

EMERGING MARKETS

“ HORS CHINE, LE SECTEUR PRIVÉ S’EST DÉSENDETTÉ DANS NOMBRE DE PAYS JUSQU’AU TROISIÈME TRIMESTRE 2024. LES CONDITIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES ACTUELLES ET À VENIR LAISSENT ANTICIPER UNE POURSUITE DE CETTE BAISSSE. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Endettement privé
dans les pays émergents :
les moyennes sont trompeuses

5

ACTUECO

Les points clés de la
semaine économique
(**Nouvelle rubrique**)

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.



ENDETTEMENT PRIVÉ DANS LES PAYS ÉMERGENTS : LES MOYENNES SONT TROMPEUSES

Depuis 2019, l'endettement du secteur privé de l'ensemble des pays émergents en pourcentage du PIB progresse tandis que, dans le même temps, celui des pays avancés diminue. L'analyse par pays montre toutefois que la Chine en est très largement responsable et que, même hors Chine, les ratios d'endettement masquent des effets d'agrégation positifs. Ainsi, sur la base des ratios médians et des écarts des taux d'endettement à leur tendance (*credit gap*), hors Chine, le secteur privé s'est désendetté dans nombre de pays jusqu'au troisième trimestre 2024. Les conditions économiques et financières actuelles et à venir laissent davantage anticiper une poursuite de cette baisse.

La semaine passée, le Fonds monétaire international (FMI) et l'Institute of International Finance (IIF) ont publié presque simultanément une mise à jour de leurs estimations d'endettement public et privé¹. D'ordinaire, les informations et les analyses relatives aux problématiques d'endettement portent sur les annonces de défaut ou de restructuration de dette souveraine, en cas de tensions sur les rendements obligataires des États. Les estimations du FMI et de l'IIF, qui ne se limitent pas aux seuls États mais s'étendent aussi les entreprises et les ménages, offrent l'occasion de faire le point sur l'endettement privé dans les pays émergents².

Par rapport à son niveau de la fin 2019, et malgré les chocs sanitaires (Covid), financiers (durcissement monétaire américain) et géopolitiques (guerre en Ukraine, conflit israélo palestinien et libanais), l'endettement privé de l'ensemble des pays émergents n'a progressé, selon le FMI, que de 6,5 points de pourcentage (pp) de PIB pour atteindre 128% du PIB fin 2023. Toutefois, d'après l'IIF et sur un échantillon plus restreint mais représentatif, la progression est de 10,3 pp de PIB à 140,5 % de PIB au T3 2024. La hausse est certes moindre que celle de l'endettement public (+13,6% pour l'échantillon du FMI, +16,6 pp pour celui de l'IIF), mais elle contraste avec celle de l'endettement du secteur privé des pays avancés (-5,4 pp pour le FMI et -2,5 pp pour l'IIF. Faut-il s'inquiéter de cette aggravation générale ?

La réponse est plutôt non. Contrairement aux pays avancés, dont les évolutions par pays et par agents sont relativement homogènes, la moyenne générale (pondérée par les PIB) donne une vision trompeuse de la dynamique à l'œuvre depuis la fin 2019. L'augmentation est en grande partie imputable à celle – massive – de l'endettement privé en Chine, à la fois des entreprises et des ménages. Hors Chine, l'endettement du secteur privé a diminué de 3,2pp et ressortait à 69% du PIB selon le FMI. Selon l'IIF, le ratio au T3 2024 était pratiquement le même qu'à la fin 2019 (78% sur un champ le plus comparable avec la statistique du FMI - cf *note de page 1*) et très stable depuis le T1 2022. En outre, même hors Chine, ces ratios moyens masquent des effets d'agrégation positifs.

Ainsi, la médiane des différences de taux d'endettement entre fin 2019 et le T3 2024 est légèrement négative pour les ménages (-0,7 pp), et elle l'est très nettement pour les entreprises non financières (-1,5 pp pour l'endettement total et -3,4 pp pour l'endettement domestique³). Le constat est le même pour les écarts des taux d'endettement à leur tendance mesurée à l'aide d'un filtre HP (*credit gap*), indicateur couramment utilisé en recherche économique appliquée pour évaluer les excès ou surplombs de crédit (notamment par la Banque des règlements Internationaux). En médiane également, et toujours hors Chine, les *credit gap* sont encore négatifs (ils l'étaient déjà fin 2019), tant pour les ménages que pour les entreprises non financières.

