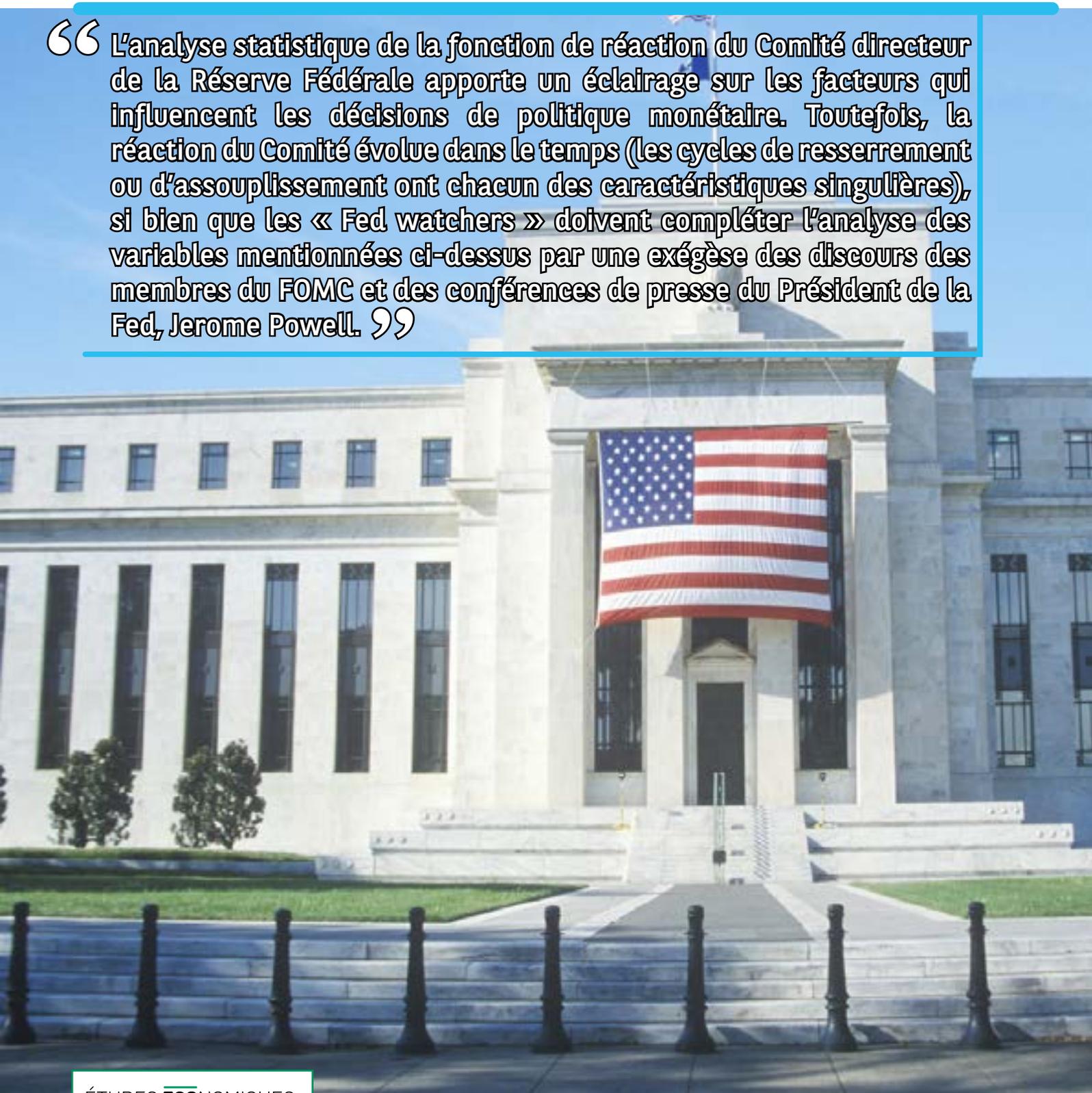


“ L’analyse statistique de la fonction de réaction du Comité directeur de la Réserve Fédérale apporte un éclairage sur les facteurs qui influencent les décisions de politique monétaire. Toutefois, la réaction du Comité évolue dans le temps (les cycles de resserrement ou d’assouplissement ont chacun des caractéristiques singulières), si bien que les « Fed watchers » doivent compléter l’analyse des variables mentionnées ci-dessus par une exégèse des discours des membres du FOMC et des conférences de presse du Président de la Fed, Jerome Powell. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

La fonction de réaction de la Réserve Fédérale examinée à la loupe

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : 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



