

“ Les entreprises américaines affichant des bilans déjà faibles sont beaucoup plus sensibles à des taux d'intérêt durablement élevés ou à un effondrement de la croissance. Cette situation pourrait avoir des répercussions sur l'économie dans son ensemble par le biais des relations clients-fournisseurs, du marché du travail, et pourrait même avoir un effet de contagion sur les marchés des obligations d'entreprises. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 2).

---

## 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.



## ÉTATS-UNIS : RÉSILIENCE DE L'ÉCONOMIE MALGRÉ DES TAUX PLUS ÉLEVÉS. LE RÔLE DE LA SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES (PARTIE 2)

Aux US, face à l'augmentation significative des taux d'intérêt officiels, les entreprises ont affiché une résilience surprenante. Cette résilience peut-elle perdurer dans un environnement de « taux élevés plus longtemps » ? Le dernier Rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière se veut rassurant. Ce rapport établit une comparaison entre les rendements et les spreads des obligations privées par rapport à leur distribution historique. Par ailleurs, la résilience des résultats confère aux entreprises une forte capacité à assurer le service de leur dette. Ce constat résiste-t-il à un scénario de stress ? Un rapport publié récemment par la Réserve fédérale conclue que sauf crise économique aiguë, les entreprises cotées américaines sont globalement en capacité d'assurer le service de leur dette face à des taux d'intérêt durablement élevés. Logiquement, les entreprises affichant des bilans déjà faibles sont beaucoup plus sensibles à des taux d'intérêt durablement élevés ou à un effondrement de la croissance. Une telle évolution pourrait avoir des répercussions sur l'ensemble de l'économie par le biais des relations client-fournisseur, du marché du travail et, éventuellement, d'un effet de contagion sur le marché des obligations d'entreprises.

Comme nous l'avons souligné dans l'EcoWeek de la semaine dernière <sup>1</sup>, les entreprises américaines ont affiché une grande résilience face à l'augmentation significative des taux d'intérêt officiels. Cette résilience s'est appuyée sur différents facteurs financiers : rentabilité, trésorerie accumulée au cours de la pandémie de COVID-19, assouplissement des conditions de financement sur les marchés, important volume d'émission de dette dont le taux fixe bas a été figé lors de la pandémie. Le rôle croissant des immobilisations incorporelles contribue également à cette situation car ces dernières sont moins sensibles aux taux d'intérêt, ce qui affaiblit les mécanismes de transmission monétaire.

Cette résilience peut-elle perdurer dans un environnement de « taux élevés plus longtemps » ? Le dernier Rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière<sup>2</sup> publié en avril, se veut rassurant. Les rendements des obligations de la catégorie investissement et de la catégorie spéculative se situent non loin de la médiane de leurs distributions historiques respectives. Les différentiels de rendement (*spreads*) sur les obligations d'entreprises se sont resserrés jusqu'à des niveaux bas par rapport à leurs distributions historiques. La prime obligataire excédentaire (qui mesure l'écart entre les *spreads* sur les obligations d'entreprises et les pertes de crédit attendues) est restée proche de sa moyenne historique. Par ailleurs, les ratios de couverture des frais financiers (résultats avant frais financiers et impôts rapportés aux frais financiers) révèlent une « capacité de service de la dette robuste, qui reflète la résilience des résultats ».

À l'avenir, néanmoins, cette situation devra être suivie de près en raison du ralentissement de l'économie (comme en atteste la baisse des taux de recrutement et de la croissance des créations d'emplois non agricoles) sans pour autant que l'inflation ralentisse, d'où la décision du comité directeur de la Réserve fédérale (FOMC) de différer ses baisses de taux. En outre, d'après la Réserve fédérale, « les prévisions de défauts à 12 mois sont restées assez élevées par rapport à leur tendance historique », et la vulnérabilité des petites et moyennes entreprises non cotées tend à augmenter.

