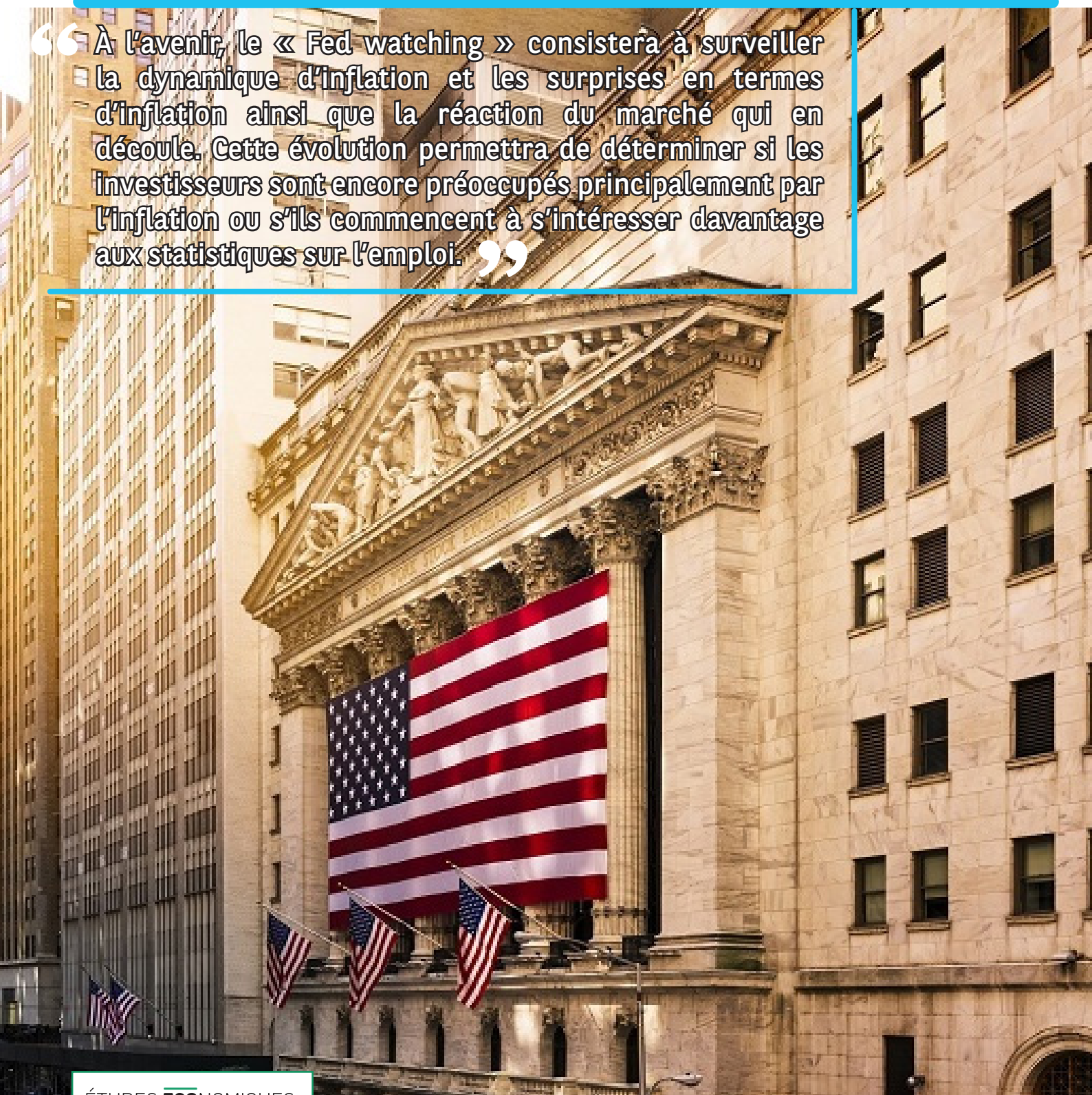


“ À l’avenir, le « Fed watching » consistera à surveiller la dynamique d’inflation et les surprises en termes d’inflation ainsi que la réaction du marché qui en découle. Cette évolution permettra de déterminer si les investisseurs sont encore préoccupés principalement par l’inflation ou s’ils commencent à s’intéresser davantage aux statistiques sur l’emploi. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Réserve Fédérale, chiffres de l'inflation et marchés