LA FONCTION DE RÉACTION DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE EXAMINÉE À LA LOUPE

Il est important de bien comprendre la fonction de réaction d'une banque centrale. Elle influence les anticipations d'inflation et de taux d'intérêt, le niveau des rendements obligataires, l'appétit pour le risque des investisseurs et la confiance économique en général. Aux États-Unis, différents types d'informations contribuent à améliorer notre compréhension de la fonction de réaction de la Réserve fédérale. Tout d'abord, les règles de politique monétaire, qui jouent un rôle important dans les travaux des équipes de la Fed en vue des réunions du FOMC. Ensuite, la relation entre l'inflation, la croissance, le chômage et le taux des fonds fédéraux dans le Résumé des Projections économiques des membres du FOMC. Enfin, les éléments de langage dans les discours et conférences de presse des membres de l'institution qui continuent de jouer un rôle central étant donné que la réactivité du FOMC aux données économiques (inflation, chômage, écart de production) fluctue dans le temps.

Il est important de bien comprendre la fonction de réaction d'une banque centrale. Cette fonction influence les attentes en termes d'inflation et de taux d'intérêt officiels et, par extension, le niveau des rendements obligataires, l'appétit pour le risque des investisseurs et la confiance dans l'économie en général¹. S'agissant de la Réserve fédérale, cet aspect revêt une importance particulière compte tenu des retombées internationales de ses décisions de politique monétaire. Heureusement, les spécialistes de la politique monétaire, les « Fed watchers », disposent d'une masse considérable d'informations pour mieux anticiper les prochaines décisions de la Banque centrale américaine. Les observateurs s'accordent à dire, qu'en dernière analyse, la décision de relever, d'abaisser ou de maintenir inchangés les taux des fonds fédéraux dépendra des données, comme l'ont souvent déclaré Jerome Powell et ses collègues. Toutefois, ces données ne doivent pas être analysées de manière isolée. Leur principal intérêt réside dans les informations qu'elles nous fournissent sur les perspectives d'inflation et, compte tenu du double mandat de la Fed, le taux de chômage. Pour les spécialistes des banques centrales, cette analyse constitue une base pour l'élaboration des anticipations de taux directeurs. Une approche formalisée de ce processus consiste à utiliser les règles de conduite de la politique monétaire, qui utilisent un petit nombre de facteurs macroéconomiques pour décrire la fonction de réaction des décideurs en ce domaine.

Aux États-Unis, ces règles de conduite constituent une tradition ancienne qui remonte aux travaux de John B. Taylor, avec sa règle éponyme, formulée au début des années 1990². Ces règles jouent également un rôle important dans les éléments pris en compte dans la préparation des réunions du comité directeur de la Réserve fédérale³. Les principales variables prises en considération sont le taux d'intérêt neutre, l'inflation cible, l'écart entre inflation observée et inflation cible (inflation gap), l'écart entre croissance réalisée et croissance potentielle (output gap), l'écart entre taux de chômage courant et taux de chômage sans accélération de l'inflation (NAIRU) (unemployment gap), mais aussi les pondérations supposées des variables respectives

et le coefficient d'inertie, qui reflète le caractère graduel de la mise en œuvre de la politique monétaire⁴. Bien que le nombre limité de variables donne la priorité aux éléments qui ont une réelle influence, le taux directeur recommandé varie beaucoup en fonction des spécifications du modèle. À titre d'illustration, à l'issue de la réunion du FOMC de décembre 2018, la fourchette cible pour les taux des fonds fédéraux a été relevée à 2,25-2,50 %, alors que les différentes règles de conduite de la politique monétaire préconisaient un taux entre 2,03 % et 4,66%⁵. Dans ces conditions, il est peut-être plus pertinent de s'intéresser au changement recommandé plutôt qu'au niveau absolu. Un document publié récemment par Athanasios Orphanides⁶ présente une règle selon laquelle la variation trimestrielle du taux des fonds fédéraux est égale à 0,5 fois l'écart entre la croissance nominale attendue du PIB et le taux de croissance naturel. Cette règle, qui vise à reproduire l'évolution observée des taux des fonds fédéraux, peut s'avérer utile pour les Fed watchers pour réaliser des analyses de scénarios sur la base de différentes prévisions économiques (graphique 1)⁷.

Le résumé des projections économiques (SEP) des membres du FOMC permet également d'éclairer leur fonction de réaction. Le graphique 2 présente les projections de croissance nominale du PIB⁸ et le haut de la fourchette cible des taux des fonds fédéraux. Le graphique 3 présente les projections d'inflation des dépenses de consommation. En 2022, la révision à la hausse significative des projections d'inflation avait motivé une révision à la hausse des projections de croissance nominale pour 2022, lesquelles semblent donc avoir été l'un des principaux moteurs du resserrement monétaire décidé pendant la même année. Jusqu'en juin 2023, en dépit de l'absence d'une tendance claire dans les projections de croissance nominale pour 2023 et 2024, celles-ci sont demeurées élevées, justifiant une politique monétaire restrictive, d'autant plus qu'au second semestre 2023, ces mêmes projections ont été relevées du fait de la révision à la hausse des prévisions de croissance réelle. Bien sûr, il faut se garder de généraliser en se fondant sur l'analyse visuelle d'un seul cycle de resserrement monétaire.

