

“ La question de savoir si les États-Unis parviendront à maîtriser leurs finances publiques revêt également une grande importance pour le reste du monde compte tenu du rôle central joué par le marché des *Treasuries* et le dollar US dans le système financier mondial. La persistance de déficits budgétaires élevés pourrait exercer une pression à la hausse sur les rendements des obligations souveraines ”



SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Dettes publiques : quand les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Commerce international

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



DETTE PUBLIQUE : QUAND LES ÉTATS-UNIS ÉTERNUEENT, LE RESTE DU MONDE S'ENRHUME

D'après le dernier Moniteur des finances publiques du FMI, entre 2023 et 2029, la dette publique rapportée au PIB devrait augmenter dans beaucoup d'économies avancées. L'augmentation du ratio de dette publique des États-Unis est la deuxième plus importante (+ 11,7 % du PIB), ce qui obligera le gouvernement et le Congrès américains à réduire de façon structurelle le déficit budgétaire. Toutefois, une telle politique représente un défi considérable compte tenu de l'impopularité des hausses d'impôt, de la difficulté de réduire les dépenses publiques et des obstacles majeurs que constituent la hausse des charges d'intérêt et, à moyen terme, le ralentissement de la croissance du PIB. La question de savoir si les États-Unis parviendront à maîtriser leurs finances publiques revêt également une importance cruciale pour le reste du monde compte tenu du rôle central joué par le marché des *Treasuries* et le dollar US dans le système financier mondial. La persistance de déficits budgétaires élevés pourrait exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et dans le reste du monde, ce qui pèserait sur la croissance. Cela pourrait également entraîner une dépréciation du billet vert.

Le dernier Moniteur des finances publiques du FMI donne à réfléchir. Entre 2023 et 2029, la dette publique rapportée au PIB (graphique 1) devrait augmenter dans beaucoup d'économies avancées. Au sein de la zone euro, les pays qui afficheraient la hausse la plus forte en pourcentage du PIB, entre 2023 et 2029, sont la Slovaquie¹ (14,6 %), l'Estonie (11,6 %), la Belgique (11,1 %) et la Finlande (10,5 %). L'Italie (7,6 %), le Luxembourg (5,6 %), les Pays-Bas (5,4 %) et la France (4,5 %) devraient également afficher une augmentation significative². À l'évidence, l'importance économique de ce phénomène — et notamment les craintes qui pourraient porter sur la durabilité de la dette — dépendra du niveau d'endettement initial de chaque pays. Dans le même temps, plusieurs pays ayant traversé une crise devraient accomplir des progrès considérables dans la réduction de leur dette publique : la Grèce (-30 %), Chypre (-27,4 %), le Portugal (-22,1 %) et l'Irlande (-11,2 %). L'Allemagne devrait également connaître une baisse de son ratio d'endettement (-6,6 %).

L'augmentation du ratio de dette publique (+ 11,7 %) des États-Unis est la deuxième plus importante parmi les économies avancées. Cette projection se fonde sur le scénario de base du Bureau du budget du Congrès (*Congressional Budget Office*, CBO) pour 2024, ajusté des hypothèses politiques et macroéconomiques des services du FMI. Ainsi, le CBO suppose que l'évolution des dépenses et des recettes s'inscrira dans la continuité de ce que prévoit la loi de finances actuelle — jusqu'en 2034 — puis qu'elle suivra le rythme du PIB nominal³. D'après ces hypothèses, le CBO estime que le déficit public atteindrait 6,7 % du PIB en moyenne entre 2024 et 2054, puis 8,5 % du PIB en 2054, ce qui porterait la dette publique à 116 % du PIB en 2034, à 139 % en 2044 et à 166 % en 2054. Ces chiffres peuvent laisser perplexes. Compte tenu de l'ampleur de la détérioration des finances publiques aux États-Unis, une réduction structurelle des déficits annuels est nécessaire pour ajuster la politique budgétaire, et éviter ainsi d'atteindre ces ratios d'endettement.

Le défi sera considérable. Une réduction structurelle du déficit budgétaire nécessiterait à la fois des hausses d'impôt — politiquement impopulaires — et une réduction des dépenses publiques. Toutefois, les dépenses obligatoires — 13,9 % du PIB en 2024 — devraient connaître une hausse constante.

