

“ Bien que la BCE doive encore décider de sa première baisse de taux, il est important d'évaluer la rapidité et l'ampleur de l'assouplissement de la politique monétaire. S'agissant du niveau final du cycle d'assouplissement - l'autre taux terminal - l'hypothèse d'une fourchette comprise entre 2,00 % et 2,50 % est pertinente. ”



# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

L'« autre » taux terminal : jusqu'où les taux directeurs baisseront-ils ?

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine.

---

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 9

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## L'« AUTRE » TAUX TERMINAL : JUSQU'OU LES TAUX DIRECTEURS BAISSERONT-ILS ?

Les récentes déclarations de la Réserve Fédérale et de la BCE indiquent clairement que la première baisse des taux d'intérêt approche. Les deux banques centrales tiennent le même discours - cela dépendra des statistiques. Toutefois, si l'on y regarde de plus près, la communication de la BCE est plus opaque que celle de la Réserve Fédérale, qui fournit les projections de taux d'intérêt des membres du comité directeur de la Réserve Fédérale (« dot plot »). Plusieurs approches sont possibles pour tenter de prédire la rapidité et le nombre des baisses de taux directeurs de la BCE dans le présent cycle. Compte tenu de la crédibilité de la BCE et des estimations plausibles de taux neutre, il est pertinent de prendre pour hypothèse une fourchette comprise entre 2,00 % et 2,50 % pour le taux de rémunération des dépôts de la BCE au terme du cycle d'assouplissement.

Les récentes déclarations de la Réserve Fédérale et de la BCE indiquent clairement que la première baisse des taux d'intérêt approche. Lors de la présentation au Congrès du rapport semestriel de la politique monétaire, Jerome Powell a indiqué que le comité directeur de la Réserve Fédérale (FOMC) attend de renforcer sa conviction que l'inflation approche durablement des 2 %. Il a ajouté qu'« une fois que nous aurons acquis cette conviction — et ce moment approche — il sera approprié de commencer à réduire le niveau de restriction<sup>1</sup> ». Lors de la conférence de presse du 20 mars organisée à l'issue de la réunion du FOMC, le président de la Fed a réitéré le message que l'assouplissement monétaire commencerait cette année<sup>2</sup>. Au début de ce mois, Christine Lagarde avait souligné, lors de sa conférence de presse, que la BCE était en bonne voie d'atteindre son objectif d'inflation. Elle a toutefois indiqué que des statistiques supplémentaires seraient nécessaires avant d'avoir la certitude que l'objectif d'inflation serait atteint. « Nous en saurons un peu plus en avril, mais nous en saurons beaucoup plus en juin<sup>3</sup> ». Voilà qui répond à la question « facile » : — y aura-t-il une baisse des taux ? Mais qu'en est-il des questions « difficiles » : quel sera le nombre et le rythme de ces baisses de taux?, quel sera l'« autre » terminal, c'est-à-dire le taux auquel les banques centrales cesseront d'abaisser leurs taux directeurs<sup>4</sup>? De prime abord, les deux banques centrales ont le même discours : cela dépendra des statistiques. Toutefois, à y regarder de plus près, la communication de la BCE est plus opaque que celle de la Réserve fédérale. Lors de sa conférence de presse, Jerome Powell a fait référence au « dot plot », le graphique de projection des taux des membres du FOMC. « Si l'économie évolue comme prévu, le participant médian prévoit que le niveau approprié des taux des fonds fédéraux sera de 4,6 % à la fin de cette année, à 3,9 % au 31 décembre 2025 et à 3,1 % au 31 décembre 2026—ce qui reste au-dessus de la médiane des taux à plus long terme<sup>5</sup> ». Compte tenu de la dépendance aux statistiques de la politique, la trajectoire des taux directeurs décidée par la Fed serait sans nul doute différente si l'économie n'évoluait pas comme prévu. Néanmoins, le « dot plot » donne une indication claire du scénario de base adopté par les membres du FOMC, et il constitue un bon point de référence pour les agents économiques. Lors de la récente conférence « ECB watchers », Christine Lagarde a déclaré « Nous ne pouvons prendre aucun engagement sur les décisions futures de politique monétaire, aussi tentantes soient-elles, aussi désirables soient-elles pour certains d'entre vous. Si nous sommes fidèles à notre méthodologie et si nous appliquons ce principe avec rigueur, cela nous est impossible<sup>6</sup> ».

<sup>1</sup> Source : 'Fed Is 'Not Far' From Confidence Needed to Cut Rates, Powell Says, Bloomberg, le 7 mars 2024.