1 Pour une analyse de la fonction de réaction de la BCE, se référer à notre publication *La fonction de réaction de la BCE examinée à la loupe*, EcoWeek, BNP Paribas, 19 juin 2024.

2 Pour une présentation générale de ces travaux, se référer à : John B. Taylor, *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1999.

3 Se référer au document officiellement intitulé Tealbook, « Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy » (rapport au comité FOMC sur les conditions économiques et la politique monétaire) réalisé par les services du Conseil de la Réserve fédérale. Le Tealbook est « distribué au FOMC avant chacune de ses réunions régulières. Il contient une analyse en profondeur de la situation économique et des conditions financières actuelles, et des projections, et propose des éléments de contexte sur les politiques monétaires alternatives ». Ce document est rendu public à l'issue d'un délai de 5 ans. Le dernier Tealbook disponible remonté à décembre 2018. Source : Réserve fédérale.

4 Les variables exactes et les pondérations diffèrent en fonction de la formulation de la règle de conduite de la politique monétaire.

5 Source : *Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy* (rapport au comité FOMC sur les conditions économiques et la politique monétaire), Book A. préparé pour le FOMC par les services du Conseil de la Réserve fédérale, 7 décembre 2018. Comme nous l'expliquons dans la note 5, cette réunion est la dernière pour laquelle les données ont été rendues publiques.

6 Athanasios Orphanides, *Enhancing resilience with natural growth targeting*, document de discussion du CEPR DP18862, février 2024.

7 Athanasios Orphanides définit le taux de croissance naturel comme la somme du taux cible d'inflation de la Fed (2,0 %) et du taux de croissance potentiel du PIB réel. Pour cette dernière variable, il a recours à une estimation de la réponse médiane pour la croissance moyenne annuelle du PIB réel à 10 ans figurant dans l'Enquête des prévisionnistes professionnels de la Réserve fédérale de Philadelphie. S'agissant de la croissance nominale du PIB, il utilise la réponse médiane pour la croissance du revenu nominal sur quatre trimestres produite par la même enquête.

8 Le SEP ne fournit pas d'informations sur la croissance du PIB nominal. Cette donnée peut être obtenue indirectement en calculant la somme des projections de croissance du PIB réel et de l'inflation PCE liée aux dépenses de consommation (graphique 2).



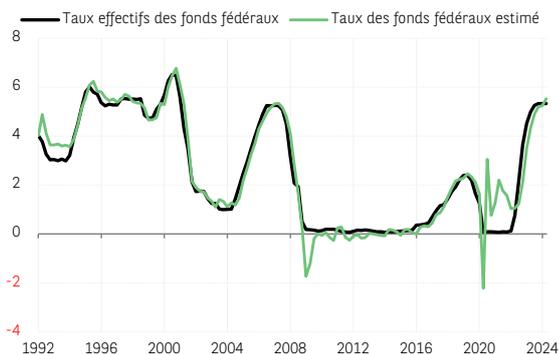
Cependant, une approche statistique rigoureuse a été réalisée dans un document publié récemment par la Réserve fédérale, dans lequel les auteurs analysent la fonction de réaction médiane des participants du FOMC : comment la projection médiane de taux des fonds fédéraux répond-elle aux variations des projections médianes d'inflation et de chômage ? Les résultats de cette analyse montrent que la sensibilité à l'inflation et à l'output gap fluctue dans le temps et que la réaction à l'inflation a fortement augmenté depuis la pandémie. Ces résultats sont sans surprise compte tenu de l'évolution récente de l'inflation. Pour conclure, la règle de conduite de la politique monétaire proposée par Athanasios Orphanides, l'analyse du dernier cycle de resserrement et une estimation économétrique des facteurs qui influencent les projections de taux d'intérêt des membres du FOMC (le « dot plot ») montrent l'influence majeure sur les décisions de politique monétaire de l'inflation (par rapport au niveau cible), la croissance nominale du PIB et l'écart entre cette croissance et les prévisions à long terme de la Fed.