En résumé, si l'on fait abstraction de l'impact temporaire de la crise du Covid-19 sur les ratios de dette entre le début de 2020 et la fin de 2021, il est plus juste de dire que, hors Chine, le secteur privé s'est désendetté dans nombre de pays.

Quels sont les facteurs de ce désendettement ? Les économistes du FMI en distinguent principalement trois : la croissance récente et les anticipations de croissance, l'inflation non anticipée (*inflation surprise*) et l'incertitude. Pour 2023, la contribution de la croissance récente à l'endettement reste négative même si elle s'érode. La contribution de la croissance anticipée est en revanche encore positive mais elle s'effrite également, en ligne avec les révisions à la baisse des prévisions de croissance sur cette période et celle de la croissance potentielle depuis la crise du Covid-19. Les deux contributions se sont compensées en 2022 et 2023. Les contributions de l'inflation non anticipée (rigidité de la désinflation liée aux effets de diffusion des prix des biens à ceux des services et du rattrapage salarial) et de l'incertitude (multiplication des foyers de tensions géopolitiques) ont été négatives, même si elles se sont légèrement réduites. Les économistes du FMI ne mentionnent pas l'effet du durcissement des politiques monétaires en 2022-2023, qui a toutefois probablement contribué à la modération du crédit domestique au secteur privé.

1 2024 Global Debt Monitor - IMF Foreign & fiscal affairs department - December 2024. "Winds of Change - Prospects for Debt markets in 2025" - IIF Global debt monitor - December 3, 2024.

2 Les données du FMI sont annuelles et couvrent un très large échantillon de pays (181 pour les Etats et 81 pour les agents privés non financiers, i.e. ménages et entreprises non financières) jusqu'en 2023. La couverture pays de l'IIF est plus restreinte (31 pays développés et 30 pays émergents) mais les données sont trimestrielles et disponibles jusqu'au T3 2024. De plus, l'IIF fournit également des estimations pour les entreprises financières (ce que ne recense pas le FMI). En ce qui concerne les pays émergents, afin de comparer le mieux possible les deux sources, nous n'avons pas retenu les pays de l'échantillon de pays émergents de l'IIF qui sont, pour le FMI, classés comme avancés (Rep. Tchèque, Hong- Kong, Corée du Sud, Israël, Singapour, Rep. Slovaque) ou comme pays en développement à faible revenu (Ghana, Nigeria). Faute de statistiques disponibles, celles sur le Liban et l'Ukraine ne sont plus mises à jour par l'IIF depuis 2022.

3 Estimations BNP Paribas en appliquant la même méthodologie que celle de l'IIF.



Pour les pays émergents, dans quel sens ces différents facteurs vont-ils affecter la dynamique de l'endettement privé à l'avenir ? Si Donald Trump met ses menaces protectionnistes à exécution, entraînant des mesures de rétorsion équivalentes à la part des pays concernés, l'impact récessif pour l'économie mondiale sera significatif⁴. L'effet sera non seulement conjoncturel mais il risque d'être aussi structurel si le relèvement des barrières tarifaires s'avère permanent. Dans ces conditions, la contribution combinée de la croissance à court terme et du potentiel de croissance deviendra négative. De plus, le durcissement du protectionnisme se doublera d'une augmentation de l'incertitude pour tous les agents économiques, et notamment pour les entreprises ce qui affectera leurs décisions d'investissement. En effet, même si l'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe se poursuit, les taux d'intérêt à long terme resteront plus élevés plus longtemps, tout au moins aux États-Unis, ce qui devrait soutenir le dollar. Les pays émergents seraient évidemment les premiers à pâtir du durcissement de leurs conditions de financement extérieures. Enfin, la contribution de l'inflation non anticipée sera très probablement nulle, les taux d'inflation se stabilisant à partir de l'année prochaine.

