

“ Aux États-Unis, dans un environnement de resserrement monétaire drastique, la résilience des entreprises a contribué à celle de l'économie tout entière. Cette résilience des entreprises s'est appuyée sur différents facteurs financiers : rentabilité des entreprises, trésorerie accumulée au cours de la pandémie de COVID-19, assouplissement des conditions de financement sur les marchés, important volume d'émission de dette à taux fixe bas au cours de la pandémie. Enfin, le rôle croissant des immobilisations incorporelles a réduit la sensibilité des entreprises et de l'économie tout entière aux taux d'intérêt. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 1)

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ÉTATS-UNIS : RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE MALGRÉ DES TAUX PLUS ÉLEVÉS. LE RÔLE DE LA SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES (PREMIÈRE PARTIE).

Aux États-Unis, dans un environnement de resserrement monétaire drastique, la résilience des entreprises a contribué à celle de l'économie tout entière via différents canaux (niveaux d'effectifs, investissements, croissance des résultats et des dividendes, etc.). Cette résilience des entreprises s'est appuyée sur différents facteurs financiers : rentabilité des entreprises, niveaux de trésorerie accumulés au cours de la pandémie de COVID-19, assouplissement des conditions de financement sur les marchés, important volume d'émission de dette à taux fixe bas au cours de la pandémie. Enfin, le rôle croissant des immobilisations incorporelles contribue également à cette situation dans la mesure où ces dernières sont moins sensibles aux taux d'intérêt, ce qui affaiblit les mécanismes de transmission monétaire.

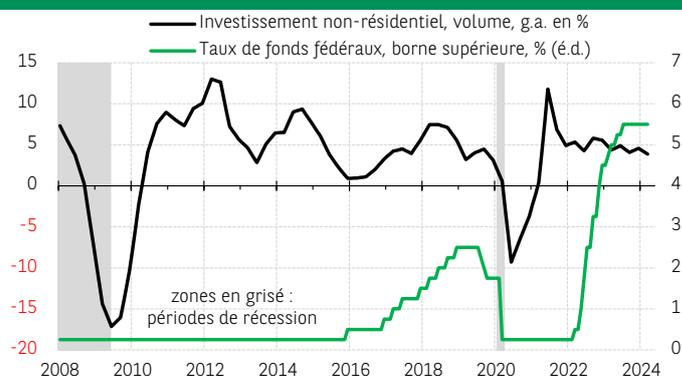
Malgré les hausses de taux significatives rapidement mises en place par la Réserve fédérale, la croissance du PIB réel et la santé du marché du travail attestent de la résilience remarquable de l'économie américaine durant le présent cycle monétaire. Après avoir analysé le rôle de la situation financière des ménages dans l'EcoWeek de la semaine dernière¹, nous nous intéressons à présent au cas des entreprises. À travers différents canaux (volumes d'effectifs, investissements, croissance des résultats et des dividendes, etc.), elles ont contribué, directement ou indirectement, à la résilience de l'économie américaine tout entière. Après le rebond consécutif à l'effondrement causé par pandémie, les investissements des entreprises ont crû à un rythme annuel d'environ 5 % ces dernières années — rythme qui s'est maintenu malgré la forte hausse des taux d'intérêt officiels (graphique 1). Il s'agit maintenant de s'interroger sur les fondements de cette résilience. Notre analyse s'intéressera aux facteurs spécifiquement financiers.

La rentabilité des entreprises a constitué un premier facteur. Comme le montre le graphique 2, les bénéfices par unité de valeur ajoutée réelle ont marqué une certaine volatilité au cours du dernier cycle de resserrement. Toutefois, contrairement à ce qui s'était produit lors des cycles précédents, il n'y a pas eu de tendance baissière. Cette situation est peut-être liée, entre autres déterminants, au pouvoir accru de fixation des prix et aux gains de productivité. L'on peut supposer que cette résilience a eu une influence positive sur la confiance des entreprises et de leurs actionnaires ainsi que sur leur accès au financement.

Un deuxième facteur réside dans les niveaux de trésorerie accumulés pendant la pandémie de COVID-19 en raison des politiques de soutien public et de la reprise économique vigoureuse qui a suivi la crise sanitaire. Les économistes de la Réserve fédérale de Boston sont parvenus à la conclusion que « les entreprises ont utilisé la trésorerie accumulée en 2020 et 2021 pour augmenter leurs investissements, leurs immobilisations incorporelles, les dividendes et les rachats d'actions ainsi que leurs dépenses d'exploitation pendant le cycle actuel de resserrement, sans émettre de dette supplémentaire ».² Lors de la publication de cet article en octobre 2023, les auteurs redoutaient un épuisement des disponibilités des entreprises qui les contraindraient à recourir davantage à un financement externe (onéreux) pour financer leurs investissements. Toutefois, les dernières données attestent au contraire d'un rebond de leurs disponibilités.