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Recul des tensions sur le fret maritime mondial

---

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 9

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## RÉSERVE FÉDÉRALE, CHIFFRES DE L'INFLATION ET MARCHÉS

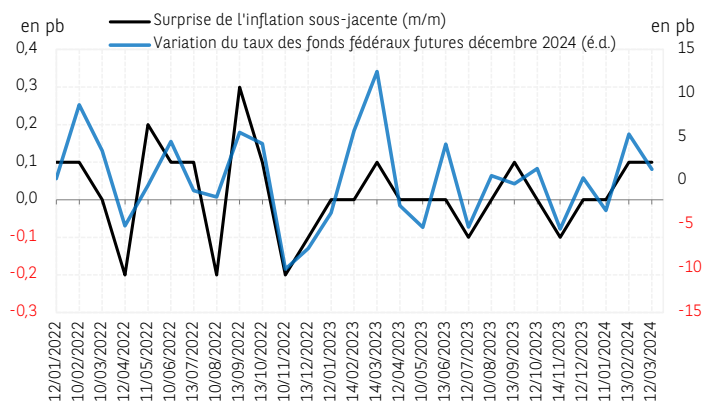
La dépendance aux données économiques de la politique monétaire a renforcé l'interdépendance entre indicateurs économiques, marchés financiers et banques centrales. La publication des chiffres de l'inflation joue un rôle prédominant dans la mesure où le mandat des banques centrales est centré sur un objectif d'inflation. Aux États-Unis, lors de la publication de l'IPC, la variation des contrats à terme financiers sur les *fed funds* affiche la corrélation la plus marquée avec la variation mensuelle de l'inflation sous-jacente. À l'avenir, le « Fed watching », c'est-à-dire l'anticipation et l'interprétation des actions de la Réserve fédérale, consistera à surveiller les surprises en termes d'inflation - la différence entre les chiffres publiés et les prévisions du consensus - ainsi que la réaction du marché qui en découle. Cette réaction est-elle anormalement forte - comme ce fut le cas au début de 2023- ou conforme aux attentes ? Cela permettra d'évaluer si l'inflation demeure au centre des préoccupations des investisseurs ou s'ils s'intéressent désormais davantage aux données sur l'emploi.

Les grandes banques centrales ne cessent de répéter que leurs décisions futures de politique monétaire dépendront de l'évolution des données économiques. Elles entendent éviter à la fois d'assouplir trop vite la politique monétaire ou d'aller trop loin dans les hausses de taux. Cette position est compréhensible compte tenu de plusieurs facteurs : les incertitudes sur la transmission monétaire - les resserrements passés ont-ils fait ressentir tous leurs effets -, la question du « dernier kilomètre » de la désinflation - cette phase sera-t-elle plus difficile que le début du parcours, l'amélioration progressive des enquêtes de conjoncture en zone euro et la croissance de l'économie américaine qui se maintient à un niveau soutenu. En conséquence, l'influence mutuelle entre les données, les marchés financiers et les banques centrales s'est intensifiée. Tous les regards se portent aujourd'hui sur l'évolution des données, et son impact sur les marchés, dont l'influence sur les taux d'intérêt peut également avoir une incidence sur les données ultérieures. Dans cette relation triangulaire, l'inflation joue donc un rôle dominant étant donné que les banques centrales poursuivent un objectif d'inflation. Les chiffres de l'inflation influencent le cours sur les marchés obligataires et les autres marchés de capitaux à travers l'impact attendu de ces données sur les taux directeurs futurs, sur les perspectives de croissance et sur l'appétence au risque des investisseurs.