La baisse des ratios d'endettement du secteur privé dans les pays émergents devrait selon toute vraisemblance se poursuivre. Elle pourrait même s'accroître si la dégradation des conditions financières extérieures, et notamment un reflux des investissements de portefeuille vers les États-Unis (un fort ralentissement est déjà observé depuis octobre), conduit à un nouvel affaiblissement des taux de change contre dollar et se propage aux taux d'intérêt domestiques pour l'instant épargnés. Dans un tel scénario, nul doute que les banques centrales des pays émergents retarderaient et limiteraient l'assouplissement des politiques monétaires nationales malgré la désinflation.

François Faure

⁴ -3,3% sur les exportations mondiales, -0,5% sur le PIB mondial dont -1,3% pour la Chine et les États-Unis à l'horizon 2030 selon le CEPII (Antoine Bouët & alii « Le prix du protectionnisme de Donald Trump » - La lettre du CEPII, novembre 2024). Entre -0,9% et -1,3% pour les États-Unis et de -1,2% pour la Chine à l'horizon 2026 selon le Peterson Institute for International Economics (McKibbin & alii : « The international economic implications of a second Trump presidency » - PIIE working paper - September 2024).



Hors Chine, le secteur privé s'est désendetté dans nombre de pays jusqu'au troisième trimestre 2024. Les conditions économiques et financières actuelles et à venir laissent anticiper une poursuite de cette baisse.



ALLEMAGNE : rechute dans l'industrie en octobre. La production industrielle au sens large (incluant la construction) a diminué de 1% m/m en octobre, atteignant son plus bas niveau hors période de Covid depuis avril 2010, avec une faiblesse particulièrement marquée dans la chimie (plus bas depuis mai 2009).

FRANCE : l'aéronautique en soutien de la croissance au 4^e trimestre ? La croissance française devrait être soutenue au 4^e trimestre par une montée en charge des livraisons d'Airbus (de 84 avions en novembre 2024, soit +20 versus novembre 2023), après 10 mois de stabilité. Cela devrait permettre à la croissance de rester positive au 4^e trimestre (+0,1% t/t).

ESPAGNE : une leue toujours positive dans un contexte européen morose. Les conséquences des inondations de la région de Valence ont légèrement limité la croissance de l'activité du secteur privé en novembre (PMI composite à 53,2, soit -2 points, plus bas niveau depuis janvier). La production industrielle reste bien orientée (en hausse de 1,9% sur 1 an), portée par les secteurs pharmaceutique (+11,7%) et électronique (+29,8%). Les ventes au détail gardent également une très bonne dynamique en octobre (+3,5% a/a). Les dépenses touristiques ont crû de 16,8% a/a (YTD en octobre), portées par les arrivées toujours spectaculaires de touristes (82,9 millions depuis janvier).

ITALIE : dégradation de l'activité du secteur privé en novembre. L'indice PMI composite tombe au plus bas depuis 13 mois (47,7 ; -3,3 points), la dégradation touchant le secteur manufacturier (PMI à 44,5, soit -1,4 pt), du fait de la baisse des nouvelles commandes et des embauches (pire niveau depuis juillet 2020), comme les services (49,2, soit -3,2 pt).

ZONE EURO : PIB en hausse de 0,4% au T3 et marché du travail résilient. La 3^e estimation du PIB pour le T3 confirme sa progression de 0,4% t/t en termes réels. Il est tiré par la demande intérieure, notamment la consommation des ménages, en hausse de 0,7% t/t (contribution de 0,4 point de PIB), et l'investissement (+2,0% t/t, contribution de +0,4 point de PIB) après deux trimestres de baisse. Les échanges extérieurs ont été le principal frein (-0,85 point de PIB). Le composite PMI de la zone euro a perdu 1,7 point et retombe en zone de contraction, à 48,3. Le PMI emploi manufacturier a reculé à nouveau, à 45,2, le pire niveau en quatre ans. Mais le taux de chômage agrégé de la zone euro est resté stable à 6,3% en octobre. Néanmoins, il progresse de 14,9% à 15% pour les 25 ans et moins, le niveau le plus élevé en un an. Du côté de l'emploi, Eurostat indique une progression de 0,2% t/t au T3, soutenue à nouveau par la très bonne performance de l'Espagne et de l'Italie (hausse de 0,6% t/t dans chaque pays).