Toutefois, la réaction du FOMC fluctue dans le temps (les cycles de resserrement ou d'assouplissement ont chacun des caractéristiques singulières), si bien que les « Fed watchers » doivent compléter l'analyse des variables mentionnées ci-dessus par une exégèse des discours des membres du FOMC et des conférences de presse du Président de la Fed, Jerome Powell. À cet égard, il convient de rappeler que de simples approches analytiques peuvent également s'avérer utiles. De fait, le graphique 4 met en évidence une corrélation étroite entre croissance nominale du PIB observée et taux des fonds fédéraux entre le début des années 1980 et la crise financière mondiale. Compte tenu de la résilience de la croissance de l'économie américaine et de la lente désinflation qui caractérisent le cycle actuel, cette corrélation pourrait avoir de bonnes chances de se rétablir.

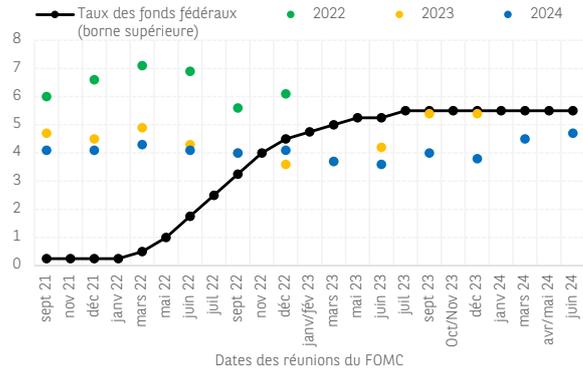
William De Vijlder

9 Ces travaux couvraient la période comprise entre juin 2012 et mars 2023. Source : Gonzalez-Astudillo, Manuel, et Rakeen Tanvir, *Hawkish or Dovish Fed? Estimating a Time-Varying Reaction Function of the Federal Open Market Committee's Median Participant*, Finance and Economics Discussion Series 2023-070, Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale, 2023.

ESTIMATION DU TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX SELON LA RÈGLE D'ORPHANIDES



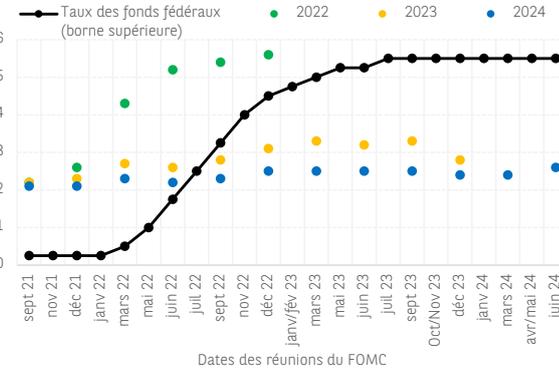
TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ET SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR LA CROISSANCE DU PIB NOMINAL



GRAPHIQUE 1 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

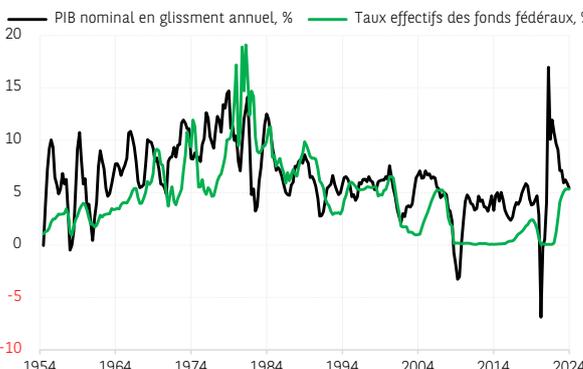
GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX ET SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES POUR L'INFLATION PCE



GRAPHIQUE 3 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

CROISSANCE DU PIB NOMINAL ET TAUX EFFECTIF DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 4 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 21-6-24 au 28-6-24

▼ CAC 40	7.629	▶ 7.479	-2.0 %		
▼ S&P 500	5.465	▶ 5.460	-0.1 %		
▼ Volatilité (VIX)	13.2	▶ 12.4	-0.8 pb		
↗ Euribor 3m (%)	3.69	▶ 3.71	+2.5 pb		
▼ Libor \$ 3m (%)	5.61	▶ 5.59	-2.0 pb		
↗ OAT 10a (%)	3.15	▶ 3.26	+10.7 pb		
↗ Bund 10a (%)	2.39	▶ 2.46	+7.2 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	4.26	▶ 4.37	+11.6 pb		
↗ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.07	+0.3 %		
▼ Or (once, \$)	2.332	▶ 2.326	-0.3 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	85.9	▶ 86.3	+0.4 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 24	+bas 24	Rendements (%)	+haut 24	+bas 24
€ BCE	4.25	4.50 le 01/01	4.25 le 12/06	€ Moy. 5-7a	2.64
Eonia	-0.51	-0.51 le 01/01	-0.51 le 01/01	Bund 2a	2.99
Euribor 3m	3.71	3.97 le 18/01	3.68 le 24/06	Bund 10a	2.46
Euribor 12m	3.58	3.76 le 19/03	3.51 le 01/02	OAT 10a	3.26
\$ FED	5.50	5.50 le 01/01	5.50 le 01/01	Corp. BBB	4.02
Libor 3m	5.59	5.61 le 20/06	5.53 le 01/02	\$ Treas. 2a	4.77
Libor 12m	6.04	6.04 le 01/01	6.04 le 01/01	Treas. 10a	4.37
£ Bque Angl	5.25	5.25 le 01/01	5.25 le 01/01	High Yield	7.85
Libor 3m	5.30	5.33 le 06/03	5.30 le 22/03	£ Gilt. 2a	4.77
Libor 12m	0.81	0.81 le 01/01	0.81 le 01/01	Gilt. 10a	4.17