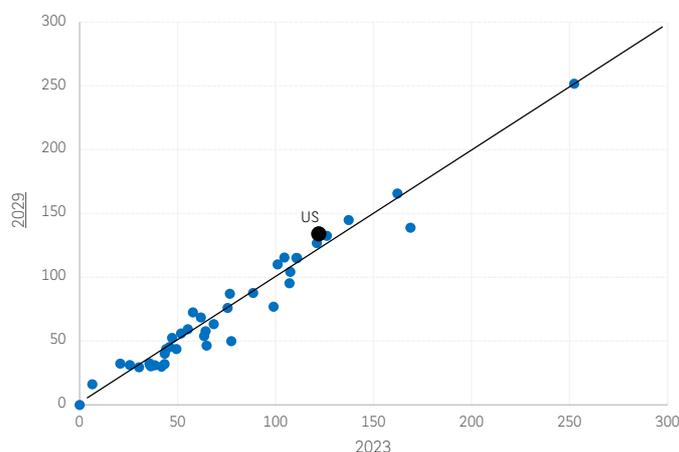
¹ La Slovaquie affiche également l'augmentation du ratio dette publique/PIB le plus élevé de toutes les économies avancées.

² En zone euro, tel devrait être le cas pour la Belgique, l'Estonie, la Finlande, la France, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas et la Slovaquie. En revanche, la Croatie, Chypre, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, la Lettonie, la Lituanie, le Portugal, la Slovénie et l'Espagne devraient afficher une diminution de leur ratio d'endettement tandis que ce ratio devrait rester stable en Autriche. Selon le pays, ces projections se fondent sur le dernier budget, les plans à moyen terme, les hypothèses des services du FMI et, pour les pays de l'UE, le programme de stabilité.

³ Pour une explication plus détaillée de ces hypothèses, cf. Congressional Budget Office, *The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054*, March 2024.

⁴ Ce doublement du poids des intérêts de la dette survient alors même que le CBO a formulé des hypothèses de taux d'intérêt modérées : le CBO prévoit un rendement nominal (réel) sur les emprunts d'État américains à 10 ans compris entre 4,1 % et 4,3 % (1,8 % - 2,1 % en termes réels) entre 2024 et 2050.

DETTE PUBLIQUE BRUTE (EN % DU PIB)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, FISCAL MONITOR (AVRIL 2024), BNP PARIBAS

En effet, le coût des programmes de santé augmente en raison de l'accroissement du coût par habitant de la couverture sociale et du vieillissement démographique. La réduction de ces dépenses sera donc particulièrement ardue. Il en va de même pour les dépenses discrétionnaires. Elles représentent une part plus limitée du PIB – 6,2 % en 2024 – et « comprennent la plupart des dépenses militaires et de nombreuses activités non militaires, telles que l'enseignement élémentaire et secondaire, l'aide au logement, les affaires étrangères, la justice et les programmes de construction et d'entretien des routes ».

Enfin, le poids des intérêts de la dette devrait plus que doubler – de 3,1 % du PIB en 2024 à 6,3 % du PIB en 2054 – sous l'effet de l'augmentation de la dette et du refinancement de la dette existante à des taux d'intérêt plus élevés⁴.



En outre, l'évolution de la croissance du PIB réel devrait constituer un frein supplémentaire à la réduction du déficit : elle devrait passer de 2,0 % entre 2024 et 2034 à 1,6 % en moyenne à partir de 2034 sous l'effet conjugué du ralentissement de la croissance de la main-d'œuvre et de la productivité du travail.

La question de savoir si les États-Unis parviendront à maîtriser leurs finances publiques revêt également une grande importance pour le reste du monde compte tenu du rôle central joué par le marché des Treasuries et le dollar US dans le système financier mondial. La persistance de déficits budgétaires élevés pourrait exercer une pression à la hausse sur les rendements des obligations souveraines américaines. D'après les calculs du FMI, une hausse temporaire de 1 % du déficit primaire des États-Unis le solde budgétaire hors charges d'intérêt - correspond à une augmentation de la prime de terme d'environ 11 points de base au cours des trimestres suivants⁵. On peut supposer qu'une augmentation permanente du déficit primaire aurait un impact durable sur les rendements obligataires, ce qui influencerait également sur les conditions de financement du secteur privé et pèserait sans doute sur la croissance du PIB à plus long terme, compliquant encore davantage la situation de la dynamique dette / PIB⁶.