ROYAUME-UNI : rebond de l'immobilier mais activité et consommation en repli. Les indices Nationwide et Halifax affichent en novembre les hausses les plus fortes depuis le printemps 2022 (+1,2-1,3%). Les données PMI se replient de manière généralisée, mais le composite se maintient en zone d'expansion à 50,5, grâce à l'indice des services (50,8). Celui-ci chute également, alors que celui du secteur manufacturier s'enfonce en zone de contraction (48,0). Par ailleurs, les nouvelles immatriculations de véhicules reculent de 1,9% a/a en novembre, les ventes au détail de 3,4% a/a.

ÉTATS-UNIS : signaux contraires sur l'activité et le marché de l'emploi en novembre. L'ISM Manufacturing s'est redressé au-delà des attentes, à 48,4 (+1,9pp), et les « nouvelles commandes » passent en territoire positif pour la première fois depuis janvier. L'ISM Non-Manufacturing, à l'inverse, décélère plus qu'attendu à 52,1 (-3,9pp). Les créations d'emplois salariés non agricoles ont fortement rebondi (+227k, après +36k en octobre (chiffre impacté par la grève chez Boeing et les ouragans). Le taux de chômage augmente (4,2%, +0,1pp), une première depuis juillet, malgré une baisse de la force de travail et du taux d'activité. La croissance des salaires est stable à +0,4% m/m et +4,0% a/a.

PAYS ÉMERGENTS : en Chine, les indices PMI du mois de novembre confirment le léger redressement de l'activité. Les PMI du secteur manufacturier ont augmenté et dépassent 50 pour le second mois consécutif (51,5 pour l'indice Caixin et 50,3 pour l'indice officiel), notamment grâce à l'amélioration des nouvelles commandes et nouvelles commandes à l'exportation ; du côté des services, le PMI de Caixin a baissé légèrement à 51,5 et le PMI officiel est resté stable à 50,1. En Inde, la banque centrale revoit en baisse la croissance 2024/25 de 7,2% à 6,6% mais maintient ses taux inchangés. En Turquie, le PIB s'est de nouveau légèrement contracté au T3 2024 (-0,2% t/t), sur un an, la progression n'est plus que de +1,9%. Europe centrale : l'industrie reste en berne en Pologne et en République tchèque mais l'activité se redresse en Hongrie. Afrique du sud : le PIB s'est contracté de -0,3% t/t au T3 2024, en deçà des anticipations des marchés et de la SARB qui devra revoir à la baisse sa prévision de croissance pour 2024 déjà faible (1,1%).

COMMERCE MONDIAL : accord conclu sur un traité de libre-échange entre l'UE et le Mercosur (Argentine, Brésil, Paraguay et Uruguay). Il prévoit la levée des barrières tarifaires sur 90% des biens ainsi qu'une libéralisation des échanges de services, et crée ainsi une zone de libre-échange de 700 millions de consommateurs. Cet accord est vu par l'UE comme essentiel pour rivaliser avec le poids économique croissant de la Chine en Amérique du Sud. Il doit encore être ratifié par le Conseil de l'UE puis le Parlement européen, et devra surmonter de fortes oppositions, notamment de la France.

OCDE : « Résilience en période d'incertitude ». C'est le titre des perspectives économiques publiées le 4 décembre dernier. En 2025, l'OCDE prévoit une croissance mondiale de 3,3% et de 1,9% pour les pays avancés (inchangée par rapport à septembre). Les prévisions de croissance pour les États-Unis et le Royaume Uni sont revues à la hausse (respectivement à 2,4%, +0,8 pp, 1,7%, +0,5 pp), tandis que la prévision pour la zone euro est inchangée à 1,3%. Cela masque des révisions à la hausse pour l'Espagne (>2%), et à la baisse pour l'Allemagne, la France et l'Italie (<1%). En 2026, l'OCDE anticipe un tassement des taux de croissance aux US et au Royaume-Uni et un redressement supplémentaire en Zone euro.