Au 28-6-24

TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 24	+bas 24	2024
USD	1.07	1.10 le 01/01	1.06 le 15/04 -3.0%
GBP	0.85	0.87 le 02/01	0.84 le 11/06 -2.2%
CHF	0.96	0.99 le 27/05	0.93 le 08/01 +3.6%
JPY	172.40	172.40 le 28/06	155.33 le 02/01 +10.7%
AUD	1.60	1.67 le 28/02	1.60 le 28/06 -0.9%
CNY	7.79	7.88 le 06/06	7.69 le 15/04 -0.6%
BRL	5.95	5.95 le 28/06	5.31 le 13/02 +10.9%
RUB	92.44	102.67 le 23/02	89.75 le 19/06 -6.4%
INR	89.37	91.92 le 01/01	88.68 le 12/04 -2.8%

Au 28-6-24 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 24	+bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	86.3	91.6 le 12/04	75.8 le 08/01	+11.0% +14.4%
Or (once)	2.326	2.432 le 21/05	1.989 le 14/02	+12.6% +16.1%
Métaux, LME	4.164	4.652 le 21/05	3.558 le 09/02	+10.7% +14.1%
Cuivre (tonne)	9.456	10.801 le 20/05	8.065 le 09/02	+11.7% +15.2%
Blé (tonne)	204	2.5 le 28/05	191 le 15/03	-12.3% -9.6%
Mais (tonne)	148	1.7 le 13/05	148 le 23/02	-14.9% -12.3%

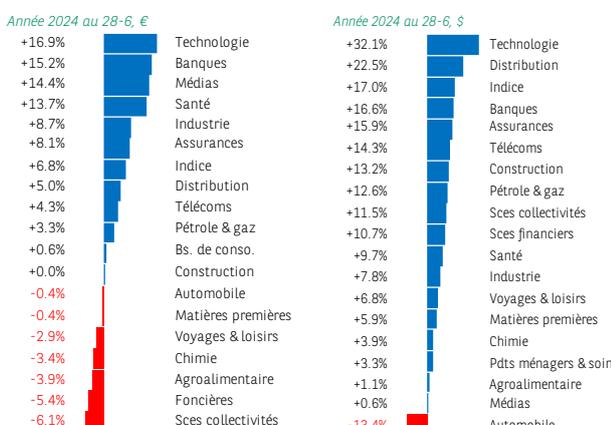
Au 28-6-24 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	+bas 24	2024
Monde				
MSCI Monde	3.512	3.524 le 19/06	3.114 le 04/01	+10.8%
Amérique du Nord				
S&P500	5.460	5.487 le 18/06	4.689 le 04/01	+14.5%
Europe				
EuroStoxx50	4.894	5.101 le 15/05	4.403 le 17/01	+8.2%
CAC 40	7.479	8.240 le 15/05	7.319 le 17/01	-0.8%
DAX 30	18.235	18.869 le 15/05	16.432 le 17/01	+8.9%
IBEX 35	10.944	11.444 le 06/06	9.858 le 19/01	+8.3%
FTSE100	8.164	8.446 le 15/05	7.446 le 17/01	+5.6%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1.414	1.415 le 22/03	1.242 le 03/01	+13.3%
Nikkei	39.583	40.888 le 22/03	33.288 le 04/01	+18.3%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1.086	1.102 le 20/05	958 le 17/01	+6.1%
Chine	57	64 le 20/05	49 le 22/01	+3.9%
Inde	1.073	1.073 le 28/06	915 le 03/01	+16.7%
Brésil	1.408	1.800 le 01/01	1.387 le 19/06	-10.5%