Par ailleurs, une telle augmentation aurait également des effets indirects sur les autres économies (avancées, émergentes et en développement). D'après le FMI, « une hausse de 1 % des taux aux États-Unis correspond à une hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme, jusqu'à un point haut de 90 points de base dans les autres économies avancées, avec un impact persistant sur une période de plusieurs mois »⁷. Pour les économies émergentes, l'impact serait plus prononcé encore, le point haut de la hausse des taux d'intérêt à long terme ressortant à 100 points de base.

Il est intéressant de souligner que pour le FMI les incertitudes sur la politique budgétaire américaine ont également un impact négatif sur les taux d'intérêt à long terme des autres pays. Ces incertitudes sont dues notamment aux événements en lien avec le plafond de la dette et le risque de fermeture des services de l'État américain faute d'accord parlementaire sur le budget (*government shutdown*), devenus plus fréquents ces dernières années. Enfin, l'absence de progrès sur le rétablissement des finances publiques pourrait finir par réduire l'attrait des Bons du Trésor américains et, plus généralement, des actifs américains aux yeux des investisseurs étrangers. Cela pourrait affaiblir le dollar et exercer une pression à la hausse sur l'inflation et les taux d'intérêt aux États-Unis, ce qui compliquerait encore les efforts de consolidation budgétaire. En conclusion, pour des raisons ayant trait à des facteurs tant nationaux qu'internationaux, il importe que l'objectif d'assainissement des finances publiques figure parmi les priorités politiques les plus urgentes des États-Unis.

William De Vijlder

ENDETTEMENT BRUT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (% DU PIB)

	2023	2029	évol.(2029 minus 2023)
Andorre	36,4	30,3	-6,1
Australie	49,4	43,8	-5,6
Autriche	75,5	76,0	0,4
Belgique	104,5	115,6	11,1
Canada	107,1	95,4	-11,8
Croatie	63,5	54,0	-9,5
Chypre	77,4	50,0	-27,4
République tchèque	44,2	43,9	-0,3
Danemark	30,4	29,6	-0,8
Estonie	20,7	32,4	11,6
Finlande	76,7	87,2	10,4
France	110,6	115,2	4,5
Allemagne	64,3	57,7	-6,6
Grèce	168,8	138,8	-30,0
Hong Kong SAR	6,5	16,1	9,6
Islande	64,8	46,5	-18,3
Irlande	43,3	32,1	-11,2
Israël	61,9	68,5	6,5
Italie	137,3	144,9	7,6
Japon	252,4	251,7	-0,6
Corée du Sud	55,2	59,4	4,2
Lettonie	43,5	40,2	-3,3
Lithuanie	35,6	32,7	-2,9
Luxembourg	25,7	31,3	5,6
Malte	51,8	55,9	4,2
Pays-Bas	47,2	52,6	5,4
Nouvelle Zélande	45,9	45,4	-0,5
Norvège	41,8	30,0	-11,8
Portugal	99,0	76,9	-22,1
Singapour	162,1	165,6	3,5
Slovaquie	57,9	72,4	14,6
Slovénie	68,5	63,4	-5,1
Espagne	107,5	104,2	-3,3
Suède	35,9	31,4	-4,5
Suisse	38,3	31,1	-7,2
Royaume-Uni	101,1	110,1	9,0
Etats-Unis	122,1	133,9	11,7

SOURCE : MONITEUR DES FINANCES PUBLIQUES DU FMI, AVRIL 2024
TARI FAI 1

⁵ Source : Moniteur des finances publiques du FMI, avril 2024. Si l'on suppose qu'une augmentation du déficit primaire n'aurait pas d'influence sur la trajectoire attendue des taux directeurs de la Réserve Fédérale, l'augmentation de la prime de terme correspondrait à une augmentation du rendement sur les Treasuries.

⁶ Cela fait référence au fameux débat sur $r-g$, avec r = taux d'intérêt moyen sur le stock de dette publique et g = croissance du PIB nominal.

