

# ECOWEEK

numéro 24.23

10 juin 2024

“ Il faudrait une dépréciation significative de l'euro (qui semble très improbable dans la situation actuelle) pour que la monnaie unique exerce une réelle contrainte sur la fixation des taux directeurs de la BCE. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Désynchronisation des politiques monétaires entre la BCE et la Réserve fédérale et l'euro

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : PMI

---

## 9

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières

---

## 10

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



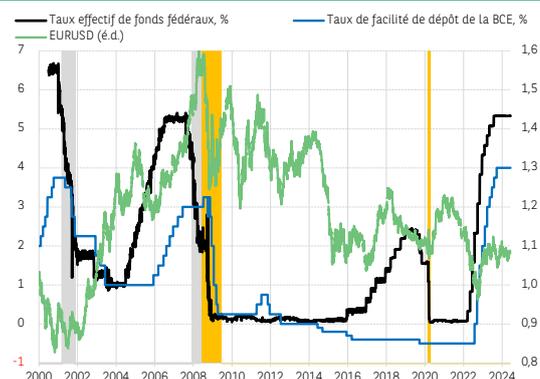
## DÉSYNCHRONISATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES ENTRE LA BCE ET LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET L'EURO

Comme prévu, la BCE a abaissé son taux directeur, malgré la révision à la hausse des anticipations d'inflation de ses prévisionnistes. Aux États-Unis, le très bon rapport sur le marché du travail pour le mois de mai rendra probablement la Fed encore plus prudente dans sa décision d'une première baisse de taux. Tant que nous n'aurons pas de resynchronisation (et que les deux banques centrales ne seront pas toutes deux engagées dans un cycle de baisse de leurs taux), la désynchronisation devrait s'accroître. Cela reflète la différence dans le cycle de désinflation observée actuellement entre les États-Unis et la zone euro. On redoute que cela n'affaiblisse l'euro par rapport au dollar et ne pèse sur l'autonomie politique de la BCE. Ces craintes ne sont pas justifiées. Il faudrait une dépréciation significative de l'euro (qui semble très improbable dans la situation actuelle) pour que la monnaie unique exerce une réelle contrainte sur la fixation des taux directeurs de la BCE. Il importe également de s'intéresser à la situation aux États-Unis du point de vue de la parité EUR/USD. Un environnement de « taux élevés plus longtemps » signifie plus d'incertitude quant aux perspectives de croissance, ce qui entraîne un risque extrême pour les taux d'intérêt à court terme américains et, par conséquent, le dollar. Toute réflexion sur les taux de change doit tenir compte de la totalité des scénarios possibles.

Pour une banque centrale, la crédibilité est primordiale. Faute de crédibilité, les anticipations d'inflation cessent d'être bien ancrées ce qui nuit fortement à l'efficacité de la politique monétaire. Or, cette crédibilité est une affaire de cohérence. En premier lieu, il s'agit de la cohérence temporelle, ce qui signifie d'accorder l'action avec les orientations fournies auparavant. Ces dernières semaines, les orientations fournies par certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE signifiaient de plus en plus clairement qu'une première baisse des taux dans ce cycle serait actée lors de la réunion de juin. Dans ce contexte, il était exclu de ne pas agir, malgré le léger rebond observé dans les derniers chiffres de l'inflation. Il importe ensuite d'assurer la cohérence du point de vue de la politique, ce qui implique d'agir conformément au mandat et à la fonction de réaction. La baisse des taux, malgré l'ajustement à la hausse des prévisions d'inflation des équipes de la BCE), a contraint Christine Lagarde à beaucoup insister, lors de la conférence de presse, sur le fait que cette décision consistait uniquement à « réduire le caractère restrictif de la politique actuelle »<sup>1</sup>. Elle a souligné que la politique demeurerait restrictive et que les décisions futures dépendraient des données. Conséquence logique, les rendements allemands à 2 ans ont augmenté d'environ cinq points de base (pb) après cette annonce. Le lendemain, la publication d'un rapport sur le marché du travail qui reste très vigoureux aux États-Unis<sup>2</sup> a causé une augmentation similaire des rendements allemands dans la foulée d'un bond de 10 pb des rendements sur les bons du Trésor américain à 2 ans. Ces développements devraient intensifier le débat sur la désynchronisation des politiques monétaires entre la BCE et la Réserve fédérale. Cette dernière sera sans doute moins disposée encore qu'auparavant à commencer à abaisser les taux des fonds fédéraux tandis que la première devrait continuer à abaisser le taux de rémunération des dépôts, quoiqu'à rythme graduel<sup>3</sup>.