Aux États-Unis, un certain nombre de chiffres de l'inflation sont publiés sur une base mensuelle ou trimestrielle et leur impact sur le marché dépend de la date de publication de l'indice. L'indice mensuel de l'inflation sous-jacente (core PCE) est publié vers la fin du mois, après l'IPC. Or, l'IPC publié est pris en compte pour prévoir l'inflation sous-jacente et les surprises en termes de données - la différence entre les chiffres publiés et les prévisions du consensus - sont donc rares pour cet indice. Il est intéressant de souligner qu'en dépit du fait que cet indice soit l'indicateur préféré du comité monétaire de la Réserve Fédérale (FOMC) pour évaluer l'inflation, le marché réagit davantage à la publication de l'indicateur des prix à la consommation parce que celui-ci est publié plus tôt. Les données du consensus sont disponibles pour l'inflation totale et l'inflation sous-jacente en glissement mensuel et en glissement annuel. Cela permet de calculer la « surprise » en termes d'inflation - la différence entre les chiffres publiés et les prévisions du consensus - et de discerner l'influence qu'elle exerce sur les anticipations de politique monétaire future (transparaissant dans les contrats à terme financiers sur les taux des fonds fédéraux [« *fed funds* »]). Le tableau ci-après présente les résultats d'une régression de la variation - le jour de la publication de l'IPC - des contrats à terme sur les *fed funds* à échéance de décembre 2024 en fonction de la surprise en termes d'inflation<sup>1</sup>. Les quatre indicateurs d'inflation sont statistiquement significatifs mais la variation mensuelle de l'inflation sous-jacente est manifestement plus révélatrice.

<sup>1</sup> Pour des raisons de disponibilité des données, les cours quotidiens à la clôture ont été utilisés plutôt que les cours *intraday*.

### SURPRISES SUR L'INFLATION ET LES CONTRATS À TERME SUR LES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 1

SOURCES: BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS

Le graphique 1 illustre sa corrélation étroite avec la variation du taux des contrats à terme sur les *fed funds*. Les régressions mentionnées dans le tableau nous permettent d'estimer la variation des taux des contrats à terme sur les *fed funds* pour une surprise donnée en termes d'inflation et de calculer l'écart avec la variation observée. Nous appelons ces valeurs résiduelles de la régression la variation inattendue du taux des contrats à terme sur les *fed funds*. Ces résultats sont présentés dans le graphique 2. Il est possible d'identifier trois phases. Tout d'abord, en 2022, les variations inattendues - tant positives que négatives - des taux des contrats à terme sur les *fed funds* sont plutôt significatives. Cela peut indiquer une période de difficulté accrue dans l'évaluation des perspectives de politique monétaire dans la mesure où l'inflation était encore très élevée alors que les taux directeurs étaient encore très bas. Ensuite, les chiffres de l'inflation publiés en février - inflation au niveau attendu - et mars 2023 - inflation supérieure de 10 points de base au niveau attendu - ont entraîné des hausses beaucoup plus importantes que prévu des taux des contrats à terme sur les *fed funds*. Enfin, à partir du second semestre 2023, la réaction du marché a été beaucoup plus conforme aux attentes (valeurs résiduelles de la régression plutôt faibles). Les variations du *pricing* du marché, notamment les réactions trop faibles ou excessives, sont peut-être liées au niveau des taux directeurs et aux signaux émis par la Réserve fédérale sur leur évolution future. Ces signaux font référence au « dot plot » (projections d'évolution des taux des fonds fédéraux par les membres du FOMC).

