

“ En théorie, les assouplissements monétaires décidés par le passé peuvent fournir quelques indications, mais depuis la création de l'euro nous disposons d'un seul point de référence. Il sera essentiel de lire entre les lignes du discours des membres du Conseil des gouverneurs. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

La fonction de réaction de la BCE examinée à la loupe

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

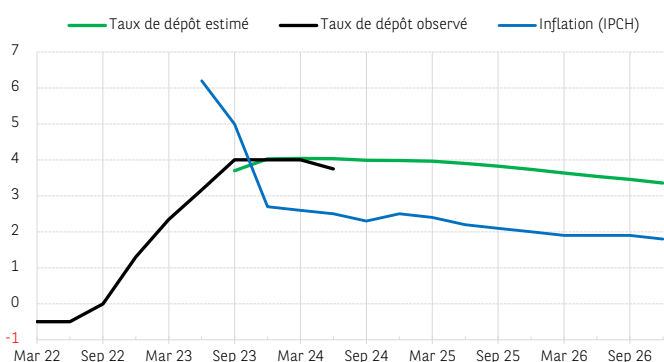


LA FONCTION DE RÉACTION DE LA BCE EXAMINÉE À LA LOUPE

Après la première baisse des taux décidée lors de la réunion de juin de la BCE, l'attention se porte à présent sur le calendrier et la rapidité des prochaines réductions du taux de rémunération des dépôts. Les indications fournies sont vagues : les décisions dépendront des données économiques. Afin d'y voir plus clair, il est utile d'estimer la règle de politique monétaire (la relation entre les décisions passées et l'inflation, entre autres variables pertinentes). Cette règle montre combien la différence entre l'inflation observée et la cible d'inflation joue un rôle-clé. Toutefois, des réserves importantes sont de mises. La règle estimée implique un ajustement très lent du taux de dépôt, ce qui est difficile à justifier lorsque la BCE est en mode d'assouplissement. La lecture entre les lignes des discours des membres du Conseil des gouverneurs est d'une importance cruciale afin de passer outre l'inertie inhérente à la règle stratégique estimée. En théorie, l'assouplissement monétaire antérieur peut être riche d'enseignements, mais depuis le début de l'euro, nous n'avons qu'un seul véritable point de référence.

Depuis la première baisse des taux décidée lors de la réunion de juin de la BCE, l'attention des ménages, des entreprises et des marchés financiers se porte à présent sur le calendrier et la rapidité des prochaines réductions du taux de rémunération des dépôts. La ligne officielle est que ces décisions dépendront des données économiques, mais cela amène à s'interroger sur la teneur de la réaction du Conseil des gouverneurs aux prochaines statistiques. Depuis quelques mois, ses membres ont fréquemment souligné l'importance- de trois facteurs-clé (la solidité de la transmission monétaire, la récente dynamique sous-jacente de l'inflation et les perspectives d'inflation). Toutefois, le mystère sur les décisions de politique monétaire qui pourront en découler reste entier. Les données qui motiveront ces décisions n'ont pas encore été publiées et, de plus, il est difficile de savoir sur quels paramètres se fonde la fonction de réaction. Pour une banque centrale, il est parfaitement rationnel d'entretenir le flou sur cet aspect (sans quoi elle s'engagerait à appliquer une règle de politique monétaire stricte, ce qui lui lierait les mains), mais cette ambiguïté n'est pas du goût des investisseurs. Dans une certaine mesure, les modèles économétriques permettent de clarifier la situation. Ces modèles permettent de simuler la réaction de l'activité, de la demande, de l'inflation aux chocs exogènes (à partir d'hypothèses sur l'évolution discrétionnaire de la politique monétaire et de la politique budgétaire, des cours du pétrole, de variables étrangères). À cette fin, la politique monétaire revêt un caractère endogène : elle réagit à l'évolution de l'inflation, de la croissance, du taux de chômage, etc. Pour la zone euro, un document de travail sur le Nouveau modèle à l'échelle de la zone euro (NAWM II) publié récemment par la BCE fournit une estimation de la règle de taux d'intérêt. D'après les auteurs de ce document, cette règle permet bien de suivre la politique effectivement menée¹. Cette équation, qui exprime la règle de politique monétaire (encadré 2), comporte plusieurs variables explicatives, à savoir l'écart entre inflation observée et inflation cible (*inflation gap*), la variation de l'*inflation gap*, l'écart entre croissance réalisée et croissance potentielle (*output gap*), la variation de l'*output gap*, ainsi qu'une hypothèse à propos du taux neutre et de l'objectif d'inflation. L'équation est également assortie d'un « coefficient d'inertie » estimé, afin de prendre en compte le fait que chaque trimestre, le taux directeur dépendra essentiellement de la valeur qu'il avait au trimestre précédent dans la mesure où, le plus souvent, ce taux directeur est soit stable soit sujet seulement à une évolution graduelle.