Par conséquent, en attendant que les politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique se synchronisent à nouveau et que les banques centrales soient toutes deux engagées dans un cycle de baisse des taux, ce phénomène de désynchronisation devrait s'accroître.

### EURO EN DOLLAR ET DIFFÉRENCE DES TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BCE, BNP PARIBAS

Cette situation n'a rien de surprenant dans la mesure où elle reflète simplement le décalage dans les cycles de désinflation aux États-Unis et en zone euro. Certains redoutent toutefois que ce décalage ne conduise à une baisse de l'euro par rapport au dollar, ce qui compte tenu de l'impact qui s'ensuivrait sur les prix à l'importation et sur l'inflation en général, compliquerait la tâche pour la BCE voire menacerait son autonomie en termes de politique monétaire. Ces craintes sont cependant injustifiées. Tout d'abord, la relation entre la parité EUR / USD et l'écart de taux directeurs est très faible (graphique 1). Ensuite, l'élargissement attendu de l'écart des taux directeurs est limité<sup>4</sup>. Par conséquent, le différentiel de rendement à 2 ans entre les États-Unis et l'Allemagne (qui dépend fortement des anticipations de politique monétaire) ne devrait pas non plus connaître de variations considérables. Ce point est important, dans la mesure où depuis le début de l'année, cet écart affiche une corrélation étroite avec la parité EUR / USD (graphique 2).

<sup>1</sup> Source : BCE, Conférence de presse, Christine Lagarde, Présidente de la BCE, Luis de Guindos, Vice-Président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, le 6 juin 2024.

<sup>2</sup> En mai 2024, 272 000 emplois avaient été créés contre 182 000 prévus par le consensus de Bloomberg. Le taux de chômage s'est accru jusqu'à 4,0 % (consensus de Bloomberg : 3,9 %), après être ressorti à 3,9 % en avril. Contrairement aux attentes, la croissance du salaire horaire moyen s'est accélérée pour atteindre 4,1 % après être ressortie à 4,0 % le mois précédent. Source : Bloomberg.

<sup>3</sup> Jusqu'à la fin de cette année, nous prévoyons une nouvelle baisse des taux de 25 pb par la BCE en septembre, puis une autre en décembre. Aux États-Unis, nous prévoyons une première mesure d'assouplissement monétaire (25 points de base) par la Réserve Fédérale en décembre.

<sup>4</sup> Depuis la dernière décision de la BCE, l'écart entre la limite supérieure de la fourchette de taux cible des fonds fédéraux et le taux de rémunération des dépôts de la BCE est de 175 pb. Nous prévoyons que cet écart atteindra 200 pb lors de la réunion de septembre de la BCE avant de revenir aux alentours de 175 pb vers la fin 2025.