<sup>2</sup> "It will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year." Source : Réserve Fédérale, retranscription de la Conférence de presse de Jerome Powell, Président de la Réserve fédérale, le 20 mars 2024.

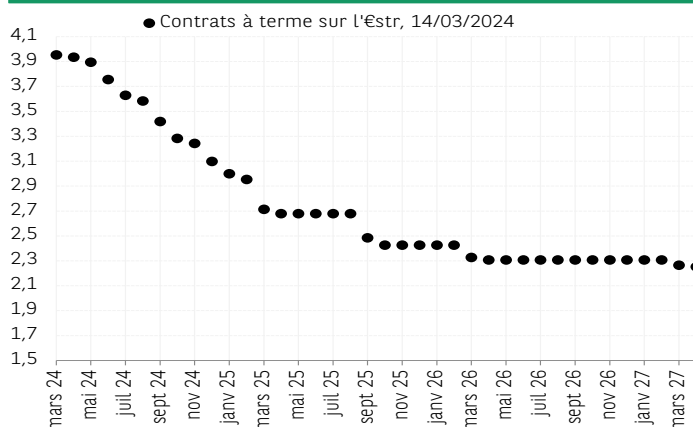
<sup>3</sup> Source : BCE, Déclaration de politique monétaire et conférence de presse, Christine Lagarde, Présidente de la BCE, Luis de Guindos, Vice-Président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, le 7 mars 2024.

<sup>4</sup> Le concept de taux d'équilibre a souvent été utilisé lors des phases de resserrement monétaire des banques centrales. Il correspond au point haut des taux directeurs dans cette phase du cycle d'activité.

<sup>5</sup> Source : Réserve fédérale, retranscription de la Conférence de presse du Président Jerome Powell, le 20 mars 2024.

<sup>6</sup> Retranscription de la vidéo de Bloomberg : Lagarde says BCE can't commit to cuts after likely June move, Bloomberg, le 20 mars 2024.

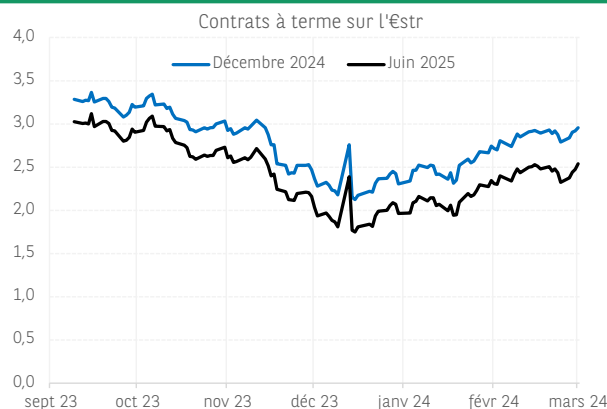
### CONTRATS À TERME SUR L'€STR



GRAPHIQUE 1

SOURCES : CME GROUP VIA BLOOMBERG & MACROBOND, BNP PARIBAS

### CONTRATS À TERME SUR L'€STR



GRAPHIQUE 2

SOURCES : CME GROUP VIA BLOOMBERG & MACROBOND, BNP PARIBAS



L'absence d'orientation sur les taux directeurs de la zone euro ( la BCE ne produit pas de « dot plot » ) soulève deux questions : cela a-t-il une importance, et, comment évaluer le niveau auquel l'assouplissement monétaire ramènera les taux ? En réponse à la première question, la publication des projections de taux d'intérêt doit en théorie avoir un impact positif sur la performance macroéconomique. Cette information devrait réduire le degré d'incertitude sur la trajectoire des baisses de taux futures. Par conséquent, les ménages et les entreprises pourraient être plus enclins à réagir à la perspective d'une baisse des taux induite par ces projections qu'à celle découlant des anticipations des marchés financiers, qui sont par nature plus volatils. L'incertitude sur les taux d'intérêt revêt une certaine importance compte tenu de son impact négatif sur les décisions des entreprises<sup>7</sup>. Il importe toutefois de garder à l'esprit qu'un changement majeur des projections de taux d'intérêt peut augmenter l'incertitude en prenant les marchés, les ménages et les entreprises à contre-pied. Pour la zone euro, dans la situation actuelle, il est plus pertinent de se demander quelle sera la trajectoire des baisses de taux dans le cycle actuel, dans l'hypothèse que les variables économiques clés (inflation, croissance, salaires, etc.) évoluent conformément aux dernières projections des équipes de la BCE. Il est possible d'adopter plusieurs approches (tableau). La première consiste à s'intéresser aux prévisions du consensus. D'après la dernière Enquête auprès des analystes monétaires de la BCE (mars 2024), le taux de rémunération des dépôts, qui se situe actuellement à 4,00 %, devrait tomber à 3,00 % à la fin de cette année, puis à 2,25 % au 31 décembre 2025, avant d'atteindre la projection à long terme de 2,00 % en 2027. La deuxième approche consiste à s'intéresser au *pricing* du marché. Sur la base de la courbe de terme du taux en euro à court terme (€STR), les marchés tablent sur une baisse du taux de rémunération des dépôts de 85 points de base (pb) d'ici à la fin de cette année et de 150 pb d'ici à fin 2025 (graphique 1). Toutefois, le *pricing* du marché peut enregistrer des fluctuations importantes, en réaction aux surprises dans les statistiques ou aux communications des membres du Directoire de la BCE. Comme le montre le graphique 2, sur la base des contrats à terme sur l'€STR, le taux d'intérêt implicite pour décembre 2024 a diminué d'environ 120 points de base au quatrième trimestre 2023, avant de remonter d'environ 80 points de base. De toute évidence, la stabilité du taux de rémunération des dépôts (la dernière hausse est intervenue lors de la réunion de septembre 2023 du Conseil des gouverneurs) n'a pas empêché les anticipations du marché d'être très volatiles.

En troisième lieu, une approche simple consiste à appliquer la baisse attendue de l'inflation au taux nominal de rémunération des dépôts. Une telle approche revient à supposer (implicitement) que le taux directeur réel actuel reste adapté dans le temps. Cela n'a pas de sens. Des taux d'intérêt réels élevés s'imposent lorsqu'il est nécessaire de juguler l'inflation, mais ils doivent ensuite être abaissés par le biais de réductions du taux directeur nominal supérieures à la baisse de l'inflation. Dans cette optique, une quatrième approche consiste à tenter de comprendre la fonction de réaction de la BCE. Les membres du Directoire ont maintes fois déclaré que cette fonction se fonde sur trois critères : les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la vigueur de la transmission monétaire<sup>8</sup>. Toutefois, cela ne répond pas à la question du calibrage : à quel moment le taux directeur nominal aura-t-il suffisamment baissé compte tenu des perspectives d'inflation et de l'environnement monétaire ? L'analyse historique est de peu d'utilité compte tenu du nombre limité de cycles d'assouplissement et de la spécificité de la conjoncture économique qui prévalait par le passé. Une approche plus logique, au moins en théorie, consiste à s'intéresser au taux neutre, c'est-à-dire au taux d'intérêt réel à court terme qui est cohérent avec un niveau d'activité correspondant à son niveau potentiel et avec une inflation stable et compatible avec l'objectif de la banque centrale. Ce taux étant impossible à observer, les estimations empiriques dépendent nécessairement des modèles et des hypothèses employés. Les recherches effectuées récemment par la BCE montrent que depuis le second semestre 2023, les estimations fondées sur des modèles « *se situent entre moins 0,75 % et 0,5 %* », l'estimation médiane se situant légèrement au-dessus de zéro<sup>9</sup>. Il est intéressant de noter que ce niveau est assez proche du taux réel implicite qui peut être déduit de l'Enquête auprès des analystes monétaires de la BCE, lequel table sur une inflation totale en ligne avec l'objectif de 2,00 % de la BCE au troisième trimestre 2025. Pour l'inflation sous-jacente, cette normalisation devrait intervenir avec un délai d'un trimestre. Cette enquête prévoit également que le taux de rémunération des dépôts de la BCE chutera à 2,25 % au quatrième trimestre 2025 et à 2,00 % au premier trimestre 2026.

Pour conclure, bien que la décision d'effectuer une première baisse des taux n'ait encore été prise par la BCE, il est important d'évaluer la rapidité et l'ampleur de l'assouplissement monétaire. S'agissant du niveau final du cycle d'assouplissement -l'autre taux terminal -, l'hypothèse d'une fourchette comprise entre 2,00 % et 2,50 % est pertinente.

William De Vijlder

7 D'après un Document de travail publié par la Banque de France, il apparaît que « *En présence d'une incertitude accrue sur les taux d'intérêt à court terme, les entreprises ont tendance à réduire leurs investissements futurs et leurs activités d'embauche. Elles adoptent également une approche plus prudente en augmentant leur liquidité et en réduisant les paiements de dividendes* ». Source : Anne Duquerry, Klodiana Istrefi et Sarah Mouabbi, Incertitude des taux d'intérêt et décisions des entreprises, Document de travail 18722 du CEPR, décembre 2023.