Au 28-6-24 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

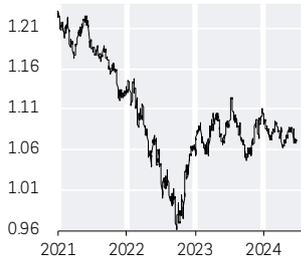


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

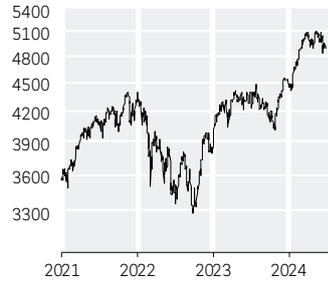


REVUE DES MARCHÉS

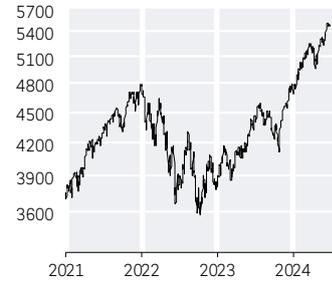
EURO-DOLLAR



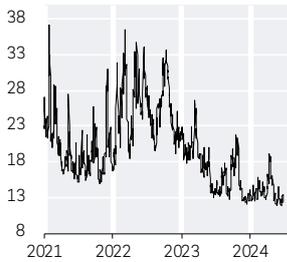
EUROSTOXX50



S&P500



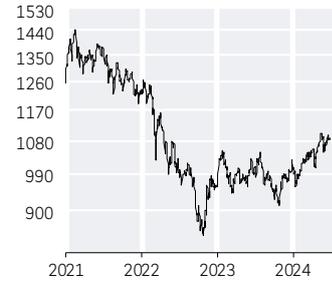
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



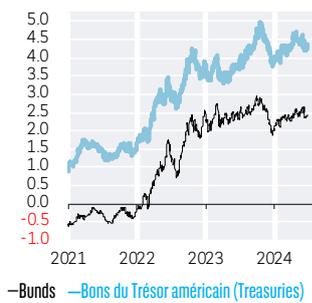
MSCI MONDE (USD)



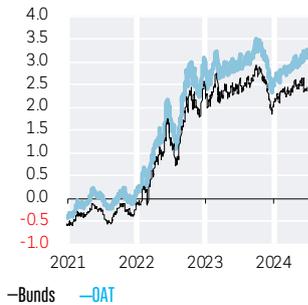
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

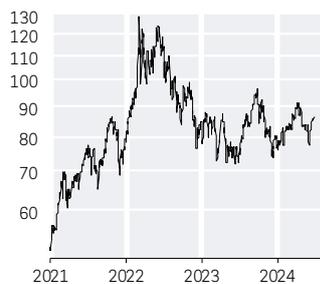


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

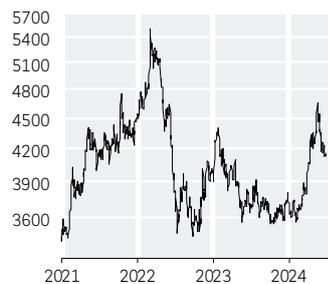
Année 2024 au 28-6

4.26%	Grèce	180 pb
4.04%	Italie	157 pb
3.37%	Espagne	91 pb
3.26%	France	79 pb
3.17%	Portugal	70 pb
3.04%	Autriche	58 pb
3.03%	Finlande	57 pb
3.03%	Belgique	57 pb
2.83%	P-Bas	37 pb
2.83%	Irlande	36 pb
2.46%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

COMMERCE INTERNATIONAL : POUR L'HEURE, RÉSISTANCE DE L'ACTIVITÉ AUX TENSIONS LOGISTIQUES

Le rallongement des flux maritimes mondiaux, et les problèmes de logistique qui en résultent, continuent de tirer le fret et les prix des porte-conteneurs vers le haut, mais n'engendrent pas, à ce stade, de frein notable à l'activité, ni de hausse importante des prix à l'importation. La remontée des cours s'est bien amplifiée en juin : l'indice Freightos (graphique 5) a progressé de 43% m/m le mois dernier, contre une augmentation de près de 15% en mai. L'indice se situait, fin juin, 30% au-dessus du précédent pic observé à la mi-février mais accusait encore un niveau 60% inférieur aux records atteints à l'automne 2021.

Néanmoins, la hausse du fret est concentrée sur les flux de marchandises au départ et à destination de la Chine et transitant par porte-conteneurs. Les prix de transport du vrac sec, mesuré par l'indice Baltic (graphique 4), sont, dans leur ensemble, sur une phase ascendante mais leur remontée est plus contenue. Les coûts d'acheminement de pétrole brut (Dirty tanker) ou raffinée (Clean tanker) se sont même stabilisés au cours du premier semestre 2024.