REVUE DES MARCHÉS

Marchés obligataires

	en %		en pb		
	06-déc.-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
Bund 2a	2.04	+5.4	-17.1	-63.6	-82.6
Bund 5a	1.96	+4.6	-21.9	+1.5	-20.5
Bund 10a	2.11	+2.4	-28.4	+11.2	-6.7
OAT 10a	2.82	-2.4	-26.8	+35.3	+14.8
BTP 10a	3.08	-7.3	-54.1	-44.7	-69.7
BONO 10a	2.72	-3.1	-39.7	-23.0	-43.8
Treasuries 2a	4.13	-8.4	-16.5	-21.0	-51.9
Treasuries 5a	4.05	-4.2	-24.2	+18.8	-9.8
Treasuries 10a	4.15	-4.8	-29.2	+28.3	+3.0
Gilt 2a	4.08	-0.2	-20.4	+10.5	-39.3
Treasuries 5a	4.14	+4.0	-30.8	+82.6	+28.8
Gilt 10a	4.28	3.2	-28.5	+67.7	+24.7

Taux de change - Matières premières

	en niveau		variation, %		
	06-déc.-24	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EUR/USD	1.06	+0.0	-1.6	-4.4	-2.1
GBP/USD	1.27	+0.3	-1.1	-0.0	+1.2
USD/JPY	149.89	-0.2	-2.9	+6.3	+1.8
DXY	111.99	+7.9	+11.5	+10.5	+6.1
EUR/GBP	0.83	-0.2	-0.5	-4.3	-3.3
EUR/CHF	0.93	-0.4	-1.4	-0.3	-1.7
EUR/JPY	158.34	-0.2	-4.5	+1.7	-0.3
Pétrole (Brent, \$)	72.19	-1.4	-4.5	-7.1	-2.9
Or (once, \$)	2637	-0.8	-1.2	+27.7	+30.0

Indices actions

Monde					
MSCI Monde (\$)	3855	+1.2	+2.7	+21.6	+27.6
Amérique du Nord					
S&P500	6090	+1.0	+2.7	+27.7	+33.9
Dow Jones	44643	-0.6	+2.1	+18.4	+23.8
Nasdaq composite	19860	+3.3	+4.6	+32.3	+40.4
Europe					
CAC 40	7427	+2.7	+0.8	-1.5	-0.1
DAX 30	20385	+3.9	+7.1	+21.7	+22.4
EuroStoxx50	4978	+3.6	+3.7	+10.1	+11.0
FTSE100	8309	+0.3	+1.7	+7.4	+10.6
Asie					
MSCI, loc.	1423	+1.4	+0.9	+14.1	+15.6
Nikkei	39091	+2.3	-1.0	+16.8	+16.9
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	1105	+2.5	-2.4	+7.9	+13.3
Chine	64	+2.6	-3.9	+16.3	+17.7
Inde	1081	+2.5	+0.7	+17.3	+22.1
Brsil	1286	-1.5	-9.9	-28.6	-23.2

Performance par secteur

Eurostoxx600

Année 2024 au 6-12, €

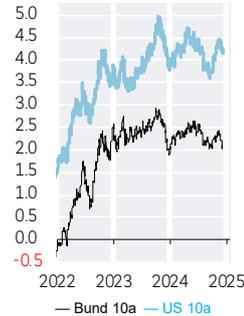
+24.7%	Banques
+21.3%	Télécoms
+21.2%	Assurances
+18.2%	Industrie
+18.0%	Médias
+16.3%	Distribution
+16.2%	Voyages & loisirs
+8.9%	Construction
+8.7%	Indice
+8.4%	Technologie
+8.1%	Santé
+0.0%	Scs collectivités
-1.3%	Foncières
-3.3%	Bs. de conso.
-5.6%	Chimie
-5.9%	Pétrole & gaz
-6.3%	Agroalimentaire
-7.1%	Matières premières
-11.9%	Automobile