8 Source : Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : mise à jour, Bulletin économique de la BCE, numéro 1/2024. Entre 2014 et 2018, l'estimation médiane d'un large éventail de modèles est restée égale à zéro. Elle est devenue négative en 2019, et elle a chuté encore davantage pendant la pandémie de Covid-19 et dans les années qui l'ont suivie. Plus récemment, elle est repartie à la hausse pour atteindre un niveau légèrement supérieur à zéro.

9 Source : Estimations du taux d'intérêt naturel pour la zone euro : mise à jour, Bulletin économique de la BCE, numéro 1/2024. Entre 2014 et 2018, l'estimation médiane d'un large éventail de modèles est restée égale à zéro. Elle est devenue négative en 2019, et elle a chuté encore davantage pendant la pandémie de Covid-19 et dans les années qui l'ont suivie. Plus récemment, elle est repartie à la hausse pour atteindre un niveau légèrement supérieur à zéro.

#### ANTICIPER LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE : LES POINTS DE RÉFÉRENCES

Sujet	Commentaire
Prévisions consensuelles (Enquête de la BCE auprès des Analystes Monétaires)	
Attentes fondées sur les prix du marché	Ces attentes peuvent être très variables
On suppose que la baisse prévue du taux directeur correspond à la baisse prévue de l'inflation de base	Cela suppose l'hypothèse d'un taux directeur réel stable, ce qui est discutable
Recherche de points de référence historiques pour les taux directeurs réels	Nombre limité de cycles d'assouplissement, dont chacun était spécifique
Examen des trois critères de la fonction de réaction de la BCE : perspectives d'inflation, dynamique de l'inflation sous-jacente, force de la transmission monétaire	La manière dont ils influenceront les décisions n'est pas claire
Utiliser le taux neutre comme point de référence	Large éventail d'estimations de taux neutres





## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 8-3-24 au 15-3-24

↗ CAC 40	8 028	8 164	+1.7 %		
↘ S&P 500	5 124	5 117	-0.1 %		
↘ Volatilité (VIX)	14.7	14.4	-0.3 pb		
↘ Euribor 3m (%)	3.94	3.93	-1.2 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	5.58	5.59	+0.9 pb		
↗ OAT 10a (%)	2.71	2.88	+16.9 pb		
↗ Bund 10a (%)	2.25	2.42	+17.3 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	4.09	4.32	+23.0 pb		
↘ Euro vs dollar	1.10	1.09	-0.7 %		
↘ Or (once, \$)	2 173	2 162	-0.5 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	82.2	85.4	+4.0 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

		+haut 24	-bas 24		
€ BCE	4.50	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	3.93	3.97	le 18/01	3.88	le 01/02
Euribor 12m	3.71	3.75	le 05/03	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	5.33	5.33	le 06/03	5.31	le 16/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01

Au 15-3-24

Rendements (%)

		+haut 24	-bas 24		
€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64	le 01/01
Bund 2a	3.04	3.04	le 15/03	2.53	le 01/02
Bund 10a	2.42	2.44	le 28/02	2.02	le 03/01
OAT 10a	2.88	2.88	le 01/03	2.47	le 01/01
Corp. BBB	3.96	4.06	le 28/02	3.75	le 01/01
\$ Treas. 2a	4.78	4.78	le 15/03	4.22	le 15/01
Treas. 10a	4.32	4.34	le 21/02	3.86	le 01/02
High Yield	7.81	8.10	le 05/01	7.73	le 13/03
£ Gilt. 2a	4.62	4.68	le 13/02	3.98	le 01/01
Gilt. 10a	4.10	4.22	le 13/02	3.60	le 01/01

Au 15-3-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24	-bas 24	2024	
USD	1.09	1.10	le 01/01	1.07	le 13/02 -1.4%
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 13/02 -1.4%
CHF	0.96	0.96	le 15/03	0.93	le 08/01 +3.5%
JPY	162.38	163.58	le 26/02	155.33	le 02/01 +4.3%
AUD	1.66	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01 +2.4%
CNY	7.84	7.88	le 08/03	7.71	le 13/02 +0.0%
BRL	5.44	5.45	le 08/03	5.31	le 13/02 +1.4%
RUB	100.96	102.67	le 23/02	95.72	le 19/01 +2.2%
INR	90.25	91.92	le 01/01	88.97	le 13/02 -1.8%

Au 15-3-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24	-bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	85.4	85.4	le 15/03	75.8	le 08/01 +10.0% +11.6%
Or (once)	2 162	2 185	le 11/03	1 989	le 14/02 +4.7% +6.2%
Métaux, LMEX	3 894	3 894	le 15/03	3 558	le 09/02 +3.5% +5.0%
Cuivre (tonne)	8 969	8 969	le 15/03	8 065	le 09/02 +6.0% +7.5%
Blé (tonne)	191	2.3	le 01/01	191	le 15/03 -18.0% -16.8%
Maïs (tonne)	160	1.7	le 01/01	148	le 23/02 -8.1% -6.8%

Au 15-3-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	-bas 24	2024	
<b>Monde</b>					
MSCI Monde	3 363	3 397	le 12/03	3 114	le 04/01 +6.1%
<b>Amérique du Nord</b>					
S&P500	5 117	5 175	le 12/03	4 689	le 04/01 +7.3%
<b>Europe</b>					
EuroStoxx50	4 986	5 001	le 13/03	4 403	le 17/01 +10.3%
CAC 40	8 164	8 164	le 15/03	7 319	le 17/01 +8.2%
DAX 30	17 937	17 965	le 12/03	16 432	le 17/01 +7.1%
IBEX 35	10 598	10 598	le 15/03	9 858	le 19/01 +4.9%
FTSE100	7 727	7 772	le 13/03	7 446	le 17/01 -0.1%
<b>Asie Pacifique</b>					
MSCI, loc.	1 360	1 388	le 08/03	1 242	le 03/01 +9.0%
Nikkei	38 708	40 109	le 04/03	33 288	le 04/01 +15.7%
<b>Emergents</b>					
MSCI Emergents (\$)	1 035	1 049	le 12/03	958	le 17/01 +1.1%
Chine	55	56	le 12/03	49	le 22/01 -1.0%
Inde	961	989	le 07/03	915	le 03/01 +3.9%
Brsil	1 634	1 800	le 01/01	1 634	le 15/03 -6.7%

Au 15-3-24

Variations

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

	Année 2024 au 15-3, €		Année 2024 au 15-3, \$
Automobile	+12.1%		+15.1%
Technologie	+10.7%		+14.5%
Bs. de conso.	+9.7%		+12.8%
Voyages & loisirs	+9.5%		+12.5%
Médias	+9.5%		+9.3%
Assurances	+9.2%		+8.8%
Industrie	+8.2%		+8.6%
Banques	+8.2%		+8.2%
Santé	+6.4%		+7.4%
Indice	+5.4%		+7.4%
Construction	+5.3%		+6.1%
Chimie	+2.2%		+5.9%
Distribution	+2.2%		+5.0%
Télécoms	+0.4%		+4.2%
Pétrole & gaz	-0.2%		+3.5%
Agroalimentaire	-1.4%		+1.8%
Scs collectivités	-1.4%		+1.3%
Matières premières	-0.8%		+0.9%
Foncières	-9.1%		-25.8%
Assurances			
Distribution			
Construction			
Technologie			
Pétrole & gaz			
Scs financiers			
Indice			
Banques			
Industrie			
Santé			
Chimie			
Voyages & loisirs			
Pdts ménagers & soins			
Télécoms			
Médias			
Matières premières			
Scs collectivités			
Agroalimentaire			
Automobile			

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

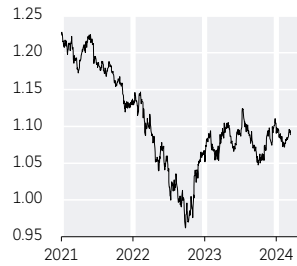


BNP PARIBAS

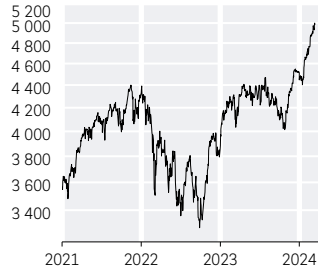
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



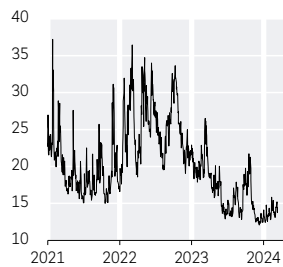
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



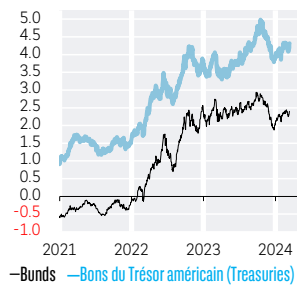
**MSCI MONDE (USD)**



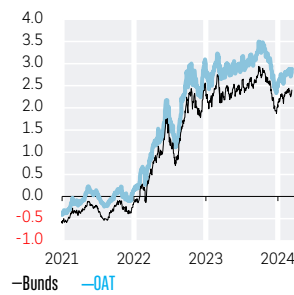
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 15-3

3.94%	Grèce	151 pb
3.70%	Italie	127 pb
3.24%	Espagne	81 pb
3.00%	Portugal	57 pb
2.88%	France	46 pb
2.88%	Autriche	45 pb
2.88%	Belgique	45 pb
2.84%	Finlande	42 pb
2.68%	P-Bas	26 pb
2.68%	Irlande	25 pb
2.42%	Allemagne	

**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## CHINE : EN ATTENTE

Les indicateurs économiques pour les deux premiers mois de 2024 attestent d'une légère amélioration de l'activité, principalement tirée par le secteur manufacturier exportateur.

La croissance de la production industrielle a atteint +7% en g.a. en volume en janvier-février 2024 contre +6% au T4 2023, et l'investissement manufacturier s'est également légèrement renforcé. Il s'est accru de +9,4% en g.a. en valeur sur les deux premiers mois, après +6,5% sur l'ensemble de 2023.

L'activité dans le secteur manufacturier est largement soutenue par les exportations de marchandises, qui ont regagné de la vigueur depuis l'automne. En janvier-février 2024, les exportations ont même rebondi de +7,1% en g.a. en dollars courants. La croissance des importations de marchandises s'est également redressée (+3,5% en g.a.). La hausse des exportations a concerné l'ensemble des marchés partenaires de la Chine et profité à une large gamme de produits, allant des biens de consommation à faible valeur ajoutée aux biens de « technologie verte ».

En revanche, la morosité demeure dans les secteurs dépendant du marché intérieur. La croissance de l'activité dans les services a atteint +5,8% en g.a. en janvier-février 2024, contre +8,5% au T4 2023. La consommation des ménages ne s'est pas renforcée, avec une hausse des ventes au détail en volume de seulement 6% environ sur les deux premiers mois de l'année (après +8,7% en g.a. au T4 2023). Reflet de la faiblesse de la demande intérieure et du déséquilibre entre offre et demande, l'inflation des prix à la consommation était légèrement négative au T4 2023 (-0,3% en g.a.) et quasi nulle en moyenne en janvier-février 2024.

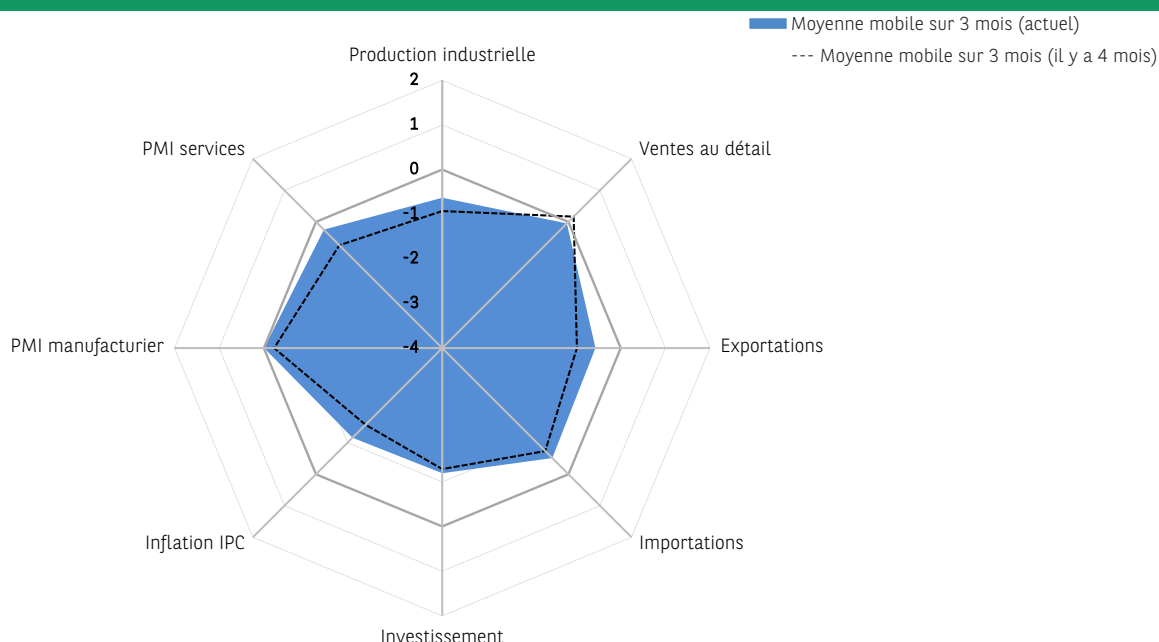
Les mêmes facteurs expliquent la frilosité des consommateurs depuis plusieurs mois : grave crise du secteur immobilier, effets de richesse négatifs liés à la baisse des prix des logements (-10% en moyenne depuis mi-2021 dans les 70 principales villes de Chine) et à la chute des cours boursiers depuis 2021, inquiétudes quant aux perspectives d'évolution de l'emploi et des revenus. Le taux de chômage dans les zones urbaines a d'ailleurs de nouveau légèrement augmenté en début d'année, passant de 5,1% en décembre à 5,3% en février. Il est notamment tiré par la hausse du taux de chômage des 16-24 ans (passé de 14,9% en décembre à 15,3% en février, selon la nouvelle série publiée depuis trois mois).

Dans le secteur immobilier, la baisse de l'investissement s'est poursuivie en janvier-février (-9% en g.a.). De même, les volumes de transactions immobilières, les mises en chantier et les chantiers en construction ont tous continué de se contracter fortement depuis le début de l'année.

Les mesures de soutien monétaire et budgétaire mises en œuvre par les autorités depuis l'été 2023 ont donc eu des effets relativement limités sur l'activité. Toutefois, la relance budgétaire a récemment pris plus d'ampleur, contribuant à l'accélération des dépenses publiques et de l'investissement dans les projets d'infrastructure. Ces tendances devraient se poursuivre à très court terme.

Christine Peltier

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire semble désormais écartée face à la résilience d'une économie qui a encore progressé de 0,8% t/t au T4 2023 et 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année, portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Notre scénario central table sur une croissance de +2,8% en moyenne annuelle en 2024, grâce à des facteurs tels que l'acquis de croissance et la progression attendue des revenus réels, avec un ralentissement au second semestre. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, et cette dernière devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Ce tableau ouvre la voie à un assouplissement de la part de la Fed, qui peut entrevoir un atterrissage en douceur de l'économie américaine et amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de juin.

## CHINE

En 2023, le rebond post-Covid de l'activité économique a été moins robuste qu'initialement espéré. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des ménages et des investisseurs privés. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, des défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Ces freins à la croissance ont persisté en début d'année 2024. Toutefois, l'activité s'est légèrement améliorée, tirée par le secteur manufacturier exportateur et soutenue par des mesures de relance budgétaire. A court terme, le regain de vigueur des exportations chinoises devrait se confirmer. Par ailleurs, les autorités devraient continuer d'assouplir la politique économique, condition indispensable pour tenter d'approcher la cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024. L'inflation restera faible. La marge de manœuvre du gouvernement et de la banque centrale reste en revanche contrainte par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

## ZONE EURO

Le PIB de la zone euro s'est très légèrement contracté au second semestre 2023 selon les dernières données d'Eurostat. La croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. L'activité devrait légèrement progresser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. Ce recul 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 soutenue par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

## FRANCE

La croissance a été nulle au 3e trimestre (0% t/t) et très faible au 4e trimestre 2023 (0,1% t/t), après un T2 (+0,6% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Au T4, l'investissement des entreprises a subi une contraction (après plusieurs trimestres de hausse), tout comme l'investissement des ménages, tandis que leur consommation a stagné. Si l'inflation a diminué (3,1% a/a en février 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T1, nous tablons donc sur une croissance de 0,1% t/t. Au global, la croissance est attendue à 0,7% en 2024 (après 0,9% en 2023).

## TAUX & CHANGE

Les premières baisses de taux directeurs se profilent un peu plus nettement. Elles interviendraient, d'après nos prévisions, en juin pour la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre. La Réserve fédérale et la BCE déclarent, en particulier, être près de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Le risque le plus important est toutefois que l'inflation s'avère plus résistante qu'anticipé, ce qui décalerait dans le temps l'assouplissement monétaire. Nous anticipons trois baisses de taux de 25 points de base de la part de la Fed d'ici la fin de 2024, quatre pour la BCE et la Banque d'Angleterre. 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'États reste globalement inchangé. La BoJ a également réduit ses achats d'obligations d'entreprises et de papiers commerciaux tout en mettant fin à ses opérations de rachat d'ETF et de J-REITs. Nous prévoyons toutefois 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.

Nous restons fondamentalement baissiers sur le dollar mais la force de la croissance américaine conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait plus nettement se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ et du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger.

### 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	2,8	1,8	8,0	4,1	3,1	2,8
Japon	0,9	1,9	0,4	0,9	2,5	3,2	2,3	2,0
Royaume-Uni	4,4	0,1	0,1	1,2	9,1	7,4	2,1	2,2
Zone euro	3,4	0,5	0,7	1,7	8,4	5,4	2,3	2,1
Allemagne	1,9	-0,1	0,0	1,4	8,7	6,0	2,3	2,1
France	2,5	0,9	0,7	1,4	5,9	5,7	2,4	1,8
Italie	3,9	0,9	0,9	1,4	8,7	5,9	1,2	1,8
Espagne	5,8	2,5	2,0	2,1	8,3	3,4	2,7	2,0
Chine	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,2	-0,1	1,2
Inde*	7,2	7,5	8,1	7,1	6,7	6,7	5,5	4,8
Brésil	2,9	2,9	1,8	1,8	9,3	4,6	3,9	3,8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 22 mars 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
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,25	5,00	4,75	4,25	4,00
	Treas. 10a	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20
	Taux de dépôt	3,75	3,25	3,00	2,50	2,50
Zone euro	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	5,00	4,50	4,25	3,75	3,25
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,70	3,55	3,65
Japon	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		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD	EUR / USD	1,10	1,10	1,10	1,12	1,14
	USD / JPY	146	144	142	137	133
	GBP / USD	1,31	1,33	1,33	1,35	1,37
EUR	EUR / GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	161	158	156	153	152

Pétrole		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	80	85	83	81	82

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

Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 12 mars 2024



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">Le Petit Atlas De L'économie Française - Mars 2024</a>	EcoAtlas	21 mars 2024
<a href="#">Inversion de la courbe des taux et récessions aux États-Unis : un signal avancé, habituellement</a>	EcoTV	21 mars 2024
<a href="#">QT de la Fed : les vendeurs d'hier sont-ils les acheteurs d'aujourd'hui ?</a>	Graphique de la Semaine	20 mars 2024
<a href="#">Sociétés non financières : les impôts de production atteignent toujours 2,6% du PIB français</a>	EcoFlash	20 mars 2024
<a href="#">Économie mondiale   Perspectives cycliques : les inconnues connues</a>	EcoWeek	19 mars 2024
<a href="#">Canada : En manque de carburant</a>	EcoFlash	19 mars 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation mars 2024   Résistance à la baisse</a>	EcoCharts	15 mars 2024
<a href="#">Croissance française : go !</a>	EcoTV	14 mars 2024
<a href="#">France, emploi des jeunes : vers une détérioration plus marquée ?</a>	Graphique de la Semaine	13 mars 2024
<a href="#">Zone euro   L'euro numérique et le rôle d'ancrage de la monnaie de banque centrale</a>	EcoWeek	13 mars 2024
<a href="#">Audiobrief   Le déficit de la balance commerciale française : une France relativement désindustrialisée, mais qui investit</a>	Podcast- En éco dans le texte	12 mars 2024
<a href="#">Union européenne : un futur entre vieillissement et verdissement</a>	Graphique de la Semaine	7 mars 2024
<a href="#">Zone euro : le printemps économique viendra, mais à petits pas</a>	EcoWeek	5 mars 2024
<a href="#">Février 2024</a>	Ecopulse	1er mars 2024
<a href="#">Tunisie : sombres perspectives</a>	Graphique de la Semaine	28 février 2024
<a href="#">États-Unis : les conséquences économiques de la polarisation politique</a>	EcoWeek	26 février 2024
<a href="#">Royaume-Uni : un budget de printemps sans marge de manœuvre</a>	EcoTV	23 février 2024
<a href="#">France : certaines grandes entreprises réarbitrent en faveur des financements de marché</a>	Graphique de la semaine	21 février 2024
<a href="#">Relever le défi de la dette publique au sein de l'UE : le rôle de la nouvelle gouvernance économique</a>	EcoWeek	20 février 2024
<a href="#">Zone euro : dynamique positive du climat des affaires, mais attention aux prix</a>	EcoTV	15 février 2024
<a href="#">Électricité européenne : le verdissement s'accélère</a>	Graphique de la semaine	14 février 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, Grèce - 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

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://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

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

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



Bulletin 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: Tualek Photography



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change