Au quatrième trimestre 2023, la trésorerie des entreprises avait pratiquement renoué avec le point haut atteint après la pandémie de COVID-19 (graphique 3).

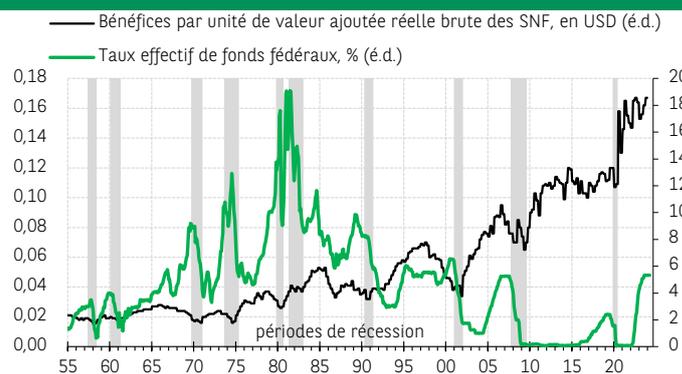
INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES ET TAUX OFFICIEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

BÉNÉFICES DES ENTREPRISES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

¹ États-Unis : Résilience de l'économie malgré des taux d'intérêt plus élevés. Le rôle de la situation financière des ménages (bnpparibas.com), 14 mai 2024.

² Source : Falk Bräuning, José L. Fillat, and Gustavo Joaquim, Firms' Cash Holdings and Monetary Policy Transmission, Banque de Réserve fédérale de Boston, Perspectives actuelles de politique monétaire, 12 octobre 2023.



Une troisième cause de la résilience des entreprises a été l'assouplissement des financements de marché. Les différentiels de rendement (*spreads*) sur les obligations d'entreprises ont atteint leur point haut pendant l'été 2022 (alors que la Réserve fédérale venait tout juste de démarrer son cycle de hausse des taux), reflétant l'absence de préoccupation des investisseurs quant à un risque de défaut. Ceci a amorti l'impact de la hausse continue des rendements des obligations d'État américaines sur le coût d'emprunt total (rendement des obligations d'État américaines + *spreads* sur les obligations d'entreprises) des entreprises émettant des obligations. Soulignons que le durcissement des conditions de crédit bancaire s'est poursuivi, ce qui a donné lieu à une corrélation négative avec les *spreads* sur les obligations d'entreprises — un phénomène qui ne s'était pas produit au cours des cycles précédents (graphique 4).

Le quatrième facteur est le niveau record des émissions de dette à taux fixe par les entreprises pendant la pandémie. Cela leur a permis de mettre à profit la faiblesse des taux à long terme et a réduit leur sensibilité à la politique monétaire de la Fed.³

Enfin, un cinquième facteur réside dans le rôle croissant des investissements dans les immobilisations incorporelles. Jusqu'à 1980, les immobilisations corporelles représentaient l'essentiel des investissements des entreprises américaines (environ 90 % — biens d'équipement physiques, y compris les bâtiments). Depuis lors, la part des immobilisations incorporelles dans les investissements (logiciels, recherche et développement — R&D —, divertissement et produits artistiques) a triplé pour atteindre près de 30 % de l'ensemble des dépenses d'investissement.⁴ Cette évolution exerce une influence sur la transmission de la politique monétaire. La recherche réalisée par le FMI montre que « le montant total des investissements des entreprises dotées d'immobilisations incorporelles plus importantes dépend moins de la politique monétaire, et les investissements dans les immobilisations incorporelles sont moins influencés par la politique monétaire que les investissements dans les immobilisations corporelles ».⁵ Le FMI avance deux raisons pour expliquer cette évolution : « Les entreprises dotées d'immobilisations incorporelles utilisent moins de nantissements⁶, et sont donc moins influencées par le canal du crédit de la politique monétaire.⁷ Ensuite, le taux d'amortissement des immobilisations incorporelles est plus élevé, de sorte que les variations des taux d'intérêt ont relativement moins d'influence sur le coût du capital pour les utilisateurs ».⁸ L'impact de l'évolution de la composition des investissements des entreprises (moins d'immobilisations corporelles, plus d'immobilisations incorporelles) est significatif et « pourrait avoir réduit de 30 % la sensibilité des investissements à la politique monétaire ».⁹ Cette résilience peut-elle perdurer dans un environnement de « taux élevés plus longtemps » ? Cette question sera développée dans le prochain numéro d'EcoWeek.

William De Vijlder

³ Source : Rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière, avril 2024.

⁴ Source : Cooper Howes et Alice von Ende-Becker, Monetary Policy and Intangible Investment, Revue économique de la Banque de réserve fédérale de Kansas, deuxième trimestre 2022.

⁵ Source : Robin Döttling et Lev Ratnovski, Monetary Policy and Intangible Investment, Document de travail du FMI, août 2020.