⁷ D'après nos propres calculs, l'impact économique sur les rendements sur le Bund allemand serait significatif mais plus limité (cf. : *États-Unis - zone euro : la divergence des taux d'inflation entraîne la désynchronisation des politiques monétaires et réduit la corrélation entre les marchés obligataires*, BNP Paribas, EcoWeek, 22 avril 2024).



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-4-24 au 26-4-24			
↗ CAC 40	8 022	↗ 8 088	+0.8 %
↗ S&P 500	4 967	↗ 5 100	+2.7 %
↘ Volatilité (VIX)	18.7	↘ 15.0	-3.7 pb
↘ Euribor 3m (%)	3.89	↘ 3.87	-2.7 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	5.59	↗ 5.59	+0.3 pb
↗ OAT 10a (%)	3.02	↗ 3.06	+4.5 pb
↗ Bund 10a (%)	2.49	↗ 2.55	+6.9 pb
↗ US Tr. 10a (%)	4.62	↗ 4.67	+5.5 pb
↗ Euro vs dollar	1.07	↗ 1.07	+0.1 %
↘ Or (once, \$)	2 394	↘ 2 333	-2.5 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	87.3	↗ 89.6	+2.6 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 24	+bas 24	Rendements (%)		+haut 24	+bas 24
€ BCE	4.50	4.50 le 01/01	4.50 le 01/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le 01/01	2.64 le 01/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 01/01	-0.51 le 01/01	Bund 2a	3.14	3.15 le 25/04	2.53 le 01/02
Euribor 3m	3.87	3.97 le 18/01	3.86 le 03/04	Bund 10a	2.55	2.61 le 25/04	2.02 le 03/01
Euribor 12m	3.72	3.76 le 19/03	3.51 le 01/02	OAT 10a	3.06	3.13 le 25/04	2.47 le 01/01
\$ FED	5.50	5.50 le 01/01	5.50 le 01/01	Corp. BBB	4.07	4.11 le 25/04	3.75 le 01/01
Libor 3m	5.59	5.60 le 27/02	5.53 le 01/02	\$ Treas. 2a	5.07	5.07 le 26/04	4.22 le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04 le 01/01	6.04 le 01/01	Treas. 10a	4.67	4.70 le 25/04	3.86 le 01/02
£ Bque Angl	5.25	5.25 le 01/01	5.25 le 01/01	High Yield	8.11	8.24 le 16/04	7.73 le 13/03
Libor 3m	5.30	5.33 le 06/03	5.30 le 22/03	£ Gilt. 2a	4.83	4.86 le 25/04	3.98 le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 01/01	0.81 le 01/01	Gilt. 10a	4.33	4.37 le 25/04	3.60 le 01/01

Au 26-4-24

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 24	+bas 24	2024
USD	1.07	1.10 le 01/01	1.06 le 15/04 -3.3%
GBP	0.86	0.87 le 02/01	0.85 le 13/02 -1.1%
CHF	0.98	0.98 le 04/04	0.93 le 08/01 +5.1%
JPY	167.98	167.98 le 26/04	155.33 le 02/01 +7.9%
AUD	1.64	1.67 le 28/02	1.62 le 02/01 +1.1%
CNY	7.74	7.88 le 08/03	7.69 le 15/04 -1.2%
BRL	5.48	5.61 le 16/04	5.31 le 13/02 +2.1%
RUB	98.74	102.67 le 23/02	95.72 le 19/01 -0.0%
INR	89.02	91.92 le 01/01	88.68 le 12/04 -3.2%

Au 26-4-24 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 24	+bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	89.6	91.6 le 12/04	75.8 le 08/01	+15.3% +19.3%
Or (once)	2 333	2 413 le 12/04	1 989 le 14/02	+13.0% +16.8%
Métaux, LME	4 291	4 341 le 19/04	3 558 le 09/02	+14.1% +18.0%
Quivre (tonne)	9 853	9 853 le 26/04	8 065 le 09/02	+16.4% +20.4%
Blé (tonne)	216	2.3 le 01/01	191 le 15/03	-7.1% -3.9%
Mais (tonne)	164	1.7 le 01/01	148 le 23/02	-6.1% -2.9%