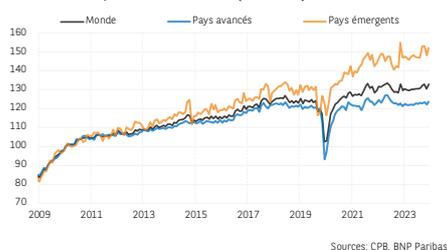
Ces perturbations sur l'offre devraient vraisemblablement avoir des effets plus limités sur l'activité mondiale qu'à la sortie du confinement, la demande étant aujourd'hui moins soutenue qu'en 2021/2022. L'indice agrégé des tensions sur les chaînes de valeur, publié par la Réserve fédérale de New York, a rebondi, comme attendu en mai, mais reste à un niveau historiquement bas (graphique 3).

Les indicateurs PMI globaux sont restés bien orientés au printemps, au-dessus de la ligne d'expansion. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier (graphique 2) a baissé très légèrement, de 0,1 point, à 50,4, mais se situe à un niveau cohérent avec la dynamique des exportations en volume publiés par le CPB. En avril, les exportations mondiales ont progressé de 1,8% m/m et de 2,5% en glissement annuel. La hausse est principalement portée par la Chine qui a vu ses exportations rebondir de 5,2% m/m, tandis que le reste de l'Asie (hors Japon) et la zone euro ont enregistré une augmentation similaire à hauteur de 2,4% m/m. Les exportations des États-Unis ont augmenté de 0,6% m/m tandis que celles du Japon ont reculé de 0,2% m/m.

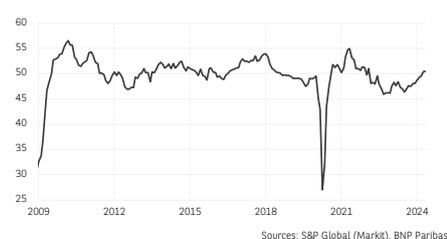
Guillaume Derrien

INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

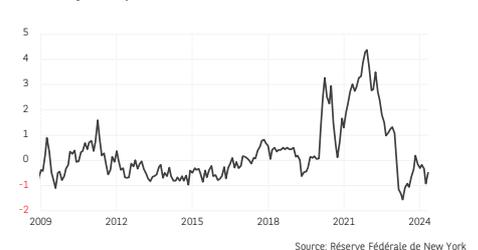
1. Indice des exportations en volume (2010=100)



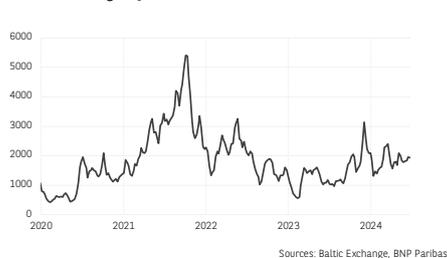
2. PMI manufacturier mondial
Nouvelles commandes à l'exportation



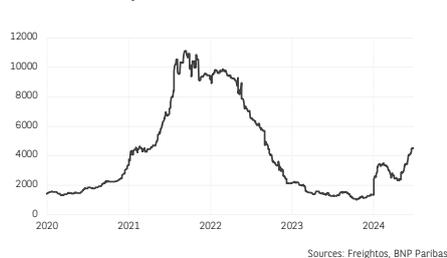
3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



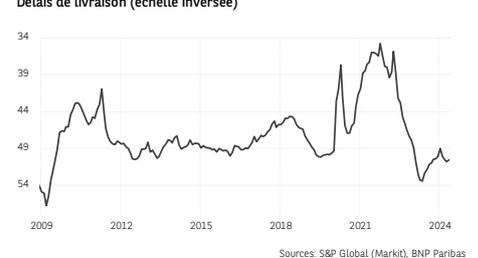
4. Baltic Exchange Dry Index



5. Indice du taux de fret



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



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire apparaît désormais écartée face à la résilience d'une économie, qui a encore progressé de 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Malgré un ralentissement (+0,3% t/t contre +0,8% au T4 2023), le PIB a encore progressé au T1 2024, porté par les contributions de la consommation et de l'investissement. Notre scénario central table sur une croissance de +2,5% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression attendue des revenus réels. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, les chiffres du premier trimestre 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. La croissance se stabiliserait au deuxième trimestre, avant un léger renforcement à 0,4% t/t sur les deux derniers trimestres de l'année. Cette embellie serait aussi soutenue par la baisse des taux d'intérêt par la BCE. La première baisse, actée en juin, serait suivie de deux autres au cours du second semestre, à raison d'une par trimestre. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du troisième trimestre. La désinflation de certaines composantes de l'indice des prix à la consommation plus sensibles à l'évolution des salaires, notamment les services, devrait être plus limitée. Le recul global de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être renforcée par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

FRANCE

L'économie française a poursuivi sa croissance au 1^{er} trimestre 2024, à 0,2% t/t (après +0,3% t/t au 4^e trimestre 2023). Les principaux supports ont été la consommation de services des ménages et les exportations. La désinflation est désormais nette (2,6% a/a en mai 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre à la croissance de s'accélérer encore dans les prochains trimestres. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 1,1% en 2024.