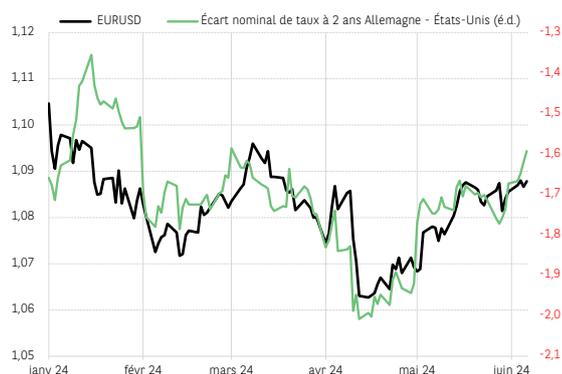
À plus long terme, cette corrélation connaît des fluctuations et du point de vue du différentiel de taux d'intérêt, elle est plus forte en termes réels qu'en termes nominaux (graphiques 3 et 4). En troisième lieu, la désynchronisation monétaire devrait influencer les perspectives de croissance en zone euro par rapport aux États-Unis. En zone euro, les baisses de taux cette année devraient améliorer la confiance des entreprises et des ménages, ainsi que leurs dépenses, tandis qu'aux États-Unis, où les taux directeurs devraient rester à leur niveau actuel durant la majeure partie de l'année, les perspectives de croissance devraient diminuer. Historiquement, on observe une corrélation plutôt étroite entre l'écart de confiance des entreprises et la parité EUR / USD : lorsque le sentiment s'améliore en zone euro par rapport aux États-Unis, l'euro a tendance à s'apprécier et inversement (graphique 5)<sup>5</sup>. Enfin, l'impact sur l'inflation d'une dépréciation de l'euro est plutôt limité. Les calculs de la BCE montrent qu'une dépréciation de 1 % du taux de change effectif de l'euro « *augmente en moyenne le total des prix à l'importation en zone euro et dans ses pays membres d'environ 0,3 % sur un an, et l'indice général des prix à la consommation harmonisés (IPCH) d'environ 0,04 %* »<sup>6</sup>. Il en découle qu'il faudrait une dépréciation significative de l'euro (qui semble très improbable dans la situation actuelle) pour que la monnaie unique exerce une réelle contrainte sur la fixation des taux directeurs de la BCE. À cet égard, il importe également de s'intéresser à la situation aux États-Unis du point de vue de la parité EUR/USD. Dans l'environnement de « *taux élevés plus longtemps* » qui prévaut actuellement aux États-Unis et compte tenu des incertitudes que cette situation implique du point de vue des perspectives de croissance, il convient de prendre en compte le risque extrême pour les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis et donc aussi pour le billet vert. Toute réflexion sur les taux de change doit tenir compte de la totalité des scénarios possibles.

William De Vijlder

<sup>5</sup> Les travaux académiques confirment que la dynamique économique influence les taux de change. Voir, à cet égard, Magnus Dahlquist et Henrik Hasseltoft, *Economic momentum and currency returns*, *Journal of Financial Economics*, 2020, pp. 152-167.

<sup>6</sup> Source : Eva Ortega, Chiara Osbat, *Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries*, ECB Occasional Paper 241, avril 2020.

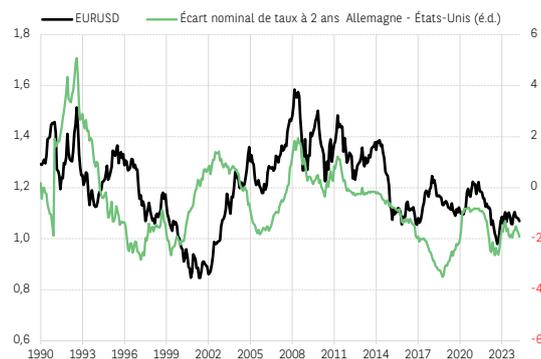
#### EURO EN DOLLAR ET DIFFÉRENCE DES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À 2 ANS



GRAPHIQUE 2

SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

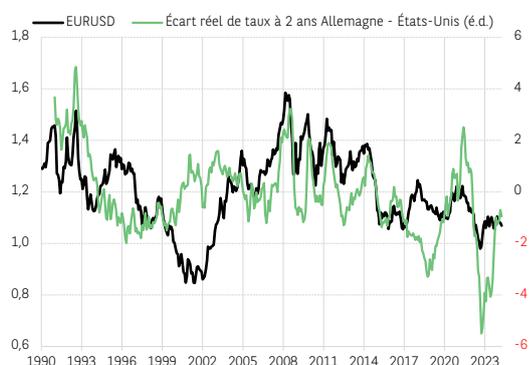
#### EURO EN DOLLAR ET DIFFÉRENCE DES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX À 2 ANS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