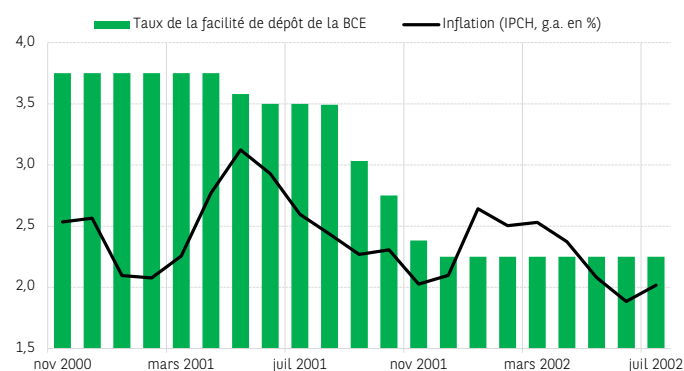
PROJECTIONS DU TAUX DE FACILITÉ DE DÉPÔT ET PRÉVISIONS D'INFLATION PAR LES SERVICES DE LA BCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

TAUX DE FACILITÉ DE DÉPÔT DE LA BCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

la base de cette règle de politique monétaire et des prévisions d'inflation et de croissance de juin des services de la BCE, il est possible d'établir une projection pour le taux de rémunération des dépôts de la

¹ « Nos résultats semblent également indiquer que la doctrine de taux d'intérêt du Nouveau modèle à l'échelle de la zone euro (NAWM II) permet bien de suivre la politique effectivement menée, ce qui semble indiquer que l'estimation du modèle tient bien compte de la fonction de réaction de la BCE ». Source : Matthieu Darracq Paries, Antoine Kornprobst, Romanos Priftis, *Monetary policy strategies to navigate post-pandemic inflation: an assessment using the ECB's New Area-Wide Model*, document de travail 2935 de la BCE, avril 2024.



BCE² encadré 1). Comme le montre le graphique 1, une baisse est anticipée compte tenu des nouveaux progrès réalisés en termes de désinflation, l'inflation devant franchir le niveau cible au premier trimestre 2026. L'output gap s'améliore, mais il demeure négatif, ce qui pèse également sur le taux directeur estimé, quoique de manière limitée compte tenu du faible coefficient de cette variable. De fait, le facteur clé est la projection d'inflation, dont le coefficient est un multiple des autres coefficients. Toutefois, l'impact de la désinflation est atténué par le degré élevé d'inertie observé par le passé, le dernier coefficient affichant une valeur de 0,93. Il en résulte que cette règle quantitative ne permet guère de formuler des prévisions de taux d'intérêt fiables lorsque l'inflation diminue alors que la politique monétaire demeure restrictive. Du fait de cette inertie, le niveau élevé auquel se maintient le taux de rémunération des dépôts estimé, en termes réels, est impossible à justifier puisque, dans le même temps, l'inflation devrait avoir complètement convergé vers le niveau cible. Malgré cette réserve importante, cet outil s'avère utile à d'autres fins. Tout d'abord, d'un point de vue conceptuel, il nous rappelle que le taux nominal neutre (la somme du taux neutre, qui est un taux réel, et l'objectif d'inflation) constitue le point d'ancrage de la politique monétaire. Une fois que l'ensemble des dynamiques transitoires ont fait ressentir leurs effets, le taux d'intérêt officiel devrait correspondre au taux nominal neutre. Ensuite, il permet de simuler la sensibilité du taux directeur estimé aux différentes hypothèses économiques. Comme nous l'indiquons plus haut, les prévisions d'inflation sont la principale variable qui est prise en compte, tandis que la trajectoire de l'output gap revêt peu d'importance.