En outre, une certaine inquiétude subsiste quant à l'effet retardé des hausses de taux antérieures. L'année dernière, une analyse réalisée par la Réserve fédérale de Boston<sup>3</sup> soulignait que, historiquement, l'effet de transmission de la hausse des taux d'intérêt officiels sur les frais financiers des entreprises se faisait ressentir avec un retard d'environ cinq trimestres. Et ce, compte tenu de la part relativement limitée de la dette des entreprises souscrite à taux variable, de sorte que l'effet de transmission dépend de la dette à taux fixe qui parvient à échéance et qui doit être refinancée. Compte tenu de ce retard, une hausse de la charge d'intérêt paraît inévitable dans la mesure où la dernière hausse des taux directeurs décidée par le FOMC remonte à la réunion de juillet 2023. Ces hausses pourraient donc avoir un impact négatif plus marqué sur les décisions d'investissement et de recrutement dans les trimestres à venir. Cette situation pourrait également compliquer l'accès des entreprises au financement dans la mesure où « de nombreux contrats de dette comportent des clauses assorties d'indicateurs de performance qui imposent aux entreprises de respecter certains seuils, si bien que la hausse des charges d'intérêt peut causer certaines difficultés aux entreprises voire, en cas de non-respect des clauses financières, des défauts purs et simples ». Une analyse effectuée récemment par la Réserve fédérale de Kansas City<sup>4</sup> fournit une estimation chiffrée des montants considérables de dette à taux fixe qui parviendra à échéance au cours des prochaines années. De fait, cette dette devra être refinancée à des taux beaucoup plus élevés qu'auparavant. Pourtant, les auteurs parviennent à la conclusion que « la plupart des entreprises affichent des ratios de couverture des frais financiers sains, ce qui semble indiquer qu'elles devraient pouvoir faire face à la hausse des coûts de service de la dette aussi longtemps que leurs résultats demeurent stables ».

L'emploi de l'expression « aussi longtemps que » nous rappelle l'interdépendance qui prévaut entre les taux directeurs, les coûts d'emprunt, le chiffre d'affaires et les résultats des entreprises, la couverture des frais financiers, les décisions de recrutement, etc.

<sup>1</sup> États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 1) (<https://economic-research.bnpparibas.com>) 22 mai 2024. Outre la résilience des entreprises, la résilience des ménages est également remarquable et a contribué à la bonne performance de l'économie américaine (États-Unis : résilience économique malgré des taux plus élevés. Le rôle des finances des ménages (<https://economic-research.bnpparibas.com>), 14 mai 2024).

<sup>2</sup> Source : Rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière, avril 2024.

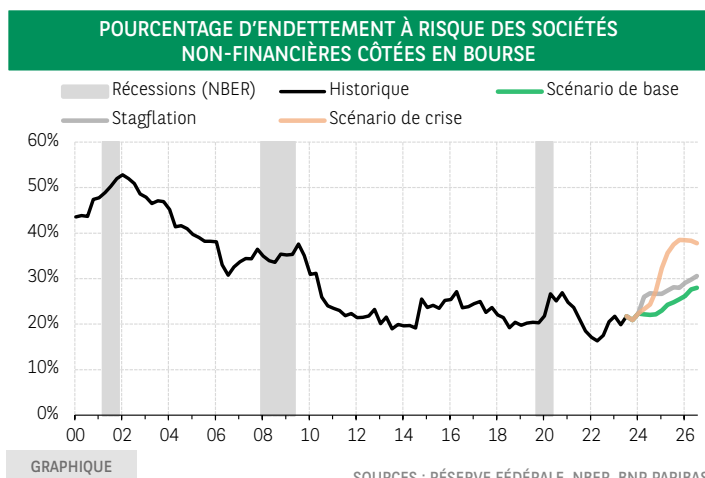
<sup>3</sup> Source : Falk Bräuning, Gustavo Joaquim, et Hillary Stein, *Interest Expenses, Coverage Ratio, and Firm Distress*, Banque de Réserve fédérale de Boston, Perspectives actuelles de politique monétaire, 29 août 2023.