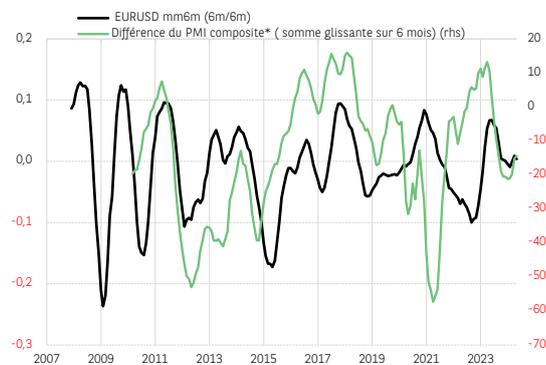
#### EURO EN DOLLAR ET DIFFÉRENCE DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À 2 ANS



GRAPHIQUE 4

SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

#### EURO EN DOLLAR ET DIFFÉRENCE DE PMI COMPOSITE



GRAPHIQUE 5

SOURCE: S&P GLOBAL, REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 31-5-24 au 7-6-24

➔ CAC 40	7.993	▶	8.002	+0.1	%	
➔ S&P 500	5.278	▶	5.347	+1.3	%	
➔ Volatilité (VIX)	12.9	▶	12.2	-0.7	pb	
➔ Euribor 3m (%)	3.79	▶	3.76	-2.6	pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	5.60	▶	5.60	-0.9	pb	
➔ OAT 10a (%)	3.11	▶	3.10	-1.2	pb	
➔ Bund 10a (%)	2.63	▶	2.60	-3.2	pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.49	▶	4.44	-5.5	pb	
➔ Euro vs dollar	1.09	▶	1.08	-0.4	%	
➔ Or (once, \$)	2.331	▶	2.315	-0.7	%	
➔ Pétrole (Brent, \$)	81.8	▶	79.7	-2.6	%	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50	+haut 24	4.50	le 01/01	4.50	le 01/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 01/01	-0.51	le 01/01	
Euribor 3m	3.76	3.97	le 18/01	3.75	le 05/06	
Euribor 12m	3.70	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	5.60	5.61	le 29/05	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 7-6-24

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64	le 01/01	
Bund 2a	3.22	3.23	le 24/05	2.53	le 01/02	
Bund 10a	2.60	2.66	le 29/05	2.02	le 03/01	
OAT 10a	3.10	3.15	le 29/05	2.47	le 01/01	
Corp. BBB	4.10	4.12	le 30/05	3.75	le 01/01	
\$ Treas. 2a	4.91	5.10	le 30/04	4.22	le 15/01	
Treas. 10a	4.44	4.70	le 25/04	3.86	le 01/02	
High Yield	7.89	8.24	le 16/04	7.73	le 13/03	
£ Gilt. 2a	4.83	4.96	le 29/05	3.98	le 01/01	
Gilt. 10a	4.26	4.41	le 29/05	3.60	le 01/01	

Au 7-6-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.06	le 15/04	-2.1%
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 27/05	-1.9%
CHF	0.97	0.99	le 27/05	0.93	le 08/01	+4.3%
JPY	169.56	170.60	le 31/05	155.33	le 02/01	+8.9%
AUD	1.64	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01	+1.3%
CNY	7.83	7.88	le 06/06	7.69	le 15/04	-0.0%
BRL	5.71	5.75	le 05/06	5.31	le 13/02	+6.3%
RUB	96.28	102.67	le 23/02	95.72	le 19/01	-2.5%
INR	90.15	91.92	le 01/01	88.68	le 12/04	-1.9%

Au 7-6-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	79.7	91.6	le 12/04	75.8	le 08/01	+2.6%
Or (once)	2.315	2.432	le 21/05	1.989	le 14/02	+12.1%
Métaux, LME	4.193	4.652	le 21/05	3.558	le 09/02	+11.4%
Cuivre (tonne)	9.638	10.801	le 20/05	8.065	le 09/02	+13.9%
Blé (tonne)	230	2.5	le 28/05	191	le 15/03	-1.3%
Maïs (tonne)	166	1.7	le 13/05	148	le 23/02	-4.7%