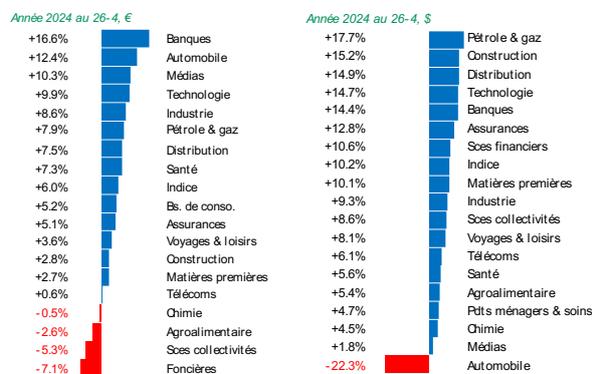
Au 26-4-24 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	+bas 24	2024
Monde				
MSI Monde	3 335	3 438 le 29/03	3 114 le 04/01	+5.2%
Amérique du Nord				
S&P500	5 100	5 254 le 28/03	4 689 le 04/01	+6.9%
Europe				
EuroStoxx50	5 007	5 083 le 28/03	4 403 le 17/01	+10.7%
CAC 40	8 088	8 206 le 28/03	7 319 le 17/01	+7.2%
DAX 30	18 161	18 492 le 28/03	16 432 le 17/01	+8.4%
IBEX 35	11 155	11 155 le 26/04	9 858 le 19/01	+10.4%
FTSE100	8 140	8 140 le 26/04	7 446 le 17/01	+5.3%
Asie Pacifique				
MSI, loc.	1 360	1 415 le 22/03	1 242 le 03/01	+9.0%
Nikkei	37 935	40 888 le 22/03	33 288 le 04/01	+13.4%
Emergents				
MSI Emergents (\$)	1 042	1 058 le 10/04	958 le 17/01	+1.7%
Chine	58	58 le 26/04	49 le 22/01	+4.8%
Inde	991	1 001 le 10/04	915 le 03/01	+7.7%
Bésil	1 592	1 800 le 01/01	1 523 le 16/04	-6.7%

Au 26-4-24 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

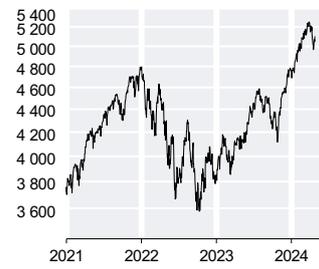
EURO-DOLLAR



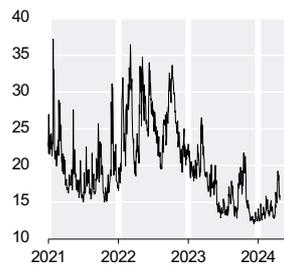
EUROSTOXX50



S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



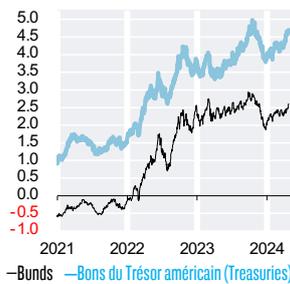
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

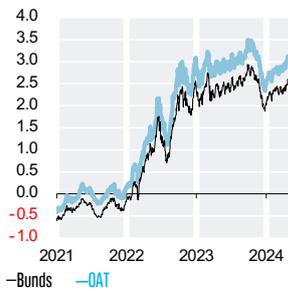


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



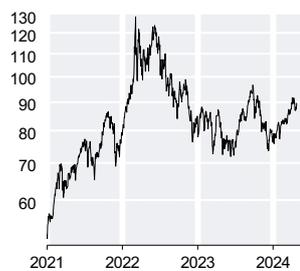
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2024 au 26-4

4.14%	Grèce	158 pb
3.89%	Italie	133 pb
3.36%	Espagne	80 pb
3.13%	Portugal	57 pb
3.06%	France	50 pb
3.04%	Autriche	48 pb
3.04%	Belgique	48 pb
3.03%	Finlande	47 pb
2.84%	Irlande	28 pb
2.83%	P-Bas	27 pb
2.55%	Allemagne	

PETROLE (BRENT, USD)



METAU (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COMMERCE MONDIAL : DU MIEUX SUR LE FRONT DES EXPORTATIONS

L'Organisation mondiale du commerce (OMC) a publié en avril son dernier jeu de prévisions dont le message est plutôt positif¹. Après un repli de 1,2% en 2023, le volume des échanges mondiaux en biens rebondirait de 2,6% en 2024, une progression peu ou prou en ligne avec la croissance de l'économie mondiale, attendue par l'OMC à 2,7%. Parmi les principaux soutiens au commerce mondial, l'organisation de Genève met en avant la baisse anticipée de l'inflation en 2024 et 2025. Celle-ci permettrait de soutenir le pouvoir d'achat et, par conséquent, la consommation de biens manufacturés.