S&P500

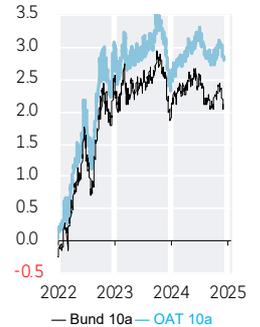
Année 2024 au 6-12, \$

+49.6%	Automobile
+49.0%	Distribution
+46.7%	Banques
+46.5%	Technologie
+41.4%	Construction
+39.9%	Scs financiers
+37.7%	Assurances
+37.3%	Télécoms
+33.5%	Indice
+31.4%	Scs collectivités
+28.6%	Voyages & loisirs
+27.6%	Industrie
+20.7%	Médias
+17.6%	Pdts ménagers & soins
+13.9%	Pétrole & gaz
+10.6%	Santé
+7.0%	Chimie
+4.0%	Matières premières
+0.5%	Agroalimentaire

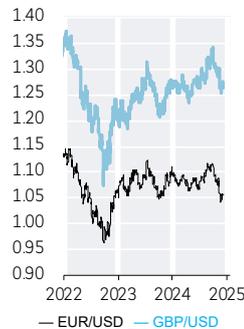
Bund 10a vs US Treas. 10a



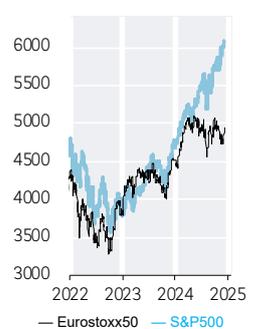
Bund 10a vs OAT 10a



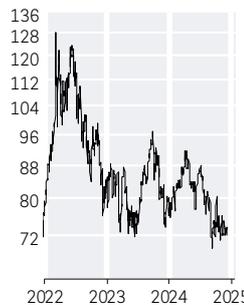
EUR/USD vs GBP/USD



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'économie américaine continue de se montrer dynamique et résiliente face au resserrement monétaire. 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. Nous anticipons un taux de croissance annuel moyen de +2,8% en 2024, contre +2,9% en 2023, grâce à l'acquis de croissance et au rattrapage des revenus réels. L'activité, actuellement au niveau de long terme, devrait ralentir quelque peu en 2025, avec une croissance annuelle de +2,1%, avant que les effets des changements politiques ne se fassent ressentir en 2026. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 et les développements de 2024 ont laissé entrevoir un atterrissage en douceur, avec un IPC qui devrait s'élever à +2,6% a/a au T4. Le rééquilibrage des risques autour de l'inflation et du marché du travail a ouvert la voie à un assouplissement de la part de la Fed. La cible de taux a été abaissée en septembre (-50 pb) et novembre (-25 pb). Une nouvelle baisse, en décembre, devrait porter la cible à +4,25% - +4,5% en fin d'année. Cependant, le risque inflationniste associé aux politiques économiques à venir devrait conduire la Fed à maintenir la cible stable tout au long de l'année 2025.

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 et les prix à la production sont en baisse continue depuis deux ans.

ZONE EURO

Après un rebond au T3 2024 (+0,4% t/t), la croissance en zone euro ralentirait au T4 (+0,3% t/t) avant de se stabiliser à 0,2% t/t en rythme trimestriel en 2025. En moyenne annuelle, la croissance se renforcerait légèrement à 1,0% en 2025, avec des écarts à nouveau importants entre les États membres. Ces écarts se ressentent aussi sur le marché du travail où les signaux se font plus négatifs en France et Allemagne tandis que le taux de chômage continue de baisser en Espagne et en Italie. Les marges de progression seront limitées par le virage protectionniste qui s'annonce aux États-Unis, des difficultés persistantes dans l'industrie, soulignées par les niveaux actuellement faibles des indices PMI, et l'incertitude sur l'économie chinoise. Ces développements seront toutefois contrebalancés par la modération de l'inflation, la poursuite du cycle de baisse des taux d'intérêt par la BCE, et par le renforcement des effets des fonds NGEU.