Au 7-6-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours					2024
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	3.479	3.490	le 06/06	3.114	le 04/01	+9.8%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	5.347	5.354	le 05/06	4.689	le 04/01	+12.1%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	5.051	5.101	le 15/05	4.403	le 17/01	+11.7%
CAC 40	8.002	8.240	le 15/05	7.319	le 17/01	+6.1%
DAX 30	18.557	18.869	le 15/05	16.432	le 17/01	+10.8%
IBEX 35	11.405	11.444	le 06/06	9.858	le 19/01	+12.9%
FTSE100	8.245	8.446	le 15/05	7.446	le 17/01	+6.6%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1.403	1.415	le 22/03	1.242	le 03/01	+12.5%
Nikkei	38.684	40.888	le 22/03	33.288	le 04/01	+15.6%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1.073	1.102	le 20/05	958	le 17/01	+4.8%
Chine	60	64	le 20/05	49	le 22/01	+8.3%
Inde	1.040	1.042	le 03/06	915	le 03/01	+13.1%
Brésil	1.449	1.800	le 01/01	1.449	le 07/06	-12.5%

Au 7-6-24

Variations

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

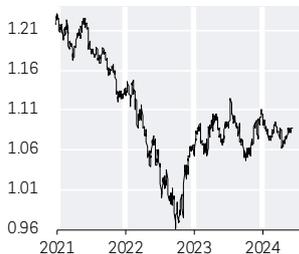
	Année 2024 au 7-6, €		Année 2024 au 7-6, \$
Banques	+19.6%		+24.8%
Technologie	+18.1%		+17.6%
Santé	+13.9%		+15.8%
Médias	+12.7%		+13.7%
Industrie	+12.7%		+13.6%
Assurances	+9.3%		+12.6%
Indice	+9.3%		+12.5%
Distribution	+9.1%		+11.5%
Bs. de conso.	+6.7%		+10.5%
Construction	+5.4%		+9.4%
Télécoms	+5.2%		+8.8%
Automobile	+4.3%		+7.2%
Pétrole & gaz	+2.8%		+5.8%
Matières premières	+1.6%		+4.9%
Agroalimentaire	+0.4%		+4.7%
Chimie	-0.3%		+4.4%
Voyages & loisirs	-0.4%		+2.7%
Scs collectivités	-3.0%		-0.2%
Foncières	-3.5%		-20.3%
Technologie			
Distribution			
Assurances			
Banques			
Indice			
Scs collectivités			
Construction			
Télécoms			
Scs financiers			
Pétrole & gaz			
Santé			
Industrie			
Ptts ménagers & soins			
Chimie			
Matières premières			
Voyages & loisirs			
Agroalimentaire			
Médias			
Automobile			

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

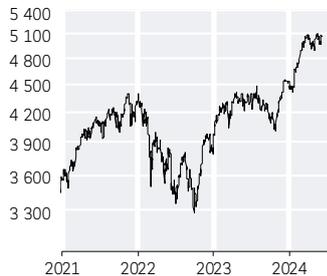


# REVUE DES MARCHÉS

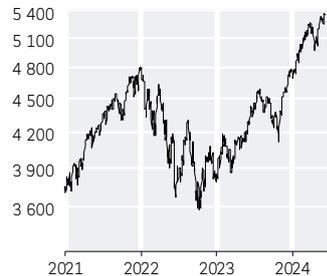
**EURO-DOLLAR**



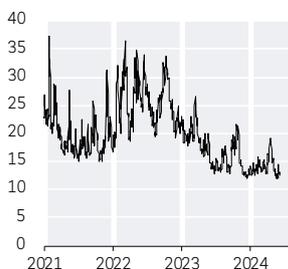
**EUROSTOXX50**



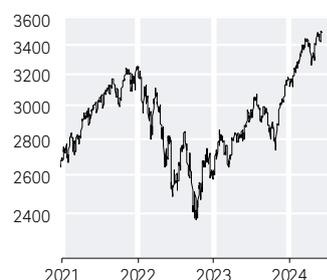
**S&P500**



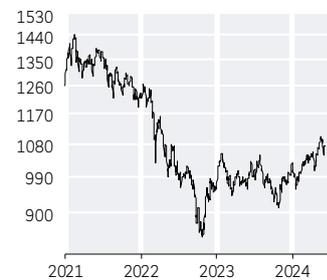
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**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**



