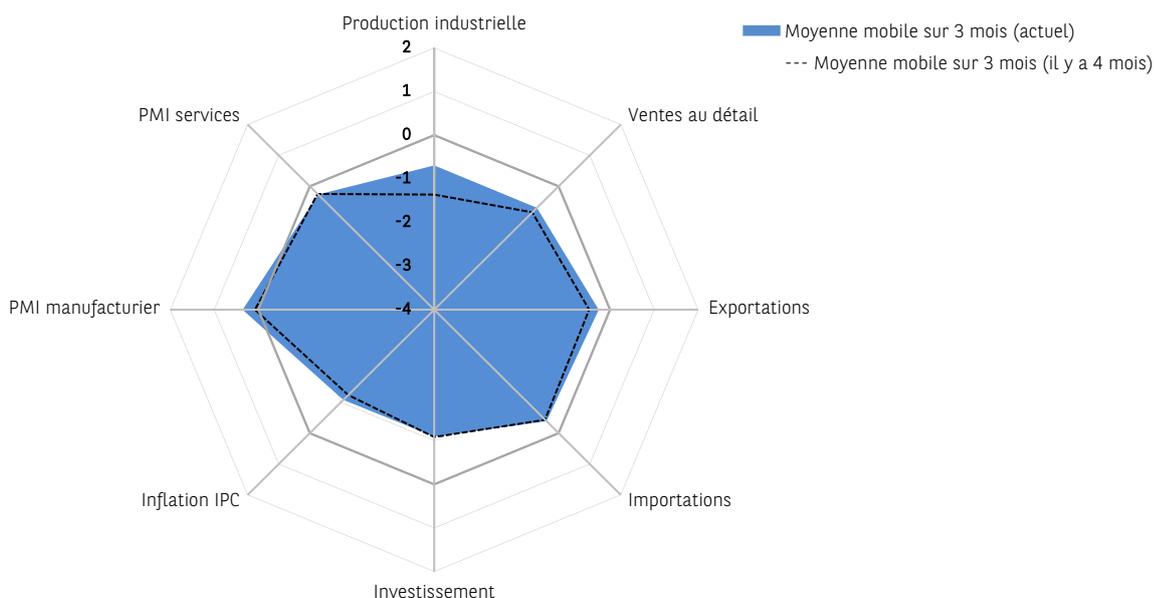
Les ventes au détail sont restées déprimées depuis le début de l'année et leur croissance a même étonnamment ralenti au mois de juin 2024 (atteignant +1,8% en g.a. en volume en juin et +2,4% en moyenne au T2 2024). Conséquence de la faiblesse de la demande intérieure et du déséquilibre entre offre et demande, l'inflation est toujours très faible. En juin, l'indice des prix à la consommation a augmenté de seulement +0,2% en g.a., et l'indice des prix à la production était en baisse (-0,8% en g.a.) pour le 21ème mois consécutif.

La croissance du revenu disponible moyen des ménages chinois a ralenti au cours des derniers mois : elle a atteint +5,3% en g.a. en termes réels au S2 2024, contre +6,2% au T1 2024 et +6,1% sur l'ensemble de 2023. Ceci s'explique essentiellement par le ralentissement de la hausse nominale des traitements et salaires. De fait, même si le taux de chômage dans les zones urbaines s'est stabilisé à 5% au T2 2024 (soit son niveau moyen en 2018-2019), le marché du travail n'a pas retrouvé sa dynamique d'avant-Covid, et reste fortement pénalisé par la faiblesse de la croissance des secteurs de services.

Malgré une demande des ménages en berne et des divergences sectorielles importantes, les autorités ont réaffirmé ces derniers jours, à l'issue du troisième plénum du Comité central du Parti communiste, leur objectif de renforcer la politique industrielle. Celle-ci vise à stimuler l'activité économique ainsi qu'à assurer la souveraineté technologique et la « sécurité nationale ». De nouvelles mesures de soutien à la demande sont toutefois également attendues à court terme, en réponse à la performance décevante de la croissance au second trimestre. La banque centrale vient d'ailleurs d'abaisser ses taux directeurs.