<sup>4</sup> Source : Huijin Bi, W. Blake Marsh, et Phillip An, *Corporate Interest Expenses Are Expected to Increase Further*, Bulletin économique, Banque de Réserve fédérale de Kansas City, 2 février 2024.



À cela s'ajoutent les effets de transmission retardés des hausses des taux antérieures ainsi que l'hétérogénéité qui prévaut d'une entreprise à l'autre en termes de résilience financière. Il est donc très difficile de juger de la pérennité de la résilience affichée à l'heure actuelle par les entreprises. Un document publié récemment<sup>5</sup> par la Réserve fédérale permet cependant d'apporter des éléments de réponse à cette question. Ce document se fonde sur les ratios de couverture des frais financiers pour évaluer la sensibilité aux hausses de taux des entreprises non financières cotées américaines à partir de plusieurs scénarios macro-économiques élaborés par Moody's. Ces scénarios prennent en compte les projections de croissance des résultats des entreprises, des rendements des bons du Trésor américain, des *spreads* obligataires, du taux des fonds fédéraux, de la croissance des obligations d'entreprises et des prêts en circulation ainsi que de la structure de maturité de la dette et donc des besoins de refinancement futurs des entreprises.

Les auteurs parviennent à la conclusion que grâce à des bilans solides et à des besoins de refinancement à court terme modérés, « la capacité de service de la dette des entreprises cotées américaines dans son ensemble est robuste face à des taux d'intérêt durablement élevés, tant dans un scénario d'atterrissage en douceur (scénario de base) que dans un scénario de stagflation assortie d'une crise économique modérée ». Ce constat s'applique également, en moyenne, aux entreprises de catégorie spéculative. Toutefois, une crise économique sévère, compte tenu de la forte baisse des résultats qu'elle entraînerait, « conduirait globalement à une détérioration marquée des ratios de couverture des intérêts anticipés jusqu'à des niveaux comparables à ceux observés au cours des récessions de 2008-09 et 2020 » (cf. graphique). Enfin, dans le cas particulier des entreprises affichant des bilans déjà faibles, des taux d'intérêt durablement élevés entraîneraient une détérioration significative de leur qualité de crédit. Ce constat s'appliquerait également à « certaines grandes entreprises de la catégorie investissement qui ont été jusqu'à présent relativement épargnées par les effets de la hausse des taux en vertu de la part de leur dette souscrite à taux fixe ». Dans un tel scénario, la part de la dette risquée<sup>6</sup> augmenterait fortement au cours des deux à trois prochaines années même si les résultats restaient résilients.



On peut craindre qu'une telle évolution ait des répercussions sur l'économie dans son ensemble, conduisant les entreprises confrontées à des difficultés financières à réduire leurs recrutements et leurs dépenses, ce qui influerait sur les ménages et sur les fournisseurs par la même occasion. Par ailleurs, il existe un risque d'effet de contagion, la hausse des *spreads* sur les obligations d'entreprises des émetteurs en difficulté déclenchant un élargissement des *spreads* des émetteurs de meilleure qualité.

William De Vijlder

<sup>5</sup> Kadyrzhanova, Dalida, Ander Perez-Orive, et Eliezer Singer (2024). *Stress Testing the Corporate Debt Servicing Capacity: A Scenario Analysis*, FEDS Notes. Washington : Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, 9 mai 2024.

<sup>6</sup> La part (en %) de la dette risquée correspond à la part (en %) de la dette assortie d'un ratio de couverture des frais financiers < 2.



Les entreprises américaines affichant des bilans déjà faibles sont beaucoup plus sensibles à des taux d'intérêt durablement élevés ou à un effondrement de la croissance. Cette situation pourrait avoir des répercussions sur l'économie dans son ensemble par le biais des relations clients-fournisseurs, du marché du travail, et pourrait même avoir un effet de contagion sur les marchés des obligations d'entreprises.