⁶ Les immobilisations sont financées principalement par les ressources propres ou les émissions d'actions.

⁷ Le canal de crédit de la politique monétaire désigne l'augmentation des frictions en matière d'information lorsque la politique monétaire est restrictive. Dans un tel environnement, les prêteurs doivent en effet consacrer plus de temps à analyser le profil de crédit des emprunteurs, ce qui augmente le coût du crédit et se reflète dans les taux d'intérêt proposés. Source : Ben Bernanke et Mark Gertler, Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission, National Bureau of Economic Research, document de travail 5146, juin 1995.

⁸ Le coût du capital pour les utilisateurs correspond à la charge d'intérêt et au taux d'amortissement. Lorsque ce dernier est plus élevé que le premier, les variations de taux d'intérêt ont un impact plus limité sur le coût du capital pour les utilisateurs.

⁹ Source : Joel M. David et François Gourio, The rise of intangible investment and the transmission of monetary policy, Banque de réserve fédérale de Chicago, ChicagoFedLetter, n°482, août 2023.

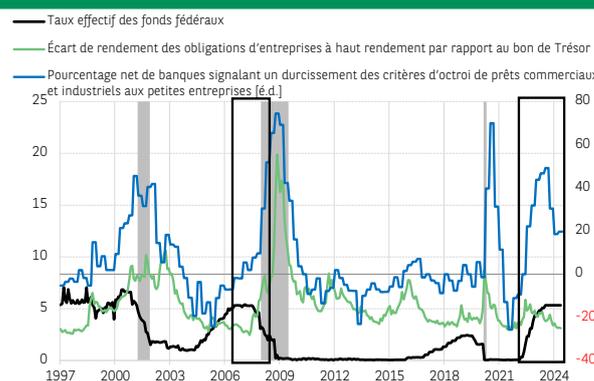
LIQUIDITÉ DES ENTREPRISES NON-FINANCIÈRES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

CONDITION D'OCTROI DES CRÉDITS BANCAIRES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-5-24 au 17-5-24

| ▼ CAC 40 | 8 219 | ▶ | 8 168 | -0.6 % | |
|-----------------------|-------|---|-------|---------|--|
| ▲ S&P 500 | 5 223 | ▶ | 5 303 | +1.5 % | |
| ▼ Volatilité (VIX) | 12.6 | ▶ | 12.0 | -0.6 pb | |
| ▲ Euribor 3m (%) | 3.82 | ▶ | 3.83 | +1.2 pb | |
| ▲ Libor \$ 3m (%) | 5.58 | ▶ | 5.59 | +0.4 pb | |
| ▼ OAT 10a (%) | 3.00 | ▶ | 2.98 | -2.3 pb | |
| ▼ Bund 10a (%) | 2.50 | ▶ | 2.50 | -0.3 pb | |
| ▼ US Tr. 10a (%) | 4.51 | ▶ | 4.43 | -8.1 pb | |
| ▲ Euro vs dollar | 1.08 | ▶ | 1.09 | +1.0 % | |
| ▲ Or (once, \$) | 2 362 | ▶ | 2 408 | +2.0 % | |
| ▼ Pétrole (Brent, \$) | 83.7 | ▶ | 83.7 | +0.0 % | |

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

| € BCE | 4.50 | +haut 24 | 4.50 | le 01/01 | +bas 24 | 4.50 | le 01/01 | | |
|-------------|-------|----------|----------|----------|----------|------|----------|--|--|
| Eonia | -0.51 | -0.51 | le 01/01 | -0.51 | le 01/01 | | | | |
| Euribor 3m | 3.83 | 3.97 | le 18/01 | 3.79 | le 07/05 | | | | |
| Euribor 12m | 3.65 | 3.76 | le 19/03 | 3.51 | le 01/02 | | | | |
| \$ FED | 5.50 | 5.50 | le 01/01 | 5.50 | le 01/01 | | | | |
| Libor 3m | 5.59 | 5.60 | le 27/02 | 5.53 | le 01/02 | | | | |
| Libor 12m | 6.04 | 6.04 | le 01/01 | 6.04 | le 01/01 | | | | |
| £ Bque Angl | 5.25 | 5.25 | le 01/01 | 5.25 | le 01/01 | | | | |
| Libor 3m | 5.30 | 5.33 | le 06/03 | 5.30 | le 22/03 | | | | |
| Libor 12m | 0.81 | 0.81 | le 01/01 | 0.81 | le 01/01 | | | | |