Ce raisonnement nous amène à la conclusion que pour prévoir l'évolution des taux d'intérêt à court terme en zone euro, il convient de produire de bonnes prévisions d'inflation et, pour pallier l'inertie inhérente à la règle estimée de politique monétaire, de suivre et d'interpréter les décisions de la BCE (*ECB Watching*). Les assouplissements monétaires décidés par le passé peuvent fournir quelques indications, mais depuis la création de l'euro nous disposons d'un seul point de référence, à savoir l'assouplissement monétaire décidé en 2001 (graphique 2)³. De fait, en 2001, l'inflation était tombée de 3,1 % en mai à 2,0 % en novembre, et la BCE avait rapidement ramené le taux de rémunération des dépôts de 3,75 % en avril à 2,25 % en novembre. Il serait dangereux de généraliser à partir d'une seule observation.

William De Vijlder

² La source des données historiques pour l'output gap est Oxford Economics. La production prévue suppose une croissance potentielle du PIB réel de 1,3 %.

³ Les autres mesures d'assouplissement monétaire ont été soit limitées et décidées à partir d'un niveau déjà faible, soit importantes et très rapides pendant la crise financière mondiale.

RÈGLE DES TAUX D'INTÉRÊT : INTRANTS ÉCONOMIQUES

	taux neutre	cible d'inflation	IPCH g.a.	écart d'inflation	variation de l'inflation	écart de production	variation de l'écart de production
coefficient				2,9334	0,0361	0,032	0,092
T2 2024	0,5	2	2,5	0,5	-0,1	-1,0	0,08
T3 2024	0,5	2	2,3	0,3	-0,2	-1,0	0,08
T4 2024	0,5	2	2,5	0,5	0,2	-0,9	0,08
T1 2025	0,5	2	2,4	0,4	-0,1	-0,9	-0,03
T2 2025	0,5	2	2,2	0,2	-0,2	-0,9	-0,03
T3 2025	0,5	2	2,1	0,1	-0,1	-0,9	0,08
T4 2025	0,5	2	2	0	-0,1	-0,8	0,08
T1 2026	0,5	2	1,9	-0,1	-0,1	-0,7	0,08
T2 2026	0,5	2	1,9	-0,1	0	-0,6	0,08
T3 2026	0,5	2	1,9	-0,1	0	-0,6	0,08
T4 2026	0,5	2	1,8	-0,2	-0,1	-0,5	0,08

ENCADRÉ 1

Source : estimations de coefficients obtenues à partir de stratégies de politique monétaire élaborées pour faire face à l'inflation post-pandémique : une évaluation utilisant le nouveau modèle à l'échelle de la zone de la BCE, document de travail 2935 de la BCE, avril 2024. Inflation and real GDP growth forecasts : ECB Staff Forecasts, juin 2024. Historical data on output gap : Oxford Economics. Projections de l'écart de production basées sur l'hypothèse de l'auteur d'une croissance potentielle du PIB réel et des prévisions de croissance de la BCE. Taux d'intérêt neutre : hypothèse de l'auteur. Autres observations historiques : Federal Reserve Bank of St Louis.

BCE: RÈGLE DU TAUX D'INTÉRÊT ESTIMÉ

$$\text{Taux de dépôt} = 0,9346 * \text{taux de dépôt de la période précédente} + (1 - 0,9346) * (\text{taux neutre} + \text{objectif d'inflation} + 2,9334 * \text{écart d'inflation} + 0,0361 * \text{variation de l'inflation} + 0,032 * \text{écart de production} + 0,092 * \text{variation de l'écart de production}) + \text{terme d'erreur}$$

ENCADRÉ 2

Source: document de travail 2935 de la BCE, avril 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 7-6-24 au 14-6-24

↘ CAC 40	8.002	↗	7.503	-6.2 %	
↗ S&P 500	5.347	↗	5.432	+1.6 %	
↗ Volatilité (VIX)	12.2	↘	12.7	+0.4 pb	
↘ Euribor 3m (%)	3.76	↘	3.72	-4.4 pb	
↗ Libor \$ 3m (%)	5.60	↗	5.61	+1.0 pb	
↗ OAT 10a (%)	3.10	↗	3.12	+2.0 pb	
↘ Bund 10a (%)	2.60	↘	2.34	-26.1 pb	
↘ US Tr. 10a (%)	4.44	↘	4.21	-22.4 pb	
↘ Euro vs dollar	1.08	↘	1.07	-1.2 %	
↗ Or (once, \$)	2.315	↗	2.332	+0.7 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	79.7	↗	82.6	+3.6 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.25		4.50	le 01/01	4.25	le 12/06
Eonia	-0.51	-0.51	le 01/01	-0.51	le 01/01	
Euribor 3m	3.72	3.97	le 18/01	3.72	le 14/06	
Euribor 12m	3.67	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	5.61	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 14-6-24