Le rapport de l'OMC fournit également une mise en perspective des deux derniers épisodes de fortes perturbations sur le Canal de Suez : la situation actuelle et le blocage du canal par le porte-conteneur Even Given en 2021. Une série de facteurs permettrait, à ce stade, de limiter les conséquences du blocage en cours sur le fret mondial : une hausse du nombre de porte-conteneurs disponibles, une demande mondiale moins vigoureuse et des stocks plus importants.

Après avoir bondi en début d'année, les tensions sur la logistique mondiale semblent partiellement se résorber. L'indice Freightos, une mesure agrégée du taux de fret maritime, reste sur une trajectoire baissière, alors que son niveau avait triplé en début d'année (*graphique 5*). Cela avait fait suite à l'embrasement du conflit en mer Rouge et des charges additionnelles que cela avait entraîné sur les coûts de transport et d'assurance. Après avoir atteint un point haut mi-février, l'indice Freightos s'est, depuis, replié de près de moitié. L'indicateur de la Réserve fédérale de New York, qui mesure les tensions sur les chaînes de valeur, a reculé également en mars (*graphique 3*).

En parallèle, l'activité manufacturière reprend des couleurs. L'indice PMI mondial pour le secteur est repassé au-dessus de la barre des 50 en janvier. Il a ensuite continué de grimper, certes à un rythme très limité, pour s'établir à 50,6 en mars. Le sous-indicateur pour les nouvelles commandes à l'exportation est passé de 49,3 à 49,6 (*graphique 2*). L'évolution des exportations de biens en volume, calculée par le CPB², confirme cette légère embellie (*graphique 1*) : les exportations mondiales ont progressé en mars, pour le troisième mois consécutif, portant le glissement annuel à 2,8%, le plus haut rythme en un an. Les exportations chinoises, en progression de 7,6% au cours des deux premiers mois de l'année ont tiré les chiffres mondiaux vers le haut. Les exportations depuis les États-Unis ont également bondi depuis un an (+5,9% en glissement annuel en février, la plus forte progression depuis un an également).

Guillaume Derrien

¹ OMC, *Global Trade Outlook and Statistics*, avril 2024

² Bureau néerlandais pour l'analyse des politiques économiques

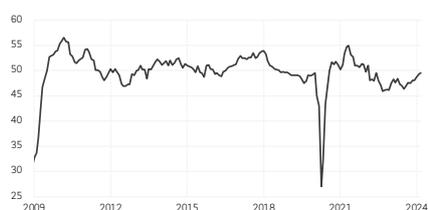
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Indice des exportations en volume (2010=100)



Sources: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial
Nouvelles commandes à l'exportation



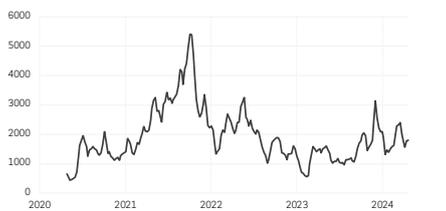
Sources: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



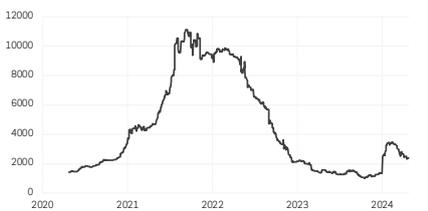
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



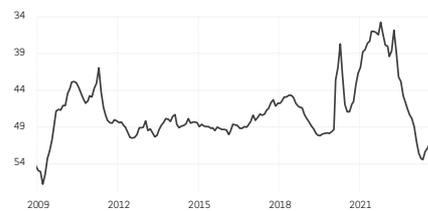
Sources: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Sources: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial
Délais de livraison (échelle inversée)