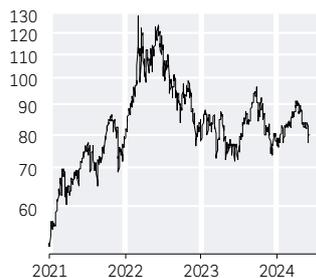
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

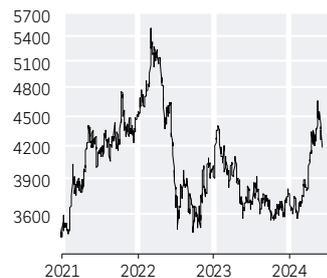
Année 2024 au 7-6

4.14%	Grèce	154 pb
3.94%	Italie	133 pb
3.36%	Espagne	75 pb
3.13%	Portugal	53 pb
3.13%	Autriche	52 pb
3.10%	France	50 pb
3.10%	Belgique	49 pb
3.09%	Finlande	49 pb
2.92%	P-Bas	32 pb
2.88%	Irlande	28 pb
2.60%	Allemagne	

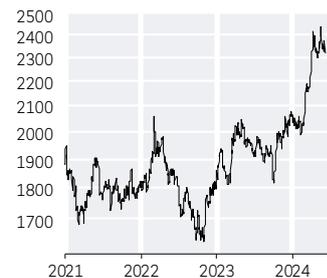
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS





# BAROMÈTRE

## S&P GLOBAL PMI, Δ(MAI, AVRIL)

	Marchés développés																			Marchés émergents																	
	Europe											Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie														
	MONDE	A. Nord		Europe		DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM		
<b>COMPOSITE</b>	1,3	1,3	<b>3,2</b>	0,5	-1,6	1,8		2,1	-0,3			0,9		-1,1				0,3	-0,8			-0,5									1,3		-1,0				
<b>MANUFACTURIER</b>	0,6	-0,1	1,3	1,6	2,8		1,1	2,9	-0,3	2,2	-1,7	1,2	1,8	<b>5,6</b>	2,1			0,8	0,1	<b>-3,8</b>	0,2	1,4	-0,9	0,1	-0,9	2,2	-1,0	-0,6	<b>-10,2</b>	0,0		0,3		-1,3	-0,8	0,0	
<b>SERVICES</b>	1,4	1,8	<b>3,5</b>	-0,1			<b>-2,0</b>	1,0		1,7	-0,1		0,7	<b>-2,1</b>				-0,5		1,6			-0,7								1,5						
<b>MANUFACTURIER</b>	NOUVELLES COMMANDES	0,6	-0,2	1,7	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>6,1</b>	-0,1	<b>3,5</b>	<b>-3,2</b>	1,5	3,0		<b>3,2</b>				0,8	0,1	<b>-6,2</b>	0,5	2,7	-1,5	-0,8	-1,1	<b>3,3</b>	-1,9	-1,6	0,4	2,7	-0,4		<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	-0,5		
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	0,0	2,4	1,4	1,9	<b>3,9</b>		<b>-1,2</b>	<b>4,3</b>	<b>-2,6</b>	2,4	-1,6	0,0	1,0	1,5				-0,1	0,3	-0,6	0,1	1,2	<b>-3,1</b>	2,1	-0,1	1,4	-1,9	-1	3	1,1	<b>-2,4</b>		1,2	1,9	0,5	
	DÉLAIS DE LIVRAISON	-0,2	0,5	-0,5	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>		1,2	<b>-3,5</b>	-1,1	2,9	0,3	<b>-1,5</b>	-0,9	0,5				-0,4	-0,1	-0,6	-0,1	1,8	0,2	0,6	-2,0	0,1			0,2	<b>-2,0</b>	2,8	0,4		1,5	0,8	-0,4
	EMPLOI	0,3	-0,3	0,4	0,0	2,8		-0,8	-0,1	-0,6	2,8	<b>-2,6</b>	-0,4	1,5	0,7	1,1			-0,9		0,6	-1,0	0,5	-0,7	1,3	-1,0	1,2			<b>-3,5</b>	<b>-5,9</b>	0,4	0,6		1,3	1,0	<b>-2,6</b>
	PRIX DES INTRANTS	0,7	-0,9	0,8	0,3	1,7		-0,1	<b>-1,9</b>	<b>3,2</b>	0,6	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>-2,6</b>				2,0	-0,3	0,4	<b>5,0</b>	<b>-2,9</b>	1,0	0,3	<b>-5,8</b>	-1,1			0,3	2,6	0,6		2,2	1,4	<b>5,2</b>	
	PRIX DE VENTE	0,3	<b>-1,6</b>	-0,4	0,4	-0,1		2,8	0,2	-0,7	<b>-2,1</b>	-1,1	1,0	2,5	<b>10,0</b>	0,1			0,5		-0,5	1,2	0,6	0,9	1,2	<b>-4,4</b>	0,0	-1,3	0,4		<b>3,0</b>		0,4	<b>-1,7</b>	<b>3,9</b>		
	PRODUCTION	-1,2	-0,8	1,9	2,0	<b>3,5</b>		0,2	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	2,6	-0,7	2,4	1,7	<b>4,9</b>				2,1	0,2	<b>-8,4</b>	1,3	2,1	<b>-2,6</b>	0,5	-1,7	<b>3,8</b>			-1,8	<b>-19,1</b>	<b>-2,4</b>	1,2		-2,0	-0,8	1,1
	STOCKS DES ACHATS	0,5	2,3	2,2	0,0	1,5		<b>3,2</b>	<b>-2,6</b>	-1,1	3,7	0,1	-0,3	0,9	<b>-4,2</b>	0,5			1,8	0,1	-0,3	-0,8	2,1	<b>3,4</b>	0,4	-2,1	-0,2			<b>-3,3</b>	<b>-6,2</b>	0,8	0,0		-1,4	-0,6	2,7
	VOLUMES DES ACHATS	1,1		1,1	2,5	<b>3,2</b>		-0,3	<b>4,8</b>	-1,1	2,8	-0,4	1,9	1,3	<b>3,0</b>				-0,1		<b>-2,4</b>	1,2	0,8	0,5	-0,2	-1,0	0,6			<b>-4,9</b>		0,8	1,4		-1,9	-0,2	1,3
	PRODUITS FINIS	-0,3	1,4	1,7	<b>-1,2</b>	<b>-3,8</b>		1,4	<b>-3,8</b>	0,8	2,8	-0,7	2,5	<b>-2,1</b>	1,0				1,4	-0,2	<b>-3,0</b>	0,7	1,2	2,1	-1,7	<b>-2,8</b>						0,8	1,4		-1,6	1,0	-0,5
ARRIÈRES D'ACTIVITÉ	0,9	-0,2	2,9	1,3			2,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,9	2,7	2,7				-0,8		<b>-0,9</b>	<b>3,7</b>	0,4	<b>3,3</b>	-1,5			0,1		<b>-1,3</b>		1,0	0,4		-0,3	-1,1	-1,9	
<b>SERVICES</b>	PRIX DES INTRANTS	0,0		1,1	-1,2		-1,0	-1,8		0,6	<b>-3,0</b>		2,2	<b>-6,2</b>				-1,0		-0,5											0,9		0,5				
	PRIX DE VENTE	0,0		0,6	-1,7		-1,8	-1,6		-1,8			-1,3	-1,4				-0,3		-0,5											1,8		0,5				
	EMPLOI	1,3		1,7	0,1		-1,1	1,2		0,4	0,2		-0,4	0,4				0,3		0,3										-0,4		2,5		<b>3,0</b>			
	NOUVELLES AFFAIRES	1,1		2,8	0,4		0,2	1,0		1,7	-1,6		1,3	-2,7				-1,5		1,8										-1,7		1,5					
	AFFAIRES EN COURS	-0,7		-0,7			-0,7	-1,5		-1,1	-0,9		1,2	-1,1				-0,8		<b>7,8</b>										1,4		-0,3					
	PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	0,9		1,6	1,5		-1,5	<b>-4,5</b>		1,0	0,5		1,6	0,2				0,8												<b>4,2</b>							
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	-0,2		<b>-2,0</b>	0,2		-2,6	0,9		-0,5	1,0		<b>3,5</b>	-2,4					2,1												0,4					2,3		