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64	le 01/01
Bund 2a	2.95	3.23	le 10/06	2.53	le 01/02
Bund 10a	2.34	2.66	le 29/05	2.02	le 03/01
OAT 10a	3.12	3.24	le 11/06	2.47	le 01/01
Corp. BBB	3.95	4.14	le 10/06	3.75	le 01/01
\$ Treas. 2a	4.72	5.10	le 30/04	4.22	le 15/01
Treas. 10a	4.21	4.70	le 25/04	3.86	le 01/02
High Yield	7.86	8.24	le 16/04	7.73	le 13/03
£ Gilt. 2a	4.71	4.96	le 29/05	3.98	le 01/01
Gilt. 10a	4.06	4.41	le 29/05	3.60	le 01/01

Au 14-6-24

TAX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.07	1.10	le 01/01	1.06	le 15/04	-3.2%
GBP	0.84	0.87	le 02/01	0.84	le 11/06	-2.6%
CHF	0.95	0.99	le 27/05	0.93	le 08/01	+2.4%
JPY	168.20	170.60	le 31/05	155.33	le 02/01	+8.0%
AUD	1.62	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01	-0.1%
CNY	7.75	7.88	le 06/06	7.69	le 15/04	-1.0%
BRL	5.72	5.86	le 12/06	5.31	le 13/02	+6.7%
RUB	95.33	102.67	le 23/02	95.33	le 14/06	-3.5%
INR	89.31	91.92	le 01/01	88.68	le 12/04	-2.8%

Au 14-6-24

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	82.6	91.6	le 12/04	75.8	le 08/01	+6.3%
Or (once)	2.332	2.432	le 21/05	1.989	le 14/02	+12.9%
Métaux, LME	4.180	4.652	le 21/05	3.558	le 09/02	+11.1%
Cuivre (tonne)	9.616	10.801	le 20/05	8.065	le 09/02	+13.6%
Blé (tonne)	228	2.5	le 28/05	191	le 15/03	-1.9%
Mais (tonne)	168	1.7	le 13/05	148	le 23/02	-3.6%

Au 14-6-24

Variations

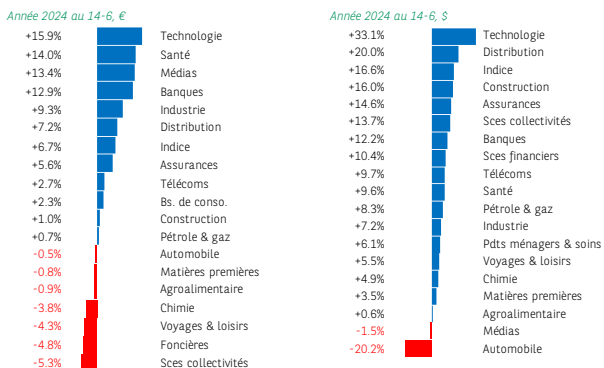
INDICES ACTIONS

	Cours					
Monde						
MSCI Monde	3.492	3.516	le 12/06	3.114	le 04/01	+10.2%
Amérique du Nord						
S&P500	5.432	5.434	le 13/06	4.689	le 04/01	+13.9%
Europe						
EuroStoxx50	4.839	5.101	le 15/05	4.403	le 17/01	+7.0%
CAC 40	7.503	8.240	le 15/05	7.319	le 17/01	-0.5%
DAX 30	18.002	18.869	le 15/05	16.432	le 17/01	+7.5%
IBEX 35	10.992	11.444	le 06/06	9.858	le 19/01	+8.8%
FTSE100	8.147	8.446	le 15/05	7.446	le 17/01	+5.3%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1.390	1.415	le 22/03	1.242	le 03/01	+11.4%
Nikkei	38.815	40.888	le 22/03	33.288	le 04/01	+16.0%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1.077	1.102	le 20/05	958	le 17/01	+5.2%
Chine	59	64	le 20/05	49	le 22/01	+6.8%
Inde	1.055	1.055	le 14/06	915	le 03/01	+14.9%
Brsil	1.407	1.800	le 01/01	1.393	le 13/06	-13.8%