Au 17-5-24

Rendements (%)

| € Moy. 5-7a | 2.64 | +haut 24 | 2.64 | le 01/01 | +bas 24 | 2.64 | le 01/01 | | |
|--------------|------|----------|----------|----------|----------|------|----------|--|--|
| Bund 2a | 3.14 | 3.18 | le 30/04 | 2.53 | le 01/02 | | | | |
| Bund 10a | 2.50 | 2.61 | le 25/04 | 2.02 | le 03/01 | | | | |
| OAT 10a | 2.98 | 3.13 | le 25/04 | 2.47 | le 01/01 | | | | |
| Corp. BBB | 4.00 | 4.11 | le 25/04 | 3.75 | le 01/01 | | | | |
| \$ Treas. 2a | 4.82 | 5.10 | le 30/04 | 4.22 | le 15/01 | | | | |
| Treas. 10a | 4.43 | 4.70 | le 25/04 | 3.86 | le 01/02 | | | | |
| High Yield | 7.83 | 8.24 | le 16/04 | 7.73 | le 13/03 | | | | |
| £ Gilt. 2a | 4.70 | 4.89 | le 01/05 | 3.98 | le 01/01 | | | | |
| Gilt. 10a | 4.13 | 4.37 | le 01/05 | 3.60 | le 01/01 | | | | |

Au 17-5-24

TAUX DE CHANGE

| 1€ = | | | | | | | | | |
|------|--------|----------|----------|----------|----------|------|----------|------|-------|
| USD | 1.09 | +haut 24 | 1.10 | le 01/01 | +bas 24 | 1.06 | le 15/04 | 2024 | -1.5% |
| GBP | 0.86 | 0.87 | le 02/01 | 0.85 | le 13/02 | | | | -1.2% |
| CHF | 0.99 | 0.99 | le 17/05 | 0.93 | le 08/01 | | | | +6.1% |
| JPY | 169.03 | 169.30 | le 14/05 | 155.33 | le 02/01 | | | | +8.5% |
| AUD | 1.63 | 1.67 | le 28/02 | 1.62 | le 02/01 | | | | +0.4% |
| CNY | 7.86 | 7.88 | le 08/03 | 7.69 | le 15/04 | | | | +0.3% |
| BRL | 5.56 | 5.61 | le 16/04 | 5.31 | le 13/02 | | | | +3.6% |
| RUB | 98.97 | 102.67 | le 23/02 | 95.72 | le 19/01 | | | | +0.2% |
| INR | 90.64 | 91.92 | le 01/01 | 88.68 | le 12/04 | | | | -1.4% |

Au 17-5-24

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$ | | | | | | | | | |
|----------------|--------|----------|----------|----------|----------|------|----------|------|--------|
| Pétrole, Brent | 83.7 | +haut 24 | 91.6 | le 12/04 | +bas 24 | 75.8 | le 08/01 | 2024 | +7.7% |
| Or (once) | 2 408 | 2 413 | le 12/04 | 1 989 | le 14/02 | | | 2024 | +18.4% |
| Métaux, LME | 4 552 | 4 552 | le 17/05 | 3 558 | le 09/02 | | | | +22.9% |
| Cuivre (tonne) | 10 598 | 10 598 | le 17/05 | 8 065 | le 09/02 | | | | +27.2% |
| Blé (tonne) | 233 | 2.5 | le 13/05 | 191 | le 15/03 | | | | +1.9% |
| Mais (tonne) | 167 | 1.7 | le 13/05 | 148 | le 23/02 | | | | -2.8% |

Au 17-5-24

Variations

INDICES ACTIONS

| | Cours | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|----------|--------|----------|--|--|--|--------|
| Monde | | | | | | | | | |
| MSCI Monde | 3 473 | 3 473 | le 17/05 | 3 114 | le 04/01 | | | | +9.6% |
| Amérique du Nord | | | | | | | | | |
| S&P500 | 5 303 | 5 308 | le 15/05 | 4 689 | le 04/01 | | | | +11.2% |
| Europe | | | | | | | | | |
| EuroStoxx50 | 5 064 | 5 101 | le 15/05 | 4 403 | le 17/01 | | | | +12.0% |
| CAC 40 | 8 168 | 8 240 | le 15/05 | 7 319 | le 17/01 | | | | +8.3% |
| DAX 30 | 18 704 | 18 869 | le 15/05 | 16 432 | le 17/01 | | | | +11.7% |
| IBEX 35 | 11 328 | 11 363 | le 15/05 | 9 858 | le 19/01 | | | | +12.1% |
| FTSE100 | 8 420 | 8 446 | le 15/05 | 7 446 | le 17/01 | | | | +8.9% |
| Asie Pacifique | | | | | | | | | |
| MSCI, loc. | 1 403 | 1 415 | le 22/03 | 1 242 | le 03/01 | | | | +12.5% |
| Nikkei | 38 787 | 40 888 | le 22/03 | 33 288 | le 04/01 | | | | +15.9% |
| Emergents | | | | | | | | | |
| MSCI Emergents (\$) | 1 100 | 1 100 | le 17/05 | 958 | le 17/01 | | | | +7.4% |
| Chine | 64 | 64 | le 17/05 | 49 | le 22/01 | | | | +15.5% |
| Inde | 1 007 | 1 007 | le 17/05 | 915 | le 03/01 | | | | +9.5% |
| Brésil | 1 584 | 1 800 | le 01/01 | 1 523 | le 16/04 | | | | -7.3% |