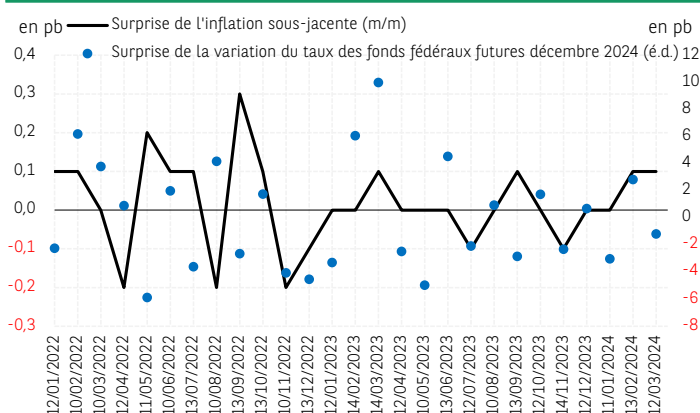


Le graphique 3 se fonde sur la projection pour la fin 2024. Vers la fin 2022, les taux des *fed funds* sont passés au-dessus du dot plot, ce qui implique que les membres du FOMC anticipaient un assouplissement monétaire. La sensibilité accrue des marchés aux chiffres de l'inflation au début de 2023 reflète peut-être un sentiment de malaise par rapport à ce message et donc la crainte d'un assouplissement prématuré. Par la suite, les hausses des taux supplémentaires et les révisions à la hausse du dot plot ont sans doute rassuré les marchés, dont les réactions lors de la publication des chiffres de l'inflation ont alors été plus conformes aux attentes. À l'avenir, le « Fed watching », c'est-à-dire l'anticipation

et l'interprétation des actions de la Réserve fédérale, consistera à surveiller la dynamique d'inflation et les surprises en termes d'inflation, ainsi que la variation inattendue du taux des contrats à terme sur les *fed funds* en réaction à la publication de ces statistiques. Cette évolution permettra de déterminer si les investisseurs sont encore préoccupés principalement par l'inflation ou s'ils commencent à s'intéresser davantage aux statistiques sur l'emploi, sachant que la Réserve fédérale poursuit un double mandat.

William De Vijlder

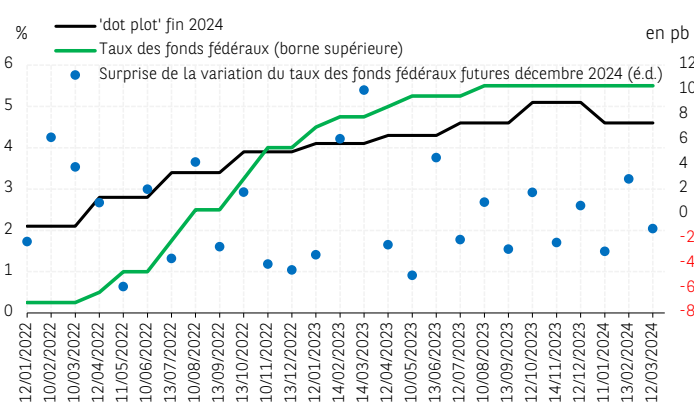
#### SURPRISE SUR L'INFLATION ET VARIATION INATTENDUE DES CONTRATS À TERME SUR LES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES: BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS

#### TAUX OBSERVÉ DES FONDS FÉDÉRAUX, TAUX PROJÉTÉ ET VARIATION INATTENDUE DES CONTRATS À TERME SUR LES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 3

SOURCES: BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS

#### SURPRISE SUR L'INFLATION ET VARIATION DES CONTRATS À TERME SUR LES FONDS FÉDÉRAUX

	Constante	Coefficient	R <sup>2</sup>
IPC sous-jacent g.a.	-0.44	17.76	0.27
t statistic	-0.49	3.04	
IPC sous-jacent m/m	-0.31	28.38	0.41
t statistic	-0.39	4.19	
IPC g.a.	-0.35	16.97	0.29
t statistic	-0.40	3.17	
IPC m/m	-0.18	21.37	0.29
t statistic	-0.21	3.16	

Données mensuelles, de janvier 2022 à mars 2024

SOURCES: BLOOMBERG, REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 22-3-24 au 29-3-24

➔ CAC 40	8 152	▶ 8 206	+0.7 %	
➔ S&P 500	5 234	▶ 5 254	+0.4 %	
⬇ Volatilité (VIX)	13.1	▶ 13.0	-0.1 pb	
⬇ Euribor 3m (%)	3.90	▶ 3.89	-1.1 pb	
⬇ Libor \$ 3m (%)	5.57	▶ 5.56	-1.4 pb	
➔ OAT 10a (%)	2.79	▶ 2.80	+0.8 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.30	▶ 2.27	-2.9 pb	
⬇ US Tr. 10a (%)	4.21	▶ 4.21	-0.7 pb	
⬇ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.08	-0.1 %	
➔ Or (once, \$)	2 166	▶ 2 214	+2.2 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	85.6	▶ 87.4	+2.2 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 01/01	4.50
Eonia	-0.51	-0.51	le 01/01	-0.51
Euribor 3m	3.89	3.97	le 18/01	3.88
Euribor 12m	3.67	3.76	le 19/03	3.51
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50
Libor 3m	5.56	5.60	le 27/02	5.53
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25
Libor 3m	5.30	5.33	le 06/03	5.30
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81