Au 14-6-24

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

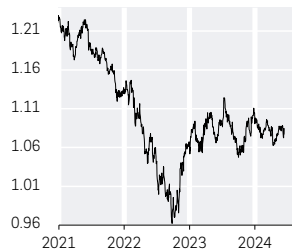


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

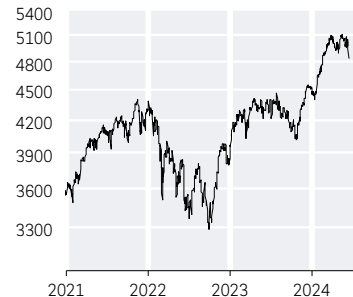


REVUE DES MARCHÉS

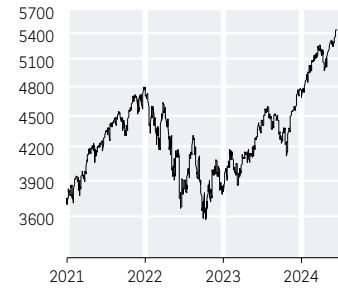
EURO-DOLLAR



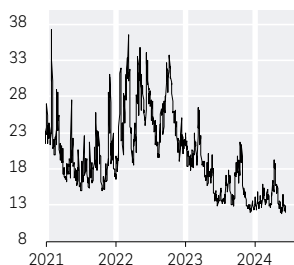
EUROSTOXX50



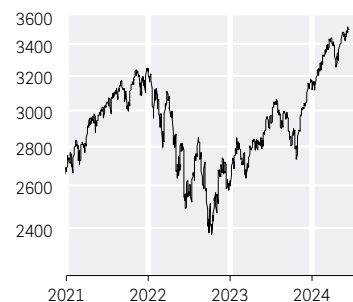
S&P500



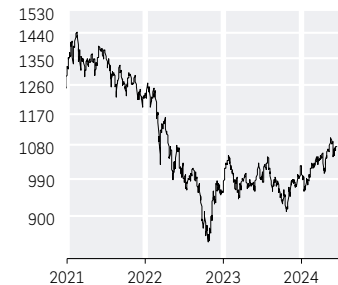
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



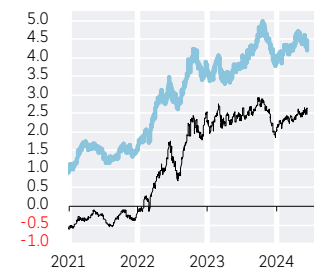
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

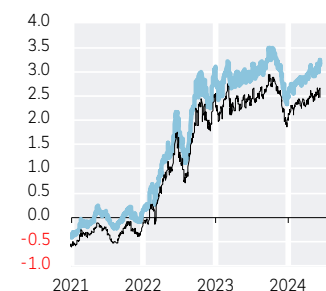


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



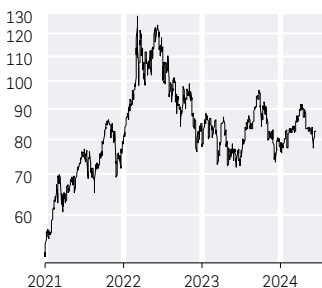
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2024 au 14-6

4.13%	Grèce	179 pb
3.89%	Italie	155 pb
3.29%	Espagne	95 pb
3.12%	France	78 pb
3.08%	Portugal	74 pb
2.97%	Belgique	63 pb
2.97%	Autriche	62 pb
2.96%	Finlande	62 pb
2.77%	Irlande	43 pb
2.73%	P-Bas	38 pb
2.34%	Allemagne	

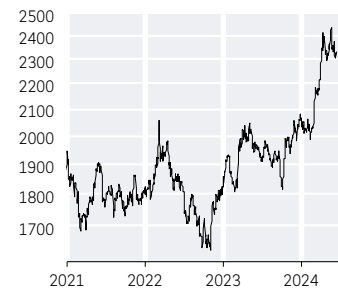
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)