Au 17-5-24

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

| | Année 2024 au 17-5, € | Année 2024 au 17-5, \$ | |
|--------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| Banques | +21.1% | +20.2% | Technologie |
| Technologie | +14.4% | +16.8% | Construction |
| Médias | +14.2% | +16.4% | Distribution |
| Industrie | +12.9% | +16.1% | Assurances |
| Santé | +10.5% | +16.0% | Scs collectivités |
| Assurances | +9.9% | +14.3% | Banques |
| Indice | +9.4% | +13.7% | Pétrole & gaz |
| Matières premières | +8.6% | +13.1% | Matières premières |
| Distribution | +8.5% | +12.8% | Indice |
| Bs. de conso. | +7.4% | +12.0% | Scs financiers |
| Construction | +7.4% | +10.2% | Industrie |
| Automobile | +6.8% | +8.1% | Santé |
| Pétrole & gaz | +6.1% | +6.6% | Télécoms |
| Télécoms | +4.5% | +6.1% | Chimie |
| Voyages & loisirs | +4.0% | +5.0% | Agroalimentaire |
| Agroalimentaire | +1.4% | +4.8% | Pdts ménagers & soins |
| Scs collectivités | +1.0% | +4.3% | Voyages & loisirs |
| Chimie | +0.9% | +0.6% | Médias |
| Foncières | -1.0% | -21.4% | Automobile |

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

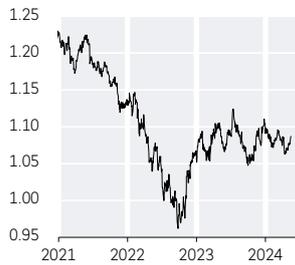


BNP PARIBAS

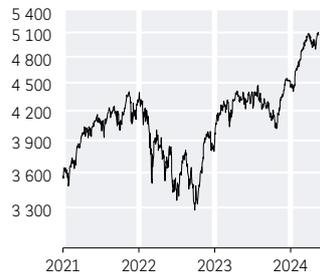
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

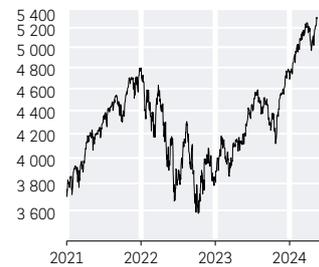
EURO-DOLLAR



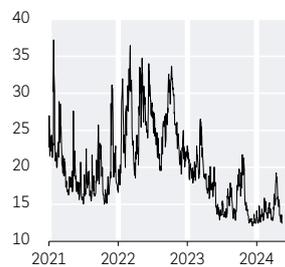
EUROSTOXX50



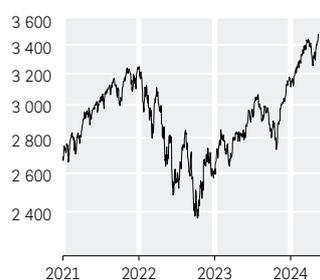
S&P500



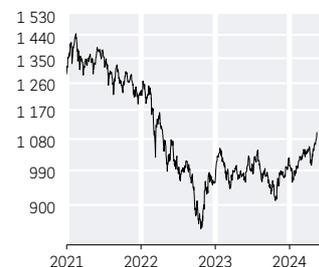
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



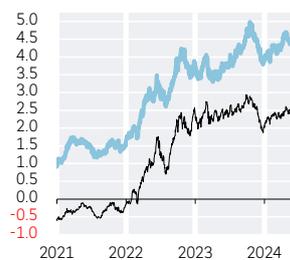
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

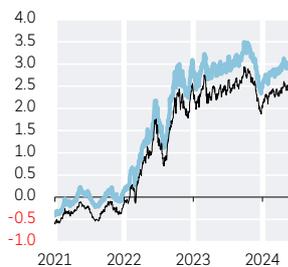


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



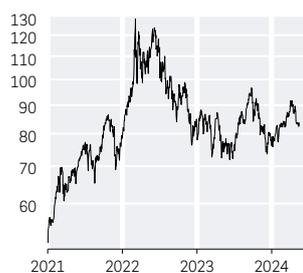
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

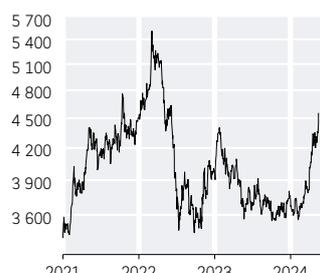
Année 2024 au 17-5

| | | |
|-------|-----------|--------|
| 4.00% | Grèce | 149 pb |
| 3.78% | Italie | 126 pb |
| 3.29% | Espagne | 77 pb |
| 3.09% | Portugal | 57 pb |
| 3.01% | France | 49 pb |
| 3.00% | Autriche | 48 pb |
| 2.98% | Finlande | 46 pb |
| 2.97% | Belgique | 45 pb |
| 2.83% | P-Bas | 31 pb |
| 2.79% | Irlande | 27 pb |
| 2.51% | Allemagne | |

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)

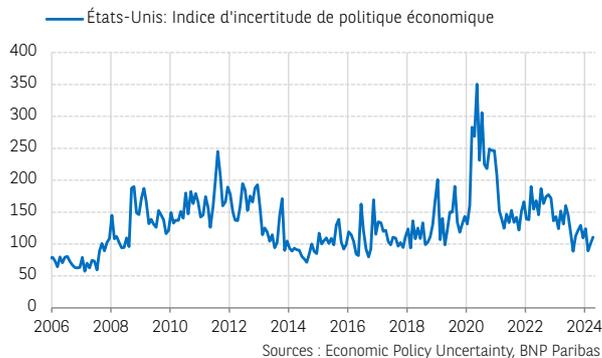


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

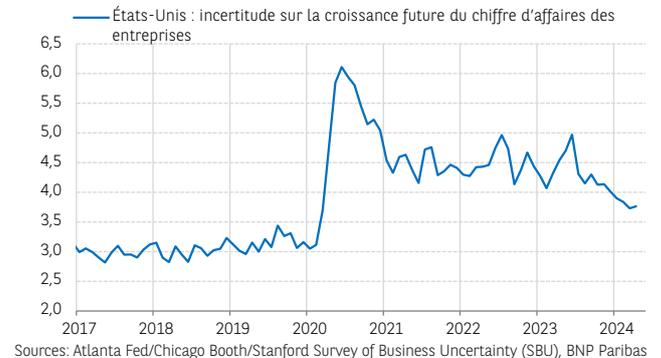


BAROMÈTRE

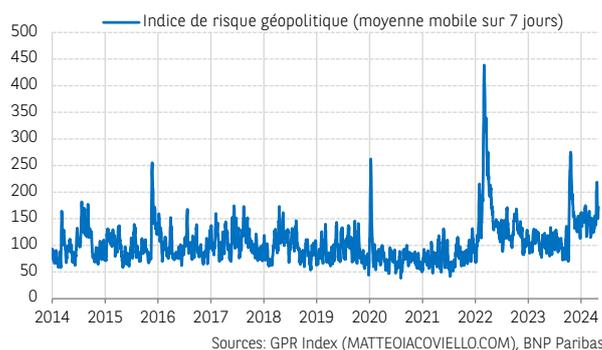
ÉVOLUTION DES INDICATEURS D'INCERTITUDE EN AVRIL



Aux États-Unis, l'incertitude sur la politique économique, basée sur la couverture médiatique, a augmenté en avril, pour la deuxième fois consécutive. Une corrélation apparaît entre ce résultat et le *spillover* des données décevantes de l'inflation lors du premier trimestre, celles-ci ayant conduit les différents acteurs (banque centrale, marchés) à repousser et réduire drastiquement leurs anticipations de baisses de taux pour l'année. Aussi, selon le président de la Fed, l'inflation reste élevée et la progression vers l'objectif de 2% nécessite le maintien d'une politique restrictive.



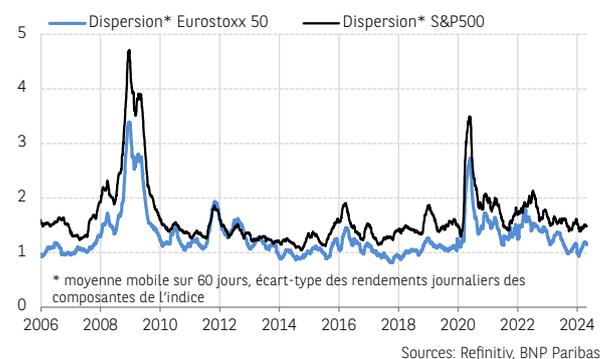
En avril, on note un très léger regain d'incertitude au sujet de la croissance de leur chiffre d'affaires de la part des entreprises américaines. Cette évolution n'est pas significative à ce stade mais elle doit néanmoins être surveillée si elle devait marquer un retournement de tendance et annoncer une détérioration des conditions économiques, sous l'effet de l'inflation persistante et du maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé par la Fed.



L'indice du risque géopolitique, également fondé sur la couverture médiatique, a notablement augmenté en avril, après une baisse les deux dernières semaines du mois de mars, en raison de regain de tensions au Moyen-Orient. L'indice est passé en moyenne de 133 en mars à 164 en avril.

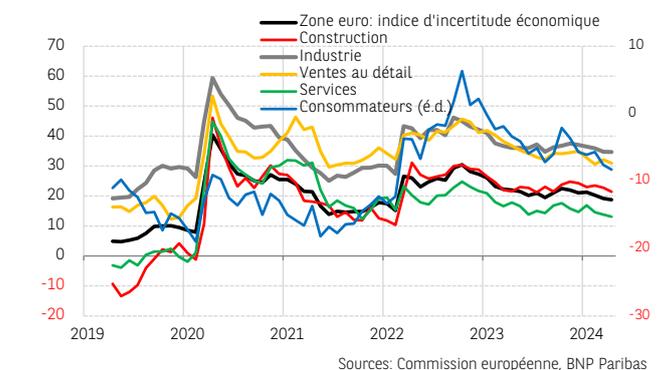


A *contrario*, l'incertitude ressentie par les entreprises américaines sur les perspectives de l'emploi a baissé en avril, pour le deuxième mois consécutif, retrouvant son niveau le plus bas depuis décembre 2019.



L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse* s'est stabilisé en avril dans la zone euro, interrompant sa tendance haussière depuis la mi-janvier 2024. Aux États-Unis, il a baissé les trois dernières semaines d'avril après une hausse la première semaine.

* dispersion des performances journalières des sociétés individuelles.



Dans la zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a continué de baisser en avril (courbe noire). Le point nouveau et encourageant est que cette diminution s'observe cette fois dans tous les secteurs y compris dans celui du commerce de détail (courbe jaune) qui avait augmenté au mois de mars.

Tarik Rharrab

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 (+0,4% 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. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, les chiffres du premier trimestre 2024 n'ont pas rassuré sur un retour rapide de l'inflation vers sa cible, et l'IPC devrait s'élever encore à +3,5% a/a au dernier trimestre 2024. Ce tableau n'ouvre la voie qu'à un léger assouplissement de la part de la Fed, avec l'amorçement de la détente progressive de ses taux directeurs en toute fin d'année seulement, qui compterait donc une seule baisse de taux.

CHINE

La croissance économique a été plus solide que prévu au T1 2024 (+5,3% en glissement annuel), principalement soutenue par le secteur manufacturier exportateur. La demande intérieure et l'activité dans les services continuent en revanche de manquer de vigueur, freinées par la crise du secteur immobilier, les incertitudes réglementaires, et les faibles niveaux de confiance des consommateurs et des investisseurs privés. Pour soutenir l'activité, les autorités ont opté pour le renforcement de la politique industrielle et le maintien d'une politique de la demande prudente. Cette politique économique risque donc d'amplifier les divergences de performances entre secteurs et le déséquilibre entre l'offre et la demande intérieure qui sont apparus depuis quelques mois. La cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024 devrait être atteinte. L'inflation des prix à la consommation devrait rester très faible ; elle était nulle (en g.a.) au T1 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. Celle-ci renforcerait légèrement à 0,4% t/t au T2 avant de se stabiliser à ce niveau au cours du second semestre. Cette embellie serait aussi soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin et qui serait suivie de deux autres baisses au cours du second semestre, à raison d'une baisse 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 retrouvé la croissance au 1^{er} trimestre 2024, à 0,2% t/t (après une stagnation au 2^e semestre 2023). Les principaux supports ont été la consommation de services des ménages et l'investissement des entreprises. La désinflation est désormais nette (2,4% a/a en avril 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 0,9% 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. Le *timing* de la première baisse reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. La BCE et la BoE semblent plus près que la Fed de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Nous tablons sur une première baisse de taux de la BCE et de la BoE en juin, tandis que celle de la Fed n'interviendrait qu'en toute fin d'année, en décembre. Pour la Fed, il n'y aurait donc qu'une seule baisse 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 | 1,8 | 8,0 | 4,1 | 3,4 | 2,9 |
| Japon | 0,9 | 1,9 | 0,3 | 1,0 | 2,5 | 3,2 | 2,9 | 2,3 |
| Royaume-Uni | 4,4 | 0,1 | 0,6 | 1,2 | 9,1 | 7,4 | 2,5 | 2,2 |
| Zone euro | 3,5 | 0,5 | 0,8 | 1,7 | 8,4 | 5,4 | 2,4 | 2,1 |
| Allemagne | 1,9 | 0,0 | 0,2 | 1,4 | 8,7 | 6,1 | 2,6 | 2,3 |
| France | 2,5 | 0,9 | 0,9 | 1,4 | 5,9 | 5,7 | 2,5 | 1,8 |
| Italie | 4,2 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 8,7 | 6,0 | 1,0 | 1,7 |
| Espagne | 5,8 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | 8,3 | 3,4 | 3,1 | 2,1 |
| Chine | 3,0 | 5,2 | 5,2 | 4,3 | 2,0 | 0,2 | -0,1 | 1,2 |
| Inde* | 7,1 | 7,6 | 6,5 | 6,4 | 6,7 | 5,4 | 4,7 | 4,3 |
| Brésil | 2,9 | 2,9 | 2,2 | 2,0 | 9,3 | 4,6 | 4,1 | 4,1 |

Source : BNP Paribas (e. Estimations, prévisions)

Mise à jour le 21 mai 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, % | | T2 2024 | T3 2024 | T4 2024 | T2 2025 | T4 2025 |
|-----------------------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Fin de période | | | | | | |
| E-Unis | Fed Funds (borne supérieure) | 5,50 | 5,50 | 5,25 | 4,75 | 4,25 |
| | Treas. 10a | 4,25 | 4,20 | 4,20 | 4,20 | 4,20 |
| Zone euro | Taux de dépôt | 3,75 | 3,50 | 3,25 | 2,75 | 2,50 |
| | Bund 10a | 2,35 | 1,95 | 2,00 | 2,25 | 2,50 |
| | OAT 10a | 2,87 | 2,50 | 2,52 | 2,80 | 3,05 |
| Royaume-Uni | BTP 10 ans | 3,70 | 3,35 | 3,45 | 3,80 | 4,00 |
| | BONO 10 ans | 3,19 | 2,82 | 2,85 | 3,15 | 3,38 |
| | Taux BoE | 5,00 | 4,75 | 4,50 | 4,00 | 3,50 |
| Japon | Gilt 10a | 4,00 | 3,80 | 3,70 | 3,55 | 3,65 |
| | Taux BoJ | 0,10 | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,75 |
| | JGB 10a | 0,90 | 1,00 | 1,20 | 1,40 | 1,35 |
| Taux de change | | | | | | |
| Fin de période | | | | | | |
| USD | EUR / USD | 1,05 | 1,05 | 1,06 | 1,08 | 1,10 |
| | USD / JPY | 155 | 154 | 153 | 150 | 148 |
| | GBP / USD | 1,25 | 1,27 | 1,28 | 1,30 | 1,33 |
| EUR | EUR / GBP | 0,82 | 0,83 | 0,83 | 0,83 | 0,83 |
| | EUR / JPY | 163 | 162 | 162 | 162 | 163 |
| Pétrole | | | | | | |
| Moyenne trimestrielle | | | | | | |
| Pétrole | USD/baril | 90 | 92 | 87 | 81 | 82 |

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

Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 13 mai 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

| | | |
|---|-------------------------|---------------|
| Europe centrale : amélioration des perspectives de croissance à court terme | Graphique de la Semaine | 22 mai 2024 |
| Baromètre de l'inflation - mai 2024 l'inflation reste sur un plateau | EcoCharts | 17 mai 2024 |
| Zone euro : sans briller, la conjoncture économique en zone euro s'éclaircit | EcoBrief | 15 mai 2024 |
| États-Unis : La Fed tente d'écartier le risque d'un assèchement des marchés monétaires | Graphique de la Semaine | 15 mai 2024 |
| France : la désinflation se diffuse | EcoBrief | 14 mai 2024 |
| États-Unis : Résilience de l'économie malgré des taux d'intérêt plus élevés. Le rôle de la situation financière des ménages | EcoWeek | 14 mai 2024 |
| Zone euro : la croissance démarre l'année du bon pied | EcoTV | 13 mai 2024 |
| Réserve fédérale : des taux durablement élevés ? Deuxième acte | EcoWeek | 7 mai 2024 |
| Les importations de l'UE bouleversées par la montée en gamme de l'industrie chinoise | Graphique de la Semaine | 7 mai 2024 |
| Consommation de services des ménages français : au beau fixe | EcoTV | 6 mai 2024 |
| L'Europe à la manœuvre : point d'étape de son action climatique et du soutien économique | EcoConjoncture | 6 mai 2024 |
| Numéro d'avril | EcoAtlas | 6 mai 2024 |
| Comparaison d'empreintes | Graphique de la Semaine | 2 mai 2024 |
| Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire | EcoEmerging | 2 mai 2024 |
| États-Unis : qu'attendre de la réunion du FOMC de cette semaine? | EcoBrief | 29 avril 2024 |
| Dette publique : quand les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume | EcoWeek | 29 avril 2024 |
| Union européenne : du déficit commercial à l'excédent | EcoFlash | 25 avril 2024 |
| France : en avril ne te découvre pas d'un fil... | EcoBrief | 25 avril 2024 |
| Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire | EcoTV | 25 avril 2024 |
| Inde : la roupie indienne reste stable en ce début de période électorale | Graphique de la Semaine | 24 avril 2024 |
| Zone euro : coup d'arrêt dans le rétablissement des comptes publics | EcoBrief | 22 avril 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

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taïwan, 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 édité 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 / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: snv18870020330