Au 29-3-24

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64
Bund 2a	2.95	3.05	le 18/03	2.53
Bund 10a	2.27	2.44	le 28/02	2.02
OAT 10a	2.80	2.89	le 18/03	2.47
Corp. BBB	3.84	4.06	le 28/02	3.75
\$ Treas. 2a	4.70	4.78	le 15/03	4.22
Treas. 10a	4.21	4.34	le 21/02	3.86
High Yield	7.74	8.10	le 05/01	7.73
£ Gilt. 2a	4.50	4.68	le 13/02	3.98
Gilt. 10a	3.94	4.22	le 13/02	3.60

Au 29-3-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =							
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.07	le 13/02	-2.2%	
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 13/02	-1.3%	
CHF	0.97	0.98	le 27/03	0.93	le 08/01	+4.6%	
JPY	163.45	164.64	le 21/03	155.33	le 02/01	+5.0%	
AUD	1.66	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01	+2.3%	
CNY	7.81	7.88	le 08/03	7.71	le 13/02	-0.4%	
BRL	5.41	5.46	le 18/03	5.31	le 13/02	+0.7%	
RUB	99.98	102.67	le 23/02	95.72	le 19/01	+1.2%	
INR	90.07	91.92	le 01/01	88.97	le 13/02	-2.0%	

Au 29-3-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	87.4	87.4	le 28/03	75.8	le 08/01	+12.5%	+15.1%
Or (once)	2 214	2 214	le 28/03	1 989	le 14/02	+7.2%	+9.7%
Métaux, LMEX	3 811	3 894	le 15/03	3 558	le 09/02	+1.3%	+3.6%
Cuivre (tonne)	8 767	8 986	le 18/03	8 065	le 09/02	+3.6%	+5.9%
Blé (tonne)	201	2.3	le 01/01	191	le 15/03	-13.6%	-11.6%
Maïs (tonne)	157	1.7	le 01/01	148	le 23/02	-10.2%	-8.1%

Au 29-3-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours						
<b>Monde</b>							
MSCI Monde	3 438	3 438	le 29/03	3 114	le 04/01	+8.5%	+15.4%
<b>Amérique du Nord</b>							
S&P500	5 254	5 254	le 28/03	4 689	le 04/01	+10.2%	+12.6%
<b>Europe</b>							
EuroStoxx50	5 083	5 083	le 28/03	4 403	le 17/01	+12.4%	+11.7%
CAC 40	8 206	8 206	le 28/03	7 319	le 17/01	+8.8%	+10.9%
DAX 30	18 492	18 492	le 28/03	16 432	le 17/01	+10.4%	+10.7%
IBEX 35	11 075	11 111	le 27/03	9 858	le 19/01	+9.6%	+8.9%
FTSE100	7 953	7 953	le 28/03	7 446	le 17/01	+2.8%	+8.3%
<b>Asie Pacifique</b>							
MSCI, loc.	1 400	1 415	le 22/03	1 242	le 03/01	+12.3%	+7.1%
Nikkei	40 369	40 888	le 22/03	33 288	le 04/01	+20.6%	+7.0%
<b>Emergents</b>							
MSCI Emergents (\$)	1 043	1 049	le 12/03	958	le 17/01	+1.9%	+4.3%
Chine	54	56	le 12/03	49	le 22/01	-1.8%	+2.3%
Inde	976	989	le 07/03	915	le 03/01	+6.2%	+2.1%
Brésil	1 646	1 800	le 01/01	1 629	le 18/03	-5.7%	-0.5%