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

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

▼ CAC 40	8 168	▶ 8 095	-0.9 %			
▲ S&P 500	5 303	▶ 5 305	+0.0 %			
▼ Volatilité (VIX)	12.0	▶ 11.9	-0.1 pb			
▼ Euribor 3m (%)	3.83	▶ 3.81	-2.2 pb			
▲ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.60	+1.7 pb			
▲ OAT 10a (%)	2.98	▶ 3.06	+7.9 pb			
▲ Bund 10a (%)	2.50	▶ 2.57	+6.8 pb			
▲ US Tr. 10a (%)	4.43	▶ 4.47	+4.4 pb			
▼ Euro vs dollar	1.09	▶ 1.08	-0.3 %			
▼ Or (once, \$)	2 408	▶ 2 339	-2.9 %			
▼ Pétrole (Brent, \$)	83.7	▶ 81.7	-2.3 %			

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ 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	3.81	3.97	le 18/01	3.79	le 07/05	
Euribor 12m	3.73	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	5.60	le 27/02	5.53	le 01/02	
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	
Libor 3m	5.30	5.33	le 06/03	5.30	le 22/03	
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	

Au 24-5-24

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64	le 01/01	
Bund 2a	3.23	3.23	le 24/05	2.53	le 01/02	
Bund 10a	2.57	2.61	le 25/04	2.02	le 03/01	
OAT 10a	3.06	3.13	le 25/04	2.47	le 01/01	
Corp. BBB	4.07	4.11	le 25/04	3.75	le 01/01	
\$ Treas. 2a	4.94	5.10	le 30/04	4.22	le 15/01	
Treas. 10a	4.47	4.70	le 25/04	3.86	le 01/02	
High Yield	7.90	8.24	le 16/04	7.73	le 13/03	
£ Gilt. 2a	4.90	4.90	le 23/05	3.98	le 01/01	
Gilt. 10a	4.26	4.37	le 01/05	3.60	le 01/01	

Au 24-5-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.06	le 15/04	-1.8%
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 13/02	-1.7%
CHF	0.99	0.99	le 24/05	0.93	le 08/01	+6.7%
JPY	170.26	170.26	le 24/05	155.33	le 02/01	+9.3%
AUD	1.64	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01	+1.1%
CNY	7.86	7.88	le 08/03	7.69	le 15/04	+0.3%
BRL	5.59	5.61	le 16/04	5.31	le 13/02	+4.1%
RUB	96.85	102.67	le 23/02	95.72	le 19/01	-1.9%
INR	90.13	91.92	le 01/01	88.68	le 12/04	-2.0%

Au 24-5-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	81.7	91.6	le 12/04	75.8	le 08/01	+5.2% +7.1%
Or (once)	2 339	2 432	le 21/05	1 989	le 14/02	+13.3% +15.4%
Métaux, LME	4 463	4 652	le 21/05	3 558	le 09/02	+18.6% +20.8%
Cuivre (tonne)	10 205	10 801	le 20/05	8 065	le 09/02	+20.6% +22.8%
Blé (tonne)	252	2.5	le 24/05	191	le 15/03	+8.5% +10.5%
Mais (tonne)	172	1.7	le 13/05	148	le 23/02	-1.6% +0.2%

Au 24-5-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours					
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	3 462	3 480	le 21/05	3 114	le 04/01	+9.2%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	5 305	5 321	le 21/05	4 689	le 04/01	+11.2%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	5 035	5 101	le 15/05	4 403	le 17/01	+11.4%
CAC 40	8 095	8 240	le 15/05	7 319	le 17/01	+7.3%
DAX 30	18 693	18 869	le 15/05	16 432	le 17/01	+11.6%
IBEX 35	11 246	11 363	le 15/05	9 858	le 19/01	+11.3%
FTSE100	8 318	8 446	le 15/05	7 446	le 17/01	+7.6%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 395	1 415	le 22/03	1 242	le 03/01	+11.8%
Nikkei	38 646	40 888	le 22/03	33 288	le 04/01	+15.5%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 083	1 102	le 20/05	958	le 17/01	+5.8%
Chine	61	64	le 20/05	49	le 22/01	+10.1%
Inde	1 031	1 031	le 24/05	915	le 03/01	+11.7%
Bésil	1 525	1 800	le 01/01	1 523	le 16/04	-10.1%