Christine Peltier

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire apparaît désormais écartée face à la résilience d'une économie, qui a encore progressé de 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Malgré un ralentissement (+0,3% t/t contre +0,8% au T4 2023), le PIB a encore progressé au T1 2024, porté par les contributions de la consommation et de l'investissement. Notre scénario central table sur une croissance de +2,5% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression attendue des revenus réels. Alors que le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, les chiffres du premier trimestre avaient nourri quelques inquiétudes. Néanmoins, le T2 a marqué la reprise de la trajectoire de désinflation, et l'IPC devrait s'élever encore à +2,5% a/a au dernier trimestre 2024. Ce contexte, associé à l'assouplissement du marché du travail, ouvre la voie à un assouplissement de la part de la Fed, avec l'amorce de la détente progressive de ses taux directeurs à partir de septembre, avec deux baisses de taux portant la cible à +4,75 - +5,0% 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. D'une part, l'activité du secteur manufacturier est dynamique, portée par les exportations et soutenue par la politique industrielle des autorités chinoises. D'autre part, l'activité dans les services 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 dernières 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 renforcer leur politique industrielle et opter pour des mesures toujours prudentes de relance de la demande. La cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024 devrait être atteinte. L'inflation des prix à la consommation reste très faible ; elle était inférieure à 0,3% en g.a. au T2 2024.

## ZONE EURO

Le PIB de la zone euro s'est redressé de 0,3% t/t au T1 selon les données préliminaires d'Eurostat. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient de moins en moins peser sur l'activité économique en 2024. La croissance se stabiliserait au deuxième trimestre, avant un léger renforcement à 0,4% t/t sur les deux derniers trimestres de l'année. Cette embellie serait aussi soutenue par la baisse des taux d'intérêt par la BCE. La première baisse, actée en juin, serait suivie de deux autres au cours du second semestre, à raison d'une par trimestre. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du troisième trimestre. La désinflation de certaines composantes de l'indice des prix à la consommation plus sensibles à l'évolution des salaires, notamment les services, devrait être plus limitée. Le recul global de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être renforcée par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

## FRANCE

L'économie française a poursuivi sa croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, à 0,2% t/t (après +0,3% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2023). Les principaux supports ont été la consommation de services des ménages et les exportations. La désinflation est désormais nette (2,6% a/a en mai 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre à la croissance de s'accélérer encore dans les prochains trimestres. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 1,1% en 2024.

## TAUX & CHANGE

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs. Si la première baisse des taux par la BCE a été actée le 6 juin, le timing pour la BoE et la Fed reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues sur l'ensemble de l'année. Nous tablons sur une première baisse de taux de la BoE en août tandis que celle de la Fed interviendrait en septembre. Pour la Fed, il y aurait deux baisses de taux en

2024 tandis que pour la BCE et la BoE, deux autres suivraient (chaque baisse serait de 25 points de base). 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. La cible des taux directeurs a ainsi été relevée, passant d'un corridor de -0,1-0,0% à 0,0-0,1%, mais le volume d'achat des titres d'État reste globalement inchangé. Nous prévoyons une normalisation très progressive de la politique monétaire dans le pays, avec une seule hausse supplémentaire envisagée d'ici à la fin de l'année 2024 (probablement en septembre).

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  | 2.5    | 1.9    | 8.0       | 4.1  | 2.9    | 2.3    |
| Japon       | 0.9               | 1.8  | -0.4   | 0.7    | 2.5       | 3.3  | 2.7    | 2.6    |
| Royaume-Uni | 4.4               | 0.1  | 1.0    | 1.3    | 9.1       | 7.3  | 2.6    | 2.2    |
| Zone euro   | 3.5               | 0.6  | 0.9    | 1.6    | 8.4       | 5.4  | 2.3    | 2.0    |
| Allemagne   | 1.9               | 0.0  | 0.3    | 1.4    | 8.7       | 6.0  | 2.6    | 2.5    |
| France      | 2.6               | 1.1  | 1.1    | 1.4    | 5.9       | 5.7  | 2.5    | 1.9    |
| Italie      | 4.2               | 1.0  | 1.1    | 1.4    | 8.7       | 5.9  | 1.0    | 1.8    |
| Espagne     | 5.8               | 2.5  | 2.6    | 2.1    | 8.3       | 3.4  | 3.1    | 2.2    |
| Chine       | 3.0               | 5.2  | 5.2    | 4.3    | 2.0       | 0.2  | -0.1   | 1.2    |
| Inde*       | 7.0               | 8.2  | 6.9    | 6.7    | 6.7       | 5.4  | 4.7    | 4.3    |
| Brésil      | 2.9               | 2.9  | 2.2    | 2.0    | 9.3       | 4.6  | 4.2    | 4.0    |

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 19 juillet 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 |                              | T3 2024 | T4 2024 | T2 2025 | T4 2025 |
|----------------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| E-Unis         | Fed Funds (borne supérieure) | 5.25    | 5.00    | 4.50    | 4.00    |
|                | Treas. 10a                   | 4.20    | 4.20    | 4.20    | 4.20    |
| Zone euro      | Taux de dépôt                | 3.50    | 3.25    | 2.75    | 2.50    |
|                | Bund 10a                     | 1.95    | 2.00    | 2.25    | 2.50    |
|                | OAT 10a                      | 2.50    | 2.52    | 2.80    | 3.05    |
| Royaume-Uni    | BTP 10 ans                   | 3.35    | 3.45    | 3.80    | 4.00    |
|                | BON0 10 ans                  | 2.82    | 2.85    | 3.15    | 3.38    |
|                | Taux BoE                     | 4.75    | 4.50    | 4.00    | 3.50    |
| Japon          | Gilt 10a                     | 3.80    | 3.70    | 3.55    | 3.65    |
|                | Taux BoJ                     | 0.25    | 0.25    | 0.50    | 1.00    |
|                | JGB 10a                      | 1.05    | 1.25    | 1.45    | 1.60    |

#### Taux de change

| Fin de période |           | T3 2024 | T4 2024 | T2 2025 | T4 2025 |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| USD            | EUR / USD | 1.05    | 1.06    | 1.08    | 1.10    |
|                | USD / JPY | 160     | 160     | 157     | 153     |
|                | GBP / USD | 1.27    | 1.28    | 1.30    | 1.33    |
| EUR            | EUR / GBP | 0.83    | 0.83    | 0.83    | 0.83    |
|                | EUR / JPY | 168     | 170     | 170     | 168     |

#### Pétrole

| Moyenne trimestrielle |           | T3 2024 | T4 2024 | T2 2025 | T4 2025 |
|-----------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Pétrole               | USD/baril | 90      | 85      | 79      | 82      |

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

Mise à jour le 18 juillet 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

|   |                         |                 |
|---|-------------------------|-----------------|
| <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 |
| <a href="#">Pologne : une économie solide renforcée par des opportunités de <i>nearshoring</i></a>  | EcoConjoncture          | 10 juillet 2024 |
| <a href="#">États-Unis : la fonction de réaction de la Réserve fédérale examinée à la loupe</a>   | EcoWeek                 | 4 juillet 2024  |
| <a href="#">Désinflation aux États-Unis : l'ampleur du sacrifice sur le marché de l'emploi</a>  | Graphique de la Semaine | 3 juillet 2024  |
| <a href="#">France — Allemagne : jamais deux sans trois ?</a>   | EcoTV                   | 2 juillet 2024  |
| <a href="#">OCDE   Les perspectives économiques face aux retombées incertaines des élections</a>  | EcoPerspectives         | 28 juin 2024    |
| <a href="#">Vert protecteur</a>   | Graphique de la semaine | 26 juin 2024    |
| <a href="#">Audiobrief   Le retour vers le futur du travail indépendant</a>   | Podcast                 | 26 juin 2024    |
| <a href="#">La perspective d'une convergence des taux de croissance entre la zone euro et les États-Unis à l'épreuve de l'incertitude</a> | EcoWeek                 | 25 juin 2024    |
| <a href="#">Baromètre de l'inflation - juin 2024   Du mieux sur le front des salaires réels</a>   | EcoCharts               | 20 juin 2024    |
| <a href="#">Comment la BCE réagit-elle aux données économiques ?</a>  | EcoTV                   | 20 juin 2024    |
| <a href="#">France : Poids économique des défaillances d'entreprises, des niveaux élevés à relativiser</a>                                | EcoFlash                | 20 juin 2024    |
| <a href="#">Afrique du Sud : les marchés réagissent positivement à la formation du nouveau gouvernement</a>                               | Graphique de la Semaine | 19 juin 2024    |



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef 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    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, Taïwan, 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 / Directeur de la rédaction : William De Vijlder  
Copyright : Liu Zishan