TAUX & CHANGE

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs. 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	3.1	2.3
Japon	0.9	1.8	0.3	1.0	2.5	3.3	2.6	2.5
Royaume-Uni	4.4	0.1	0.6	1.2	9.1	7.3	2.6	2.2
Zone euro	3.5	0.6	0.9	1.6	8.4	5.4	2.3	2.0
Allemagne	1.9	0.0	0.3	1.4	8.7	6.0	2.6	2.5
France	2.6	1.1	1.1	1.4	5.9	5.7	2.5	1.9
Italie	4.2	1.0	1.1	1.4	8.7	5.9	1.0	1.8
Espagne	5.8	2.5	2.6	2.1	8.3	3.4	3.1	2.2
Chine	3.0	5.2	5.2	4.3	2.0	0.2	-0.1	1.2
Inde*	7.0	8.2	6.9	6.7	6.7	5.4	4.7	4.3
Bésil	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 1 juillet 2024

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20
Zone euro	Taux de dépôt	3,75	3,50	3,25	2,75	2,50
	Bund 10a	2,35	1,95	2,00	2,25	2,50
	OAT 10a	2,87	2,50	2,52	2,80	3,05
	BTP 10 ans	3,70	3,35	3,45	3,80	4,00
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,19	2,82	2,85	3,15	3,38
	Taux BoE	5,25	4,75	4,50	4,00	3,50
Japon	Gilt 10a	4,00	3,80	3,70	3,55	3,65
	Taux BoJ	0,10	0,25	0,25	0,50	1,00
	JGB 10a	-	1,05	1,25	1,45	1,60

Taux de change

Fin de période		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD	EUR / USD	1,05	1,05	1,06	1,08	1,10
	USD / JPY	155	154	153	150	148
	GBP / USD	1,25	1,27	1,28	1,30	1,33
EUR	EUR / GBP	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	163	162	162	162	163

Pétrole

Moyenne trimestrielle		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Pétrole	USD/baril	90	92	87	81	82

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

Mise à jour le 24 juin 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

OCDE Les perspectives économiques face aux retombées incertaines des élections	EcoPerspectives	28 juin 2024
Vert protecteur	Graphique de la semaine	26 juin 2024
Audiobrief Le retour vers le futur du travail indépendant	Podcast	26 juin 2024
La perspective d'une convergence des taux de croissance entre la zone euro et les États-Unis à l'épreuve de l'incertitude	EcoWeek	25 juin 2024
Baromètre de l'inflation - juin 2024 Du mieux sur le front des salaires réels	EcoCharts	20 juin 2024
Comment la BCE réagit-elle aux données économiques ?	EcoTV	20 juin 2024
France : Poids économique des défaillances d'entreprises, des niveaux élevés à relativiser	EcoFlash	20 juin 2024
Afrique du Sud : les marchés réagissent positivement à la formation du nouveau gouvernement	Graphique de la Semaine	19 juin 2024
La fonction de réaction de la BCE examinée à la loupe	EcoWeek	19 juin 2024
LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - Juin 2024	Le Petit Atlas de l'Économie Française	14 juin 2024
Inde : la croissance est forte mais les niveaux de revenu et d'emploi restent faibles	EcoConjoncture	14 juin 2024
France : le cap de 60 000 défaillances d'entreprises est franchi	EcoBrief	13 juin 2024
Des conséquences économiques du réchauffement	EcoTV	13 juin 2024
Système bancaire grec : tendances positives, faiblesses structurelles	Graphique de la Semaine	12 juin 2024
Désynchronisation des politiques monétaires entre la BCE et la Réserve fédérale et l'euro	EcoWeek	11 juin 2024
Une brève histoire de l'emploi indépendant en France	EcoFlash	6 juin 2024
États-Unis : Le marché immobilier résidentiel face au resserrement monétaire	EcoFlash	5 juin 2024
Parts de marché à l'exportation : l'Allemagne vers une glissade plus prononcée ?	Graphique de la Semaine	5 juin 2024
Banques britanniques : des performances exceptionnelles en 2023 assombries par quelques nuages en 2024	EcoConjoncture	5 juin 2024
« Européaniser » l'épargne individuelle à long terme	EcoWeek	4 juin 2024
Zone euro : qu'attendre de la réunion de la BCE de cette semaine ?	EcoBrief	3 juin 2024



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international

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

Anis Bensaidani
États-Unis, Japon

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

Lucie Barette
Europe du Sud

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright: Dizain