Sources: S&P Global (Markit), BNP Paribas



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 +2,8% 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 +3,2% 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 très légèrement contracté au second semestre 2023 selon les dernières données d'Eurostat. La croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023 en moyenne annuelle. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient de moins en moins peser sur l'activité économique en 2024 qui progresserait légèrement au premier trimestre avant une reprise plus franche à partir du printemps. Ce rebond serait aussi soutenu 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. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième 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 connu une stagnation au 2e semestre 2023. Pour la première fois, tous les postes de la demande intérieure ont été affectés au T4 2023 : la consommation des ménages a stagné et l'investissement des entreprises et celui des ménages se sont repliés. La désinflation est désormais nette (2,4% a/a en mars 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre un retour graduel de la croissance (au T2 plutôt qu'au T1), avec la reprise de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, deux piliers de la croissance française. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 0,7% en 2023.

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 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	2.8	1.8	8.0	4.1	3.4	2.8
Japon	0.9	1.9	0.4	0.9	2.5	3.2	2.9	2.3
Royaume-Uni	4.4	0.1	0.1	1.2	9.1	7.4	2.5	2.1
Zone euro	3.5	0.5	0.7	1.7	8.4	5.4	2.4	2.1
Allemagne	1.9	-0.1	0.2	1.4	8.7	6.1	2.5	2.3
France	2.5	0.9	0.7	1.4	5.9	5.7	2.4	1.8
Italie	4.2	1.0	0.9	1.4	8.7	6.0	1.1	1.8
Espagne	5.8	2.5	2.0	2.1	8.3	3.4	3.0	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 29 avril 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)	5.50	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
	Bund 10a	2.35	1.95	2.00	2.25	2.50
	OAT 10a	2.87	2.50	2.52	2.80	3.05
Royaume-Uni	BTP 10 ans	3.70	3.35	3.45	3.80	4.00
	BONO 10 ans	3.19	2.82	2.85	3.15	3.38
	Taux BoE	5.25	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	0.90	1.00	1.20	1.40	1.35
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	0.82	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 29 avril 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

Union européenne : du déficit commercial à l'excédent	EcoFlash	25 avril 2024
France : en avril ne te découvre pas d'un fil...	EcoBrief	25 avril 2024
Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire	EcoTV	25 avril 2024
Inde : la roupie indienne reste stable en ce début de période électorale	Graphique de la Semaine	24 avril 2024
Zone euro : coup d'arrêt dans le rétablissement des comptes publics	EcoBrief	22 avril 2024
États-Unis - zone euro : la divergence des taux d'inflation entraîne la désynchronisation des politiques monétaires et réduit la corrélation entre les marchés obligataires	EcoWeek	22 avril 2024
Qu'est-ce qui détermine la corrélation entre les marchés actions et obligataires ?	EcoTV	18 avril 2024
France : Regain d'intérêt des entreprises pour les fonds monétaires et les dépôts à terme	Graphique de la Semaine	17 avril 2024
EcoPerspectives du 2^e trimestre 2024 Chacun son rythme	EcoPerspectives	17 avril 2024
Ensemble ou pas ?	EcoWeek	16 avril 2024
Baromètre de l'inflation avril 2024 L'inflation reste orientée à la baisse, à l'exception des États-Unis	EcoCharts	12 avril 2024
Arabie saoudite : amélioration des perspectives de croissance	EcoTV	11 avril 2024
Enquêtes de conjoncture de mars : des États-Unis résilients et une zone euro prête pour la reprise	EcoWeek	10 avril 2024
États-Unis : ne combattez pas la Fed !	Graphique de la Semaine	10 avril 2024
France : Les défaillances se stabilisent à un niveau élevé au 1^{er} trimestre 2024	EcoBrief	8 avril 2024
Défaillances d'entreprises en Europe : d'importantes divergences	EcoFlash	4 avril 2024
Les énergies vertes de plus en plus compétitives	Graphique de la Semaine	3 avril 2024
Réserve fédérale, chiffres de l'inflation et marchés	EcoWeek	3 avril 2024
L'Amérique latine est-elle prête à relever le défi de l'intelligence artificielle (IA) ?	Graphique de la Semaine	29 mars 2024
EcoPulse - Mars 2024	EcoPulse	28 mars 2024
Inflation française Nouvelle désinflation attendue en mars, avant 6 mois de stabilisation probable	EcoBrief	28 mars 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

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/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: Tualek Photography