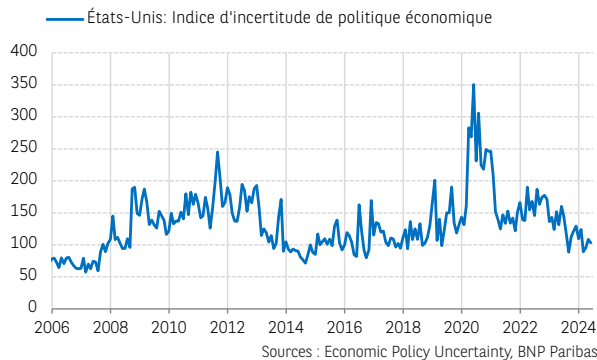


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

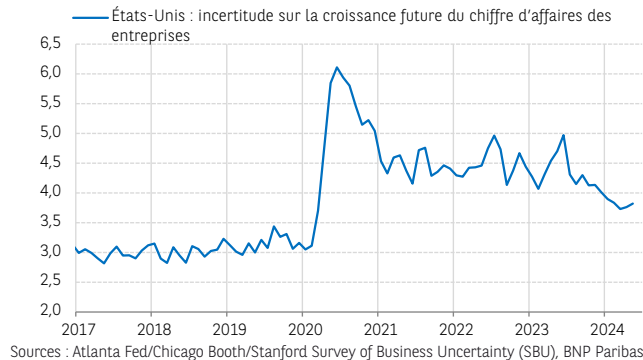


BAROMÈTRE

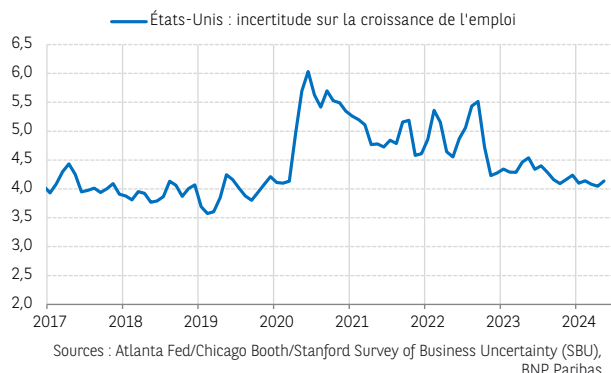
ÉVOLUTION DES INDICATEURS D'INCERTITUDE EN MAI



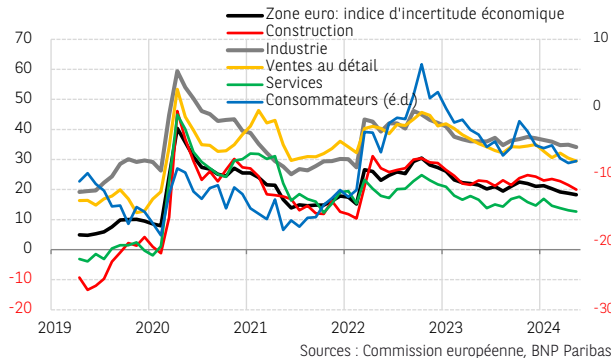
Aux États-Unis, l'incertitude sur la politique économique, basée sur la couverture médiatique, a légèrement baissé en mai, après deux mois de hausse. Cette diminution peut probablement être imputée, au moins en partie, à la baisse encourageante de l'inflation en avril et mai, qui vient nourrir les anticipations de baisses de taux de la part de la Fed.



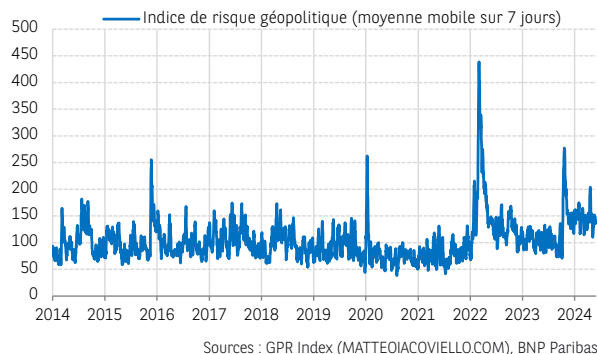
En mai, les entreprises américaines ont fait état d'une nouvelle hausse de leur incertitude, pour le deuxième mois consécutif, vis-à-vis de la croissance de leur chiffre d'affaires. Cette remontée, qui reste légère à ce stade, est possiblement à mettre en lien avec un certain nombre d'indicateurs économiques moins bien orientés, dont la révision à la baisse de la croissance du PIB au T1 2024 (1,3% en rythme trimestriel annualisé au lieu de 1,6% à la première estimation).