Au 24-5-24

Variations

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

<b>Année 2024 au 24-5, €</b>				
+19.7%	Banques	+22.2%	Technologie	
+15.3%	Technologie	+18.0%	Construction	
+15.2%	Médias	+15.4%	Distribution	
+13.9%	Industrie	+15.4%	Assurances	
+10.5%	Santé	+15.3%	Banques	
+9.3%	Assurances	+14.9%	Scs collectivités	
+8.7%	Indice	+12.7%	Indice	
+8.6%	Distribution	+10.9%	Scs financiers	
+7.6%	Construction	+10.8%	Pétrole & gaz	
+6.2%	Matières premières	+9.3%	Matières premières	
+5.2%	Pétrole & gaz	+9.2%	Industrie	
+5.1%	Automobile	+7.1%	Santé	
+5.0%	Bs. de conso.	+6.5%	Télécoms	
+2.8%	Télécoms	+5.6%	Chimie	
+2.1%	Voyages & loisirs	+4.1%	Pdts ménagers & soins	
-0.3%	Chimie	+3.6%	Agroalimentaire	
-1.5%	Agroalimentaire	+2.7%	Voyages & loisirs	
-3.1%	Foncières	-0.9%	Médias	
-3.3%	Scs collectivités	-20.2%	Automobile	

Année 2024 au 24-5, \$

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

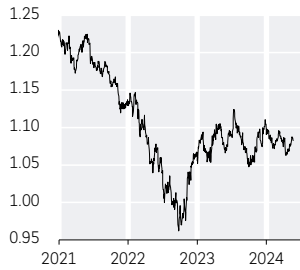


BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



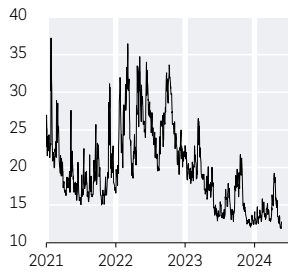
**EUROSTOXX50**



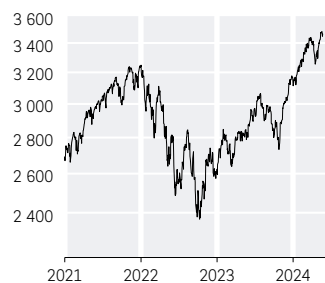
**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



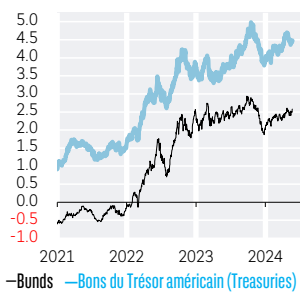
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

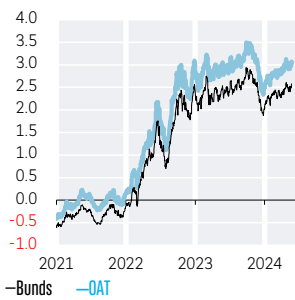


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 24-5

4.07%	Grèce	150 pb
3.86%	Italie	129 pb
3.35%	Espagne	78 pb
3.15%	Portugal	58 pb
3.07%	Autriche	50 pb
3.06%	France	49 pb
3.04%	Finlande	47 pb
3.03%	Belgique	46 pb
2.88%	P-Bas	31 pb
2.84%	Irlande	27 pb
2.57%	Allemagne	

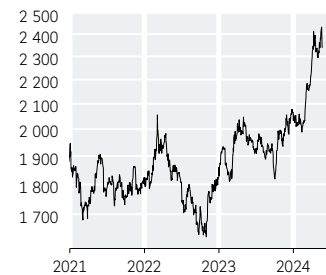
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## CHINE : NOUVEAU SOUTIEN AU SECTEUR IMMOBILIER

La dynamique de l'économie chinoise reste caractérisée par des divergences sectorielles et par la morosité de la demande intérieure privée. Comme l'illustre notre graphique ci-dessous, l'activité dans le secteur manufacturier a gagné en vigueur sur la période février-avril 2024 par rapport aux trois mois précédents, alors que l'activité dans le secteur des services ne s'est pas renforcée.

La production industrielle a augmenté de +6,7% en glissement annuel (g.a.) en avril 2024 et de +6,3% en g.a. sur les quatre premiers mois de l'année. Ce taux de croissance est proche des taux enregistrés pendant les années pré-Covid. L'activité industrielle est notamment tirée par la production de biens destinés à l'exportation dans les secteurs high-tech et de technologie verte ; la production de puces électroniques a par exemple bondi de +37% en g.a. en janvier-avril et celle de véhicules électriques de +32%. Les volumes d'exportations de marchandises ont atteint des niveaux records, et les entreprises chinoises ont gagné des parts de marché grâce à la baisse de leurs prix de vente. En conséquence, les exportations mesurées en dollars courants ont enregistré une hausse très modeste sur les quatre premiers mois de 2024 (+2% en g.a.).

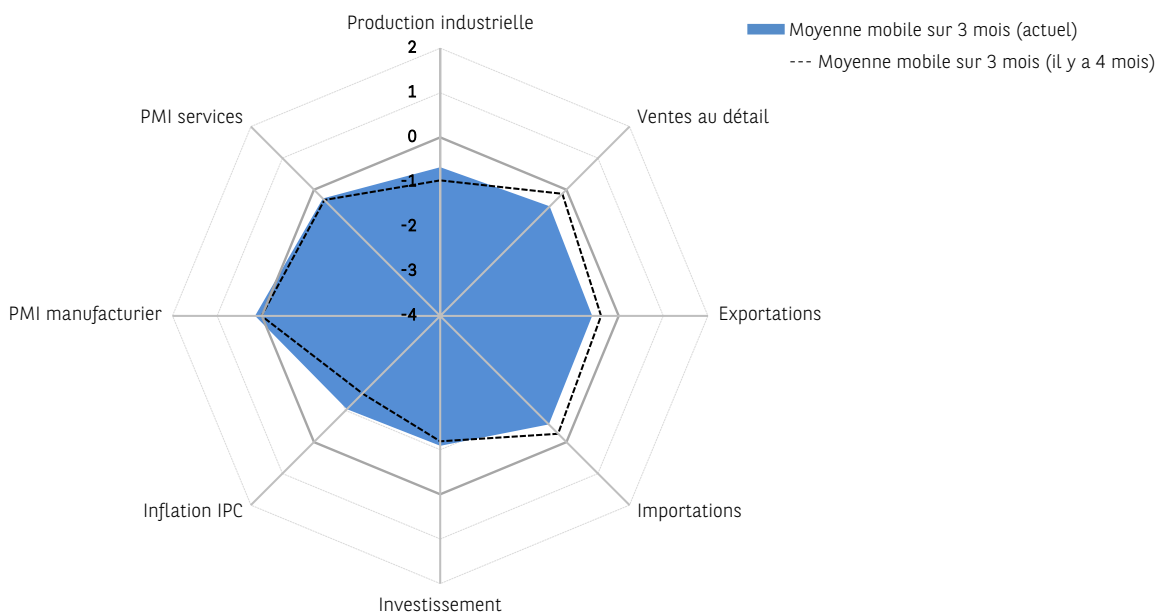
D'un côté, la politique industrielle mise en œuvre par Pékin porte ses fruits. De l'autre, les mesures visant à stimuler la demande des ménages et à relancer le marché immobilier ont eu peu d'effets jusqu'à présent. La croissance dans les services a ralenti à +3,5% en g.a. en avril 2024 et s'est établie à +5% en g.a. sur les quatre premiers mois de l'année. Ce rythme est inférieur aux taux de croissance du secteur des services dans les années d'avant-Covid (+7,7% en moyenne en 2016-2019).

Les principaux freins à la croissance de l'activité tertiaire et de la demande intérieure perdurent : profonde crise du secteur immobilier, incertitudes réglementaires, manque de confiance des consommateurs et des investisseurs privés. La croissance des ventes au détail s'est affaiblie en avril, à seulement +2,3% en g.a. en valeur contre +4,7% au T1 2024 (avec toutefois des effets de base encore défavorables), alors que l'inflation des prix à la consommation a légèrement accéléré (de 0% en g.a. au T1 2024 à +0,3% en avril). L'indice de confiance des consommateurs publié par le Bureau des Statistiques chinois n'est remonté que très lentement depuis l'abandon de la politique zéro-Covid, et reste bien en-dessous de ses niveaux d'avant-Covid. En outre, la composante « emploi » de cet indice de confiance est encore plus déprimée, ce qui est révélateur des principaux sujets d'inquiétude des ménages (que sont les conditions sur le marché du travail ainsi que l'immobilier). Le taux de chômage a atteint 5% en avril (contre 5,1% fin 2023), mais les embauches restent en réalité peu dynamiques.

L'activité dans le secteur immobilier a continué de se contracter fortement depuis le début de l'année et les prix des logements ont poursuivi leur baisse (-6,8% en g.a. en avril en moyenne dans les 70 principales villes du pays). Alors que les conditions d'achats de logements et d'accès au crédit ont été largement assouplies depuis l'an dernier, l'encours de prêts hypothécaires a continué de se réduire (-1,8% en g.a. au T4 2023 et -2% au T1 2024). En conséquence, les autorités viennent d'annoncer un nouveau train de mesures pour soutenir le secteur immobilier. Elles prévoient un nouvel assouplissement des conditions de prêts au logement (avec une baisse de l'apport personnel minimum et des mesures visant à réduire les taux d'intérêt). Surtout, un programme d'achat de logements invendus par les collectivités locales doit être lancé. Ce programme pourrait permettre d'augmenter les stocks de logements sociaux, de réduire les stocks d'invendus et de soulager les promoteurs immobiliers, s'il s'avère suffisamment ambitieux et suffisamment financé.

Christine Peltier

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



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.

SOURCES : NBS, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire apparaît désormais écartée face à la résilience d'une économie, qui a encore progressé de 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Malgré un ralentissement (+0,4% t/t contre +0,8% au T4 2023), le PIB a encore progressé au T1 2024, porté par les contributions de la consommation et de l'investissement. Notre scénario central table sur une croissance de +2,5% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression attendue des revenus réels. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, les chiffres du premier trimestre 2024 n'ont pas rassuré sur un retour rapide de l'inflation vers sa cible, et l'IPC devrait s'élever encore à +3,5% a/a au dernier trimestre 2024. Ce tableau n'ouvre la voie qu'à un léger assouplissement de la part de la Fed, avec l'amorçement de la détente progressive de ses taux directeurs en toute fin d'année seulement, qui compterait donc une seule baisse de taux.

## CHINE

La croissance économique a été plus solide que prévu au T1 2024 (+5,3% en glissement annuel), principalement soutenue par le secteur manufacturier exportateur. La demande intérieure et l'activité dans les services continuent en revanche de manquer de vigueur, freinées par la crise du secteur immobilier, les incertitudes réglementaires, et les faibles niveaux de confiance des consommateurs et des investisseurs privés. Pour soutenir l'activité, les autorités ont opté pour le renforcement de la politique industrielle et le maintien d'une politique de la demande prudente. Cette politique économique risque donc d'amplifier les divergences de performances entre secteurs et le déséquilibre entre l'offre et la demande intérieure qui sont apparus depuis quelques mois. La cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024 devrait être atteinte. L'inflation des prix à la consommation devrait rester très faible ; elle était nulle (en g.a.) au T1 2024.

## ZONE EURO

Le PIB de la zone euro s'est redressé de 0,3% t/t au T1 selon les données préliminaires d'Eurostat. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient de moins en moins peser sur l'activité économique en 2024. Celle-ci renforcerait légèrement à 0,4% t/t au T2 avant de se stabiliser à ce niveau au cours du second semestre. Cette embellie serait aussi soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin et qui serait suivie de deux autres baisses au cours du second semestre, à raison d'une baisse par trimestre. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du troisième trimestre. La désinflation de certaines composantes de l'indice des prix à la consommation plus sensibles à l'évolution des salaires, notamment les services, devrait être plus limitée. Le recul global de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être renforcée par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

## FRANCE

L'économie française a retrouvé la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, à 0,2% t/t (après une stagnation au 2<sup>e</sup> semestre 2023). Les principaux supports ont été la consommation de services des ménages et l'investissement des entreprises. La désinflation est désormais nette (2,4% a/a en avril 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre à la croissance de s'accélérer encore dans les prochains trimestres. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 0,9% en 2024.

## TAUX & CHANGE

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs. Le *timing* de la première baisse reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. La BCE 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	2,9	2,3
Royaume-Uni	4,4	0,1	0,6	1,2	9,1	7,4	2,6	2,2
Zone euro	3,5	0,5	0,8	1,7	8,4	5,4	2,4	2,1
Allemagne	1,9	0,0	0,2	1,4	8,7	6,1	2,6	2,3
France	2,5	0,9	0,9	1,4	5,9	5,7	2,5	1,8
Italie	4,2	1,0	1,1	1,4	8,7	6,0	1,0	1,7
Espagne	5,8	2,5	2,4	2,1	8,3	3,4	3,1	2,1
Chine	3,0	5,2	5,2	4,3	2,0	0,2	-0,1	1,2
Inde*	7,1	7,6	6,5	6,4	6,7	5,4	4,7	4,3
Brésil	2,9	2,9	2,2	2,0	9,3	4,6	4,1	4,1

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 24 mai 2024

\* année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20
	Taux de dépôt	3,75	3,50	3,25	2,75	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
	BONO 10 ans	3,19	2,82	2,85	3,15	3,38
Royaume-Uni	Taux BoE	5,25	4,75	4,50	4,00	3,50
	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	-	1,05	1,25	1,45	1,60
Taux de change		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,05	1,05	1,06	1,08	1,10
	USD / JPY	155	154	153	150	148
	GBP / USD	1,25	1,27	1,28	1,30	1,33
EUR	EUR / GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	163	162	162	162	163
Pétrole		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	90	92	87	81	82

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

Mise à jour le 24 mai 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">Est-ce important que la BCE baisse ses taux avant la Fed ? Non.</a>	EcoTV	23 mai 2024
<a href="#">Europe centrale : amélioration des perspectives de croissance à court terme</a>	Graphique de la Semaine	22 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'écartier 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="#">Consommation de services des ménages français : au beau fixe</a>	EcoTV	6 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
<a href="#">Numéro d'avril</a>	EcoAtlas	6 mai 2024
<a href="#">Comparaison d'empreintes</a>	Graphique de la Semaine	2 mai 2024
<a href="#">Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire</a>	EcoEmerging	2 mai 2024
<a href="#">États-Unis : qu'attendre de la réunion du FOMC de cette semaine?</a>	EcoBrief	29 avril 2024
<a href="#">Dette publique : quand les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume</a>	EcoWeek	29 avril 2024
<a href="#">Union européenne : du déficit commercial à l'excédent</a>	EcoFlash	25 avril 2024
<a href="#">France : en avril ne te découvre pas d'un fil...</a>	EcoBrief	25 avril 2024



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable

+33 1 58 16 03 63    helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77    stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidani  
États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51    anis.bensaidani@bnpparibas.com

Lucie Barette  
Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08    lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+33 1 58 16 73 32    jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54    celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77    thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11    marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18    lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# 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 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](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: AzlanStock



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change