Au 29-3-24

Variations

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

	Année 2024 au 29-3, €		Année 2024 au 29-3, \$	
Automobile	+18.7%		+18.7%	Assurances
Technologie	+18.5%		+18.5%	Construction
Banques	+18.4%		+18.4%	Distribution
Médias	+15.9%		+15.9%	Technologie
Assurances	+15.4%		+15.4%	Banques
Distribution	+14.7%		+14.7%	Pétrole & gaz
Industrie	+13.0%		+13.0%	Scs financiers
Voyages & loisirs	+12.5%		+12.5%	Indice
Bs. de conso.	+11.8%		+11.8%	Industrie
Santé	+10.6%		+10.6%	Voyages & loisirs
Construction	+10.5%		+10.5%	Santé
Indice	+9.3%		+9.3%	Télécoms
Chimie	+9.1%		+9.1%	Médias
Télécoms	+8.8%		+8.8%	Matières premières
Pétrole & gaz	+8.6%		+8.6%	Chimie
Agroalimentaire	+6.6%		+6.6%	Scs collectivités
Foncières	+6.5%		+6.5%	Pdts ménagers & soins
Scs collectivités	+5.0%		+5.0%	Agroalimentaire
Matières premières	-19.7%		-19.7%	Automobile

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

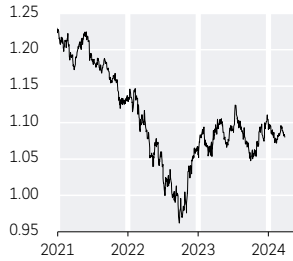


BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



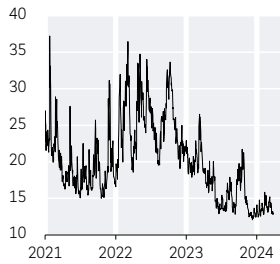
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



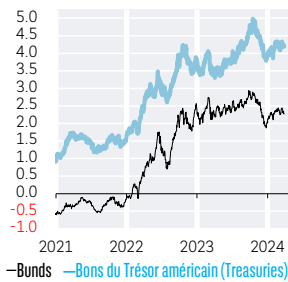
**MSCI MONDE (USD)**



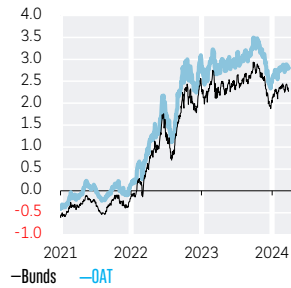
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

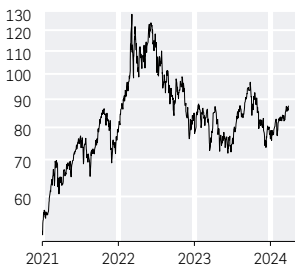


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

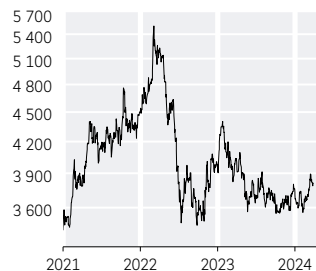
Année 2024 au 29-3

3.93%	Grèce	165 pb
3.68%	Italie	140 pb
3.15%	Espagne	88 pb
2.92%	Portugal	64 pb
2.80%	France	52 pb
2.80%	Belgique	52 pb
2.80%	Autriche	52 pb
2.74%	Finlande	47 pb
2.60%	Irlande	32 pb
2.56%	P-Bas	28 pb
2.27%	Allemagne	

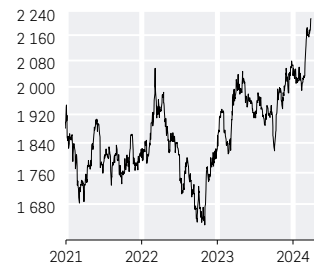
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## RECU DES TENSIONS SUR LE FRET MARITIME MONDIAL

Les tensions sur le fret maritime mondial ont reflué ces dernières semaines, mais restent importantes et les perspectives d'évolution incertaines en raison des perturbations en mer Rouge. L'indice agrégé mesurant les tensions sur les chaînes de valeur mondiales (Réserve fédérale de New York) est repassé, en février, au-dessus de sa moyenne de long terme pour la première fois depuis janvier 2023. Mais les indices Freightos et Baltic ont tous les deux reculé de près de 15% au cours des trois premières semaines de mars.