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

## 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. 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. 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 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 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 (2,7% 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. Le *timing* de la première baisse reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. La BCE semble plus près que la Fed et la BoE 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 en juin, projetons celle de la BoE en août 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	2,7	2,4
Royaume-Uni	4,4	0,1	0,6	1,2	9,1	7,4	2,6	2,2
Zone euro	3,5	0,5	0,9	1,6	8,4	5,4	2,3	2,0
Allemagne	1,9	0,0	0,3	1,4	8,7	6,1	2,6	2,5
France	2,5	0,9	1,1	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	1,8
Espagne	5,8	2,5	2,6	2,1	8,3	3,4	3,2	2,2
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 10 juin 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		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
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
	BTP 10 ans	3,70	3,35	3,45	3,80	4,00
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,19	2,82	2,85	3,15	3,38
	Taux BoE	5,25	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	-	1,05	1,25	1,45	1,60

#### Taux de change

Fin de période		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
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	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	163	162	162	162	163

#### Pétrole

Moyenne trimestrielle		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
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 24 mai 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

<a href="#">Une brève histoire de l'emploi indépendant en France</a>	EcoFlash	6 juin 2024
<a href="#">États-Unis : Le marché immobilier résidentiel face au resserrement monétaire</a>	EcoFlash	5 juin 2024
<a href="#">Parts de marché à l'exportation : l'Allemagne vers une glissade plus prononcée ?</a>	Graphique de la Semaine	5 juin 2024
<a href="#">Banques britanniques : des performances exceptionnelles en 2023 assombries par quelques nuages en 2024</a>	EcoConjoncture	5 juin 2024
<a href="#">« Européaniser » l'épargne individuelle à long terme</a>	EcoWeek	4 juin 2024
<a href="#">Zone euro : qu'attendre de la réunion de la BCE de cette semaine ?</a>	EcoBrief	3 juin 2024
<a href="#">Taux d'épargne des ménages français : une dernière hausse avant la baisse ?</a>	EcoBrief	31 mai 2024
<a href="#">EcoPulse - Mai 2024</a>	EcoPulse	31 mai 2024
<a href="#">États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 2)</a>	EcoWeek	28 mai 2024
<a href="#">Est-ce important que la BCE baisse ses taux avant la Fed ? Non.</a>	EcoTV	23 mai 2024
<a href="#">États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 1)</a>	EcoWeek	22 mai 2024
<a href="#">Europe centrale : amélioration des perspectives de croissance à court terme</a>	Graphique de la Semaine	22 mai 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation - mai 2024   l'inflation reste sur un plateau</a>	EcoCharts	17 mai 2024
<a href="#">Zone euro : sans briller, la conjoncture économique en zone euro s'éclaircit</a>	EcoBrief	15 mai 2024
<a href="#">États-Unis : La Fed tente d'écarter le risque d'un assèchement des marchés monétaires</a>	Graphique de la Semaine	15 mai 2024
<a href="#">France : la désinflation se diffuse</a>	EcoBrief	14 mai 2024
<a href="#">États-Unis : Résilience de l'économie malgré des taux d'intérêt plus élevés. Le rôle de la situation financière des ménages</a>	EcoWeek	14 mai 2024
<a href="#">Zone euro : la croissance démarre l'année du bon pied</a>	EcoTV	13 mai 2024
<a href="#">Réserve fédérale : des taux durablement élevés ? Deuxième acte</a>	EcoWeek	7 mai 2024
<a href="#">Les importations de l'UE bouleversées par la montée en gamme de l'industrie chinoise</a>	Graphique de la Semaine	7 mai 2024
<a href="#">L'Europe à la manœuvre : point d'étape de son action climatique et du soutien économique</a>	EcoConjoncture	6 mai 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

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**  
voir la page **linkedin** des études économiques

**OU TWITTER**  
voir la page **twitter** des études économiques



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

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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, 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 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](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: Hadrian



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change