FRANCE

La croissance s'est renforcée au 3e trimestre 2024, à 0,4% t/t (après +0,2% t/t au 2e 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 novembre 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 2025, la croissance devrait diminuer à 0,8%, en combinaison avec une détérioration du marché du travail et en raison de l'incertitude politique (contre 1,1% en 2023 et 2024).

TAUX & CHANGE

Notre scénario de taux pour les États-Unis a été recalibré pour tenir compte des effets inflationnistes des mesures protectionnistes attendues en 2025. Après une nouvelle baisse de 25 pb des Fed Funds en décembre, qui porteront ces derniers dans une fourchette cible à 4,25-4,50% la Réserve fédérale maintiendrait ainsi les taux inchangés jusqu'au second semestre 2026. Pour la BCE, nous prévoyons 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 la *statu quo*, avant de réenclencher le cycle de baisse début 2025, à un rythme d'une baisse par trimestre. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois positifs en 2025, tandis que la politique monétaire en zone euro serait globalement neutre.

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 très progressive de la politique monétaire dans le pays, avec trois hausses de +25 pb en 2025, portant le taux directeur à +1,0%.

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 notre prévision vers une parité EUR-USD à horizon de la fin 2025. Le yen devrait aussi se déprécier modérément vis-à-vis du dollar US, sous l'effet, également, du décalage de politique monétaire, la BoJ étant en phase de resserrement monétaire.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2023	2024 e	2025 e	2026 e	2023	2024 e	2025 e	2026 e
États-Unis	2.9	2.8	2.1	1.3	4.1	2.9	2.9	3.9
Japon	1.5	-0.3	0.6	0.2	3.3	2.7	2.5	2.1
Royaume-Uni	0.3	0.9	1.4	0.9	7.3	2.6	3.2	2.5
Zone euro	0.5	0.8	1.0	1.0	5.4	2.4	2.1	2.0
Allemagne	-0.1	-0.1	0.4	0.6	6.0	2.5	2.4	1.8
France	1.1	1.1	0.8	0.9	5.7	2.3	1.1	1.2
Italie	0.8	0.5	1.0	1.0	5.9	1.1	2.0	1.9
Espagne	2.7	3.1	2.5	1.8	3.4	2.8	2.2	2.2
Chine	5.2	4.9	4.5	4.3	0.2	0.3	0.8	1.0
Inde*	8.2	8.2	6.0	6.7	5.4	5.4	4.9	4.2
Bésil	2.9	3.4	2.1	1.8	4.6	4.4	5.1	4.0

Source : BNP Paribas (e. Estimations, prévisions)

Mise à jour le 6 décembre 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	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Fed Funds (borne supérieure)	4.50	4.50	4.50	4.50
E-Unis Treas. 10a	4.10	4.25	4.55	4.65
Zone euro Taux de dépôt	2.50	2.00	2.00	2.00
Bund 10a	1.90	2.00	2.10	2.25
OAT 10a	2.63	2.80	2.95	3.13
BTP 10 ans	2.95	3.10	3.25	3.40
BONO 10 ans	2.50	2.65	2.75	2.90
Royaume-Uni Taux BoE	4.50	4.25	4.00	3.75
Gilt 10a	4.15	3.90	4.00	4.00
Japon Taux BoJ	0.50	0.75	0.75	1.00
JGB 10a	1.20	1.40	1.40	1.60

Taux de change

Fin de période	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
USD EUR / USD	1.03	1.02	1.01	1.00
USD / JPY	153	154	155	156
GBP / USD	1.26	1.24	1.23	1.22
EUR EUR / GBP	0.82	0.82	0.82	0.82
EUR / JPY	158	157	157	156

Pétrole

Moyenne trimestrielle	T1 2025	T2 2025	T3 2025	T4 2025
Pétrole USD/baril	72	75	76	75

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

Mise à jour le 6 décembre 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

La zone euro exporte son épargne. Mais la place-t-elle avantageusement ?	Graphique de la Semaine	9 décembre 2024
Fragmenter ou ne pas fragmenter (l'économie mondiale), telle est la question	EcoWeek	2 décembre 2024
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



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

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, 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.

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



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 : PhotonPhoto