Par ailleurs, les dernières évolutions des indices PMI pour le secteur manufacturier mondial attestent d'une stabilisation de l'activité : l'indicateur a progressé de 0,3 point à 50,3 et le sous-indice pour les nouvelles commandes repasse également en zone d'expansion à 50,4, contre 49,8 le mois précédent. La situation reste néanmoins fragile et les premiers indicateurs PMI disponibles pour le mois de mars montrent des dynamiques contrastées entre les régions (amélioration de la situation aux États-Unis et en Chine, dégradation en zone euro). Les nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan restent, en revanche, sur une trajectoire baissière, en recul de 10% sur un an en février.

Les exportations mondiales en volume ont rebondi de 1,8% m/m en janvier, selon le rapport du CPB<sup>1</sup>. Cependant, les exportations évoluent toujours sur un plateau depuis près de deux ans et restaient, en janvier 2024, en dessous du pic atteint en mars 2023. La hausse de janvier était portée principalement par la Chine, qui affiche une progression de ses exportations de 7,4% m/m – la plus forte progression en neuf mois – et dans une moindre mesure l'Asie émergente (+3,7% m/m), la zone euro (+1,4% m/m) et l'Amérique latine (+1,3% m/m). Cependant, les exportations en provenance des États-Unis et du Japon ont baissé, respectivement, de 0,7% m/m et 4,7% m/m.

Guillaume Derrien

<sup>1</sup> Bureau Néerlandais pour l'Analyse des Politiques Économiques.

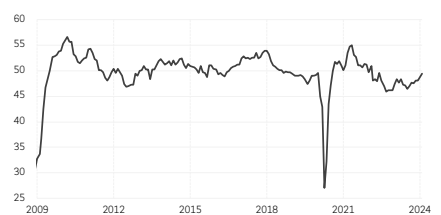
### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Nouvelles commandes à l'exportation en provenance de Taiwan (USD milliard, cvs)



Source: Ministère de l'Économie taiwanais, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial  
Nouvelles commandes à l'exportation



Source: 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



Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

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



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





# 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 (2,4% a/a en mars 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 de 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

%	GDP Growth				Inflation			
	2022	2023	2024 e	2025 e	2022	2023	2024 e	2025 e
United-States	1,9	2,5	2,8	1,8	8,0	4,1	3,1	2,8
Japan	0,9	1,9	0,4	0,9	2,5	3,2	2,9	2,3
United-Kingdom	4,4	0,1	0,1	1,2	9,1	7,4	2,1	2,2
Euro Area	3,4	0,5	0,7	1,7	8,4	5,4	2,3	2,1
Germany	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	2,3	1,8
Italy	3,9	0,9	0,9	1,4	8,7	5,9	1,2	1,8
Spain	5,8	2,5	2,0	2,1	8,3	3,4	2,7	2,0
China	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,2	-0,1	1,2
India*	7,2	7,5	8,1	7,1	6,7	6,7	5,5	4,8
Brazil	2,9	2,9	1,8	1,8	9,3	4,6	3,9	3,8

Source : BNP Paribas (e: Estimates & forecasts)

Last update: 1 April 2024

\* Fiscal year from 1st April of year n to March 31st of year n+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="#">L'Amérique latine est-elle prête à relever le défi de l'intelligence artificielle (IA) ?</a>	Graphique de la Semaine	29 mars 2024
<a href="#">Inflation française   Nouvelle désinflation attendue en mars, avant 6 mois de stabilisation probable</a>	EcoBrief	28 mars 2024
<a href="#">Changement de focus</a>	EcoTV	28 mars 2024
<a href="#">EcoPulse - Mars 2024</a>	EcoPulse	28 mars 2024
<a href="#">Balance commerciale française : bilan 2023 et projections 2024-2025</a>	EcoFlash	27 mars 2024
<a href="#">Economie mondiale   L'«autre» taux terminal: jusqu'où les taux directeurs baisseront-ils?</a>	EcoWeek	25 mars 2024
<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



# 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

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

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

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



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

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

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

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

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

[https://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.

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