De même, l'incertitude sur les perspectives de l'emploi est repartie légèrement à la hausse en mai, faisant suite à deux mois de baisse, probablement en lien avec le ralentissement du marché du travail américain en avril, au niveau notamment des créations nettes d'emplois salariés non agricoles.

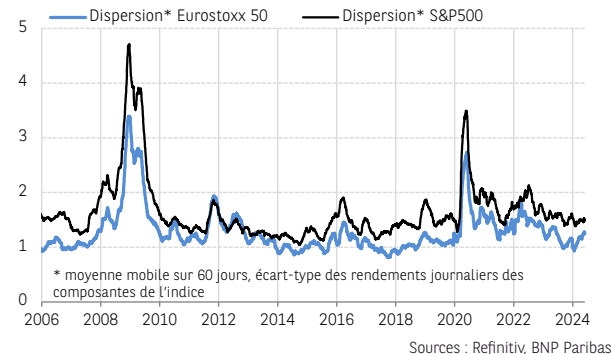


Dans la zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a continué de diminuer en mai (courbe noire). L'incertitude ressentie diminue dans quasiment tous les secteurs d'activité, à l'exception d'une légère hausse au sein des ménages (courbe bleue).



L'indice du risque géopolitique, qui est également fondé sur la couverture médiatique, s'est presque stabilisé la dernière semaine de mai, après une baisse la première semaine, suivie d'une hausse les deuxième et troisième semaines. En dépit de cette volatilité assez importante, l'indice a baissé fortement en moyenne par rapport à avril.

* dispersion des performances journalières des sociétés individuelles.



L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse* est repartie à la hausse en zone euro sur les trois premières semaines de mai, suivi par une baisse la dernière semaine. Aux États-Unis, l'indicateur a été marqué par une certaine volatilité, en lien avec les différents indicateurs macroéconomiques publiés le même mois qui ont soufflé le chaud et le froid.

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 (+0,3% 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 ont nourri quelques inquiétudes avant une amélioration en début de T2, et l'IPC devrait s'élever encore à +2,8% 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^{er} trimestre 2024, à 0,2% t/t (après +0,3% t/t au 4^e 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. Si la première baisse des taux par la BCE a été actée le 6 juin, le *timing* pour la BoE et la Fed reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues sur l'ensemble de l'année. Nous tablons sur une première baisse de taux de la BoE en août tandis que celle de la Fed 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%. Quant au volume d'achat des titres d'État, sa réduction est imminente. 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	2,3
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 17 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

9

LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - Juin 2024	Le Petit Atlas de l'Économie Française	14 juin 2024
Inde : la croissance est forte mais les niveaux de revenu et d'emploi restent faibles	EcoConjoncture	14 juin 2024
France : le cap de 60 000 défaillances d'entreprises est franchi	EcoBrief	13 juin 2024
Des conséquences économiques du réchauffement	EcoTV	13 juin 2024
Système bancaire grec : tendances positives, faiblesses structurelles	Graphique de la Semaine	12 juin 2024
Désynchronisation des politiques monétaires entre la BCE et la Réserve fédérale et l'euro	EcoWeek	11 juin 2024
Une brève histoire de l'emploi indépendant en France	EcoFlash	6 juin 2024
États-Unis : Le marché immobilier résidentiel face au resserrement monétaire	EcoFlash	5 juin 2024
Parts de marché à l'exportation : l'Allemagne vers une glissade plus prononcée ?	Graphique de la Semaine	5 juin 2024
Banques britanniques : des performances exceptionnelles en 2023 assombries par quelques nuages en 2024	EcoConjoncture	5 juin 2024
« Européaniser » l'épargne individuelle à long terme	EcoWeek	4 juin 2024
Zone euro : qu'attendre de la réunion de la BCE de cette semaine ?	EcoBrief	3 juin 2024
Taux d'épargne des ménages français : une dernière hausse avant la baisse ?	EcoBrief	31 mai 2024
EcoPulse - Mai 2024	EcoPulse	31 mai 2024
États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 2)	EcoWeek	28 mai 2024
Est-ce important que la BCE baisse ses taux avant la Fed ? Non.	EcoTV	23 mai 2024
États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 1)	EcoWeek	22 mai 2024
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'écarter le risque d'un assèchement des marchés monétaires	Graphique de la Semaine	15 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

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 desquels 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:

