

“ Le nouveau produit d'épargne européen, qui semble faire pour l'heure consensus, pourrait offrir à la nouvelle Commission européenne issue des élections de juin prochain l'opportunité d'effectuer – enfin – un pas vers l'Union des marchés de capitaux. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

« Européaniser » l'épargne individuelle à long terme

---

# 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



## « EUROPÉANISER » L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE À LONG TERME

Lors d'une conférence de presse conjointe en Allemagne, le mardi 28 mai 2024, et dans la lignée des rapports Letta<sup>1</sup> et Noyer<sup>2</sup>, et des déclarations du ministre français de l'Économie, le président français et le chancelier allemand ont évoqué leur souhait de créer un « produit d'épargne européen » pour « renforcer la compétitivité et la croissance de l'Europe ». Une nouvelle approche pour remettre l'Union des marchés de capitaux sur les rails.

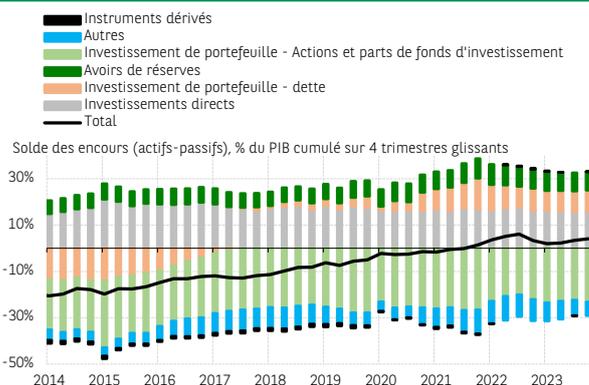
Les ménages détenaient environ 29 800 milliards d'euros d'encours d'actifs financiers dans la zone euro au 31 décembre 2023. Environ un tiers (près de 9 500 milliards) de cette épargne était collecté sous forme de dépôts et intermédié par les banques, moyennant un processus de transformation des risques et des maturités, pour financer l'économie dite « réelle » principalement sous forme de prêts et, dans une bien moindre mesure, sous forme de titres de dette détenus par les banques. Un deuxième tiers (9 200 milliards) était alloué à des actions et des parts de fonds. Enfin, un dernier tiers (11 600 milliards) était logé dans des dispositifs d'assurance-vie et de retraite, et investi dans des instruments de taux.

Une grande partie de cette épargne est « exportée » en dehors de la zone euro tandis que les entreprises européennes se procurent une fraction de leurs besoins en fonds propres auprès d'investisseurs non-résidents<sup>3</sup>. Ce paradoxe illustre notamment les préférences différentes des investisseurs de part et d'autre de l'Atlantique (cf. graphique).

Cette circulation des capitaux permet certes à nos économies ouvertes de se financer là où des économies fermées se heurteraient aux préférences locales des investisseurs, à l'insuffisance de capitaux ou à des coûts de financement plus élevés. Mais la préférence des Européens pour les actifs moins risqués et moins rémunérés n'est pas sans conséquence. Ainsi, en dépit d'une position extérieure nette de la zone peu ou prou équilibrée, les investisseurs non-résidents captent une valeur ajoutée créée dans la zone euro supérieure à celle qu'obtiennent les investisseurs de la zone euro sous forme de rémunération des actifs qu'ils détiennent en dehors des frontières européennes.

Au demeurant, le financement sous forme de capitaux propres est un préalable indispensable aux entreprises récentes et innovantes pour obtenir d'autres financements externes sous forme d'endettement. Il permet également à des entreprises plus anciennes de financer des projets d'envergure, comme une rupture technologique.

### POSITION EXTÉRIURE NETTE DE LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, BNP PARIBAS

Le financement de l'innovation constitue un levier d'amélioration de la productivité et de la compétitivité européennes et justifie donc la volonté politique de réorienter l'épargne européenne vers les instruments de fonds propres. Mais l'appétit des épargnants pour les actions ne se décréte pas, il peut simplement être encouragé par des incitations fiscales. Au-delà des besoins en fonds propres, les investissements futurs dans la transition énergétique, la transition numérique, l'intelligence artificielle vont susciter des besoins de financement sous forme de dette à long terme grandissants dans l'Union européenne. Un risque existe que les taux d'intérêt se tendent en cas d'insuffisance d'épargne longue pour couvrir ces nouveaux besoins. D'où la nécessité de créer les conditions en amont (par des incitations fiscales en faveur de l'épargne et en ne contraignant pas les bilans bancaires par des exigences prudentielles excessives).

<sup>1</sup> Letta E. (2024), "Much more than a market". Report requested by the June 2023 European Council, April. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

<sup>2</sup> Noyer C. (2024), "Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir", rapport commandé par le ministre de l'Économie à un Comité d'expert présidé par Christian Noyer, avril. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/b3ffec15-7ff9-4d6e-a3e0-4b634958f898/files/0f68a9a0-2f79-4cde-aa2a-1aafab7db11e>

<sup>3</sup> Euro-area-quarterly-balance-of-payments-and-international-investment-position .pdf (banque-france.fr)



Le nouveau produit d'épargne européen, qui semble faire pour l'heure consensus, pourrait offrir à la nouvelle Commission européenne issue des élections de juin prochain l'opportunité d'effectuer – enfin – un pas vers l'Union des marchés de capitaux.



Enfin, un argument essentiel à nos yeux - (présent depuis 2015 dans la sémantique de la Commission européenne relative à l'Union des marchés de capitaux, mais passé sous silence dans les Rapports Noyer et Letta) est la mutualisation des risques au sein de l'Union européenne (*risk sharing*). À la faveur d'un tel mécanisme, un pays confronté à un choc idiosyncratique subirait une baisse du PIB moindre que ce que l'ampleur du choc suggérerait. L'effet stabilisateur des revenus tirés de la détention d'actifs financiers émis dans d'autres États membres, non concernés par le choc, autoriserait ainsi un certain lissage de la consommation<sup>4</sup>.

Le nouveau produit d'épargne européen ne constituerait pas un coup d'essai pour la Commission européenne. Il s'inscrirait dans la droite ligne du fonds européen d'investissement de long terme (*European Long-term investment fund, ELTIF*), introduit en 2015<sup>5</sup> et du plan d'épargne retraite individuel européen (*Pan-European Personal Pension Product, PEPP*) créé en 2019<sup>6</sup>. Le premier vise à mobiliser des financements de maturité longue en faveur de projets d'infrastructure, de sociétés non cotées ou de PME cotées qui émettent des instruments de capitaux propres ou de dette. Le second, ciblant les épargnants individuels, se caractérise par une grande flexibilité (choix de sortie en rente, en capital ou un *mix*), des frais de gestion et de transferts plafonnés et une portabilité en cas de déménagement d'un État membre de l'UE à l'autre.

Face à l'échec du PEPP, le rapport Noyer plaide, pour le futur plan d'épargne européen, en faveur d'une approche « décentralisée » (comprendre « nationale ») sous la forme d'un label européen, lequel pourrait bénéficier aux fonds - nouveaux ou anciens dont les caractéristiques seraient adaptées - répondant à des critères d'éligibilité prédéfinis. Six principes fondamentaux sont dégagés dans le rapport : un horizon d'investissement lointain (échéance à la retraite avec des cas de déblocage anticipé similaires au PERECO français), une exposition risquée (garantie en capital éventuelle mais uniquement à l'horizon, exclue en cas de déblocage anticipé), une gestion pilotée par défaut, une adhésion par défaut pour les salariés avec option de non-souscription, un régime fiscal privilégié (déductibilité du revenu imposable jusqu'à une certaine limite ou crédit d'impôt, alternativement exonération fiscale partielle des gains à la sortie, droits de succession avantageux). En l'absence d'harmonisation fiscale, ce produit devrait au moins bénéficier, dans chaque État membre, du régime fiscal le plus favorable applicable. Enfin, l'objectif de ces produits étant de fléchir l'épargne des ménages européens vers les besoins d'investissements au sein de l'UE, une allocation minimale de 80% vers des actifs européens est préconisée.

Alors que les vingt-sept peinent à s'accorder sur la titrisation, sur l'harmonisation de la fiscalité ou sur celle du droit des faillites, ce produit d'épargne européen, qui semble faire pour l'heure consensus, pourrait offrir à la nouvelle Commission européenne issue des élections de juin prochain l'opportunité d'effectuer - enfin - un pas vers l'Union des marchés de capitaux.

Laurent Quignon

4 Born A., Bremus F., Kastelein W., Lambert C., Martín Fuentes N. (2024), "Progress on CMU is instrumental to leverage shock absorption through capital markets", SUERF Policy Brief n°866, 3 May.

5 Règlement européen 2015/760, en application le 9 décembre 2015. Ce dispositif a fait l'objet d'une révision en 2023 (Règlement (EU) 2023/606 du 15 mars 2023 modifiant le règlement (EU) 2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF 2)).

6 Règlement européen 2019/1238, en application depuis le 14 août 2019.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 24-5-24 au 31-5-24

▼ CAC 40	8 095	▶ 7 993	-1.3 %
▼ S&P 500	5 305	▶ 5 278	-0.5 %
↗ Volatilité (VIX)	11.9	▶ 12.9	+1.0 pb
↗ Euribor 3m (%)	3.81	▶ 3.79	-2.3 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	5.60	▶ 5.60	-0.0 pb
↗ OAT 10a (%)	3.06	▶ 3.11	+5.8 pb
↗ Bund 10a (%)	2.57	▶ 2.63	+6.5 pb
↗ US Tr. 10a (%)	4.47	▶ 4.49	+1.9 pb
↗ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.09	+0.1 %
▼ Or (once, \$)	2 339	▶ 2 331	-0.4 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	81.7	▶ 81.8	+0.1 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)	+haut 24	+bas 24	Rendements (%)	+haut 24	+bas 24
€ BCE	4.50	4.50 le 01/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le 01/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 01/01	Bund 2a	3.21	3.23 le 24/05
Euribor 3m	3.79	3.97 le 18/01	Bund 10a	2.63	2.66 le 29/05
Euribor 12m	3.71	3.76 le 19/03	OAT 10a	3.11	3.15 le 29/05
\$ FED	5.50	5.50 le 01/01	Corp. BBB	4.10	4.12 le 30/05
Libor 3m	5.60	5.61 le 29/05	\$ Treas. 2a	4.88	5.10 le 30/04
Libor 12m	6.04	6.04 le 01/01	Treas. 10a	4.49	4.70 le 25/04
£ Bque Angl	5.25	5.25 le 01/01	High Yield	7.97	8.24 le 16/04
Libor 3m	5.30	5.33 le 06/03	£ Gilt. 2a	4.86	4.96 le 29/05
Libor 12m	0.81	0.81 le 01/01	Gilt. 10a	4.32	4.41 le 29/05

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 24	+bas 24	2024
USD	1.09	1.10 le 01/01	1.06 le 15/04
GBP	0.85	0.87 le 02/01	0.85 le 27/05
CHF	0.98	0.99 le 27/05	0.93 le 08/01
JPY	170.60	170.60 le 31/05	155.33 le 02/01
AUD	1.63	1.67 le 28/02	1.62 le 02/01
CNY	7.86	7.88 le 08/03	7.69 le 15/04
BRL	5.71	5.71 le 31/05	5.31 le 13/02
RUB	98.11	102.67 le 23/02	95.72 le 19/01
INR	90.62	91.92 le 01/01	88.68 le 12/04

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 24	+bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	81.8	91.6 le 12/04	75.8 le 08/01	+5.3% +7.1%
Or (once)	2 331	2 432 le 21/05	1 989 le 14/02	+12.8% +14.8%
Métaux, LME\$	4 363	4 652 le 21/05	3 558 le 09/02	+16.0% +18.0%
Cuivre (tonne)	9 913	10 801 le 20/05	8 065 le 09/02	+17.1% +19.2%
Blé (tonne)	246	2.5 le 28/05	191 le 15/03	+5.8% +7.7%
Mais (tonne)	165	1.7 le 13/05	148 le 23/02	-5.6% -4.0%

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	+bas 24	2024
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	3 445	3 480 le 21/05	3 114 le 04/01	+8.7%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	5 278	5 321 le 21/05	4 689 le 04/01	+10.6%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 984	5 101 le 15/05	4 403 le 17/01	+10.2%
CAC 40	7 993	8 240 le 15/05	7 319 le 17/01	+6.0%
DAX 30	18 498	18 869 le 15/05	16 432 le 17/01	+10.4%
IBEX 35	11 322	11 363 le 15/05	9 858 le 19/01	+12.1%
FTSE100	8 275	8 446 le 15/05	7 446 le 17/01	+7.0%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 400	1 415 le 22/03	1 242 le 03/01	+12.2%
Nikkei	38 488	40 888 le 22/03	33 288 le 04/01	+15.0%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 049	1 102 le 20/05	958 le 17/01	+2.5%
Chine	59	64 le 20/05	49 le 22/01	+6.8%
Inde	1 004	1 031 le 24/05	915 le 03/01	+9.3%
Brésil	1 475	1 800 le 01/01	1 475 le 31/05	-11.3%

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

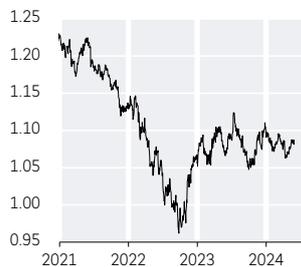
	Année 2024 au 31-5, €	Année 2024 au 31-5, \$
Banques	+19.9%	+19.9%
Médias	+12.8%	+12.8%
Industrie	+12.5%	+12.5%
Technologie	+11.3%	+11.3%
Santé	+10.6%	+10.6%
Assurances	+9.2%	+9.2%
Distribution	+8.7%	+8.7%
Indice	+8.2%	+8.2%
Construction	+6.1%	+6.1%
Pétrole & gaz	+6.1%	+6.1%
Automobile	+5.3%	+5.3%
Télécoms	+4.9%	+4.9%
Matières premières	+4.6%	+4.6%
Bs. de conso.	+4.5%	+4.5%
Chimie	+4.5%	+4.5%
Voyages & loisirs	-0.9%	-0.9%
Agroalimentaire	-1.4%	-1.4%
Foncières	-1.7%	-1.7%
Scs collectifs	-2.7%	-2.7%
Technologie	+19.9%	+19.9%
Scs collectifs	+16.7%	+16.7%
Assurances	+16.6%	+16.6%
Construction	+15.6%	+15.6%
Banques	+15.4%	+15.4%
Distribution	+15.0%	+15.0%
Pétrole & gaz	+12.9%	+12.9%
Indice	+11.9%	+11.9%
Télécoms	+10.8%	+10.8%
Scs financiers	+10.2%	+10.2%
Matières premières	+10.1%	+10.1%
Industrie	+8.0%	+8.0%
Santé	+6.3%	+6.3%
Chimie	+5.5%	+5.5%
Pdts ménagers & soins	+5.2%	+5.2%
Agroalimentaire	+2.9%	+2.9%
Voyages & loisirs	+2.3%	+2.3%
Médias	+1.1%	+1.1%
Automobile	-20.4%	-20.4%

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

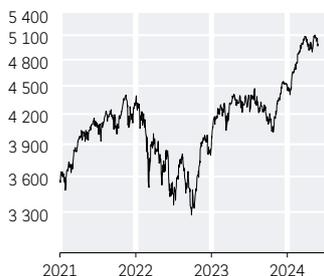


# REVUE DES MARCHÉS

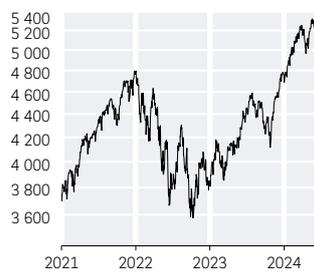
**EURO-DOLLAR**



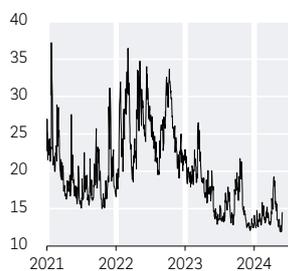
**EUROSTOXX50**



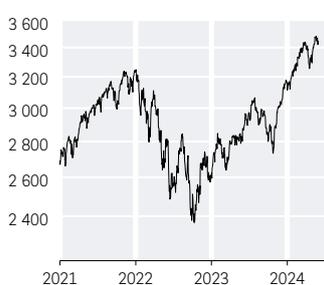
**S&P500**



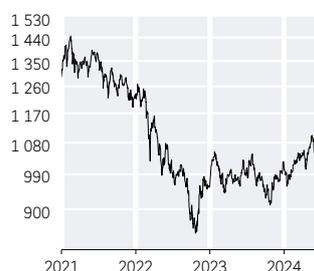
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



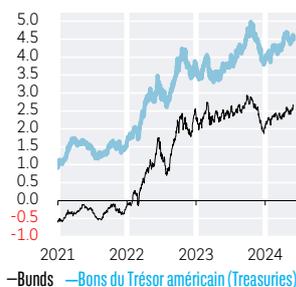
**MSCI MONDE (USD)**



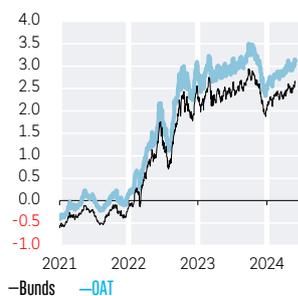
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



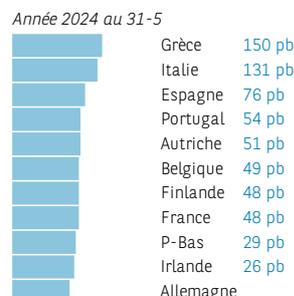
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



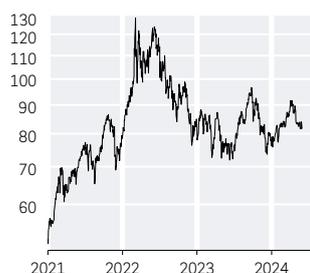
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



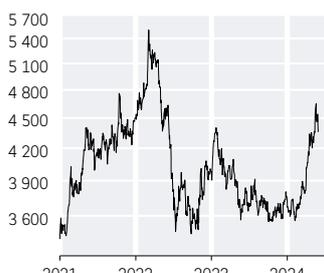
**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**



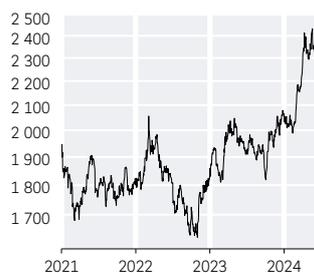
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LME, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## COMMERCE INTERNATIONAL : LES EFFETS DE LA HAUSSE DU FRET SUR LES EXPORTATIONS MONDIALES RESTENT LIMITÉS

Après une accalmie, les tensions sur le commerce maritime mondial refont surface. Selon l'indice Freightos, le fret mondial a rebondi de 40% entre la dernière semaine du mois d'avril et la dernière semaine du mois de mai (*graphique 5*). Celui-ci est ainsi revenu sur les niveaux observés en février, lorsque le conflit en mer Rouge avait gagné en intensité. La remontée des cours varie toujours nettement entre les différentes voies maritimes et s'avère plus marquée entre les échanges allant de la côte ouest des États-Unis à la côte est de la Chine. Conjonction de multiples facteurs (entre autres le durcissement des barrières tarifaires aux États-Unis, l'allongement des distances de transport lié aux tensions en mer Rouge, les conditions météorologiques impactant l'activité dans certains ports d'Asie du Sud-Est), la remontée actuelle des coûts d'acheminement demeure toutefois très en-dessous des pics observés à l'automne 2021. Ces épisodes de tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales sont néanmoins voués à se répéter, en raison notamment des aléas climatiques et des tensions géopolitiques et commerciales plus marquées qu'auparavant.

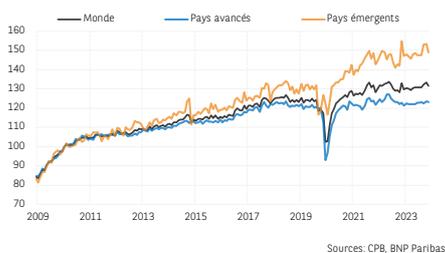
Cela dit, la hausse actuelle a eu, jusqu'à présent, peu d'effet sur les indices manufacturiers relatifs aux délais d'acheminement recensés dans les enquêtes PMI, qui ont baissé marginalement à la fois aux États-Unis (-0,2 point, à 50,3) et en zone euro (-1 point, à 55,2). L'indice de tensions sur les chaînes de valeur, mesuré par la Réserve fédérale de New York (*graphique 3*), et dont les dernières données portent sur le mois d'avril, s'est nettement replié mais devrait a priori remonter le mois suivant.

Les dernières données du CPB indiquent une hausse modérée du volume des exportations mondiales au premier trimestre 2024 après un léger recul sur l'ensemble de l'année 2023 (-0,7%, *graphique 1*). Les exportations en volume ont augmenté de 1,1% t/t au T1, la meilleure progression depuis le troisième trimestre 2022. Les exportations en provenance des pays d'Europe centrale et orientale (+9,8% t/t), et de Chine (+5,4% t/t) ont rebondi. Les exportations en provenance des États-Unis ont progressé de 0,9% t/t, tandis que les exportations de la zone euro et du Japon ont reculé, respectivement, de 0,3% t/t et 2,5% t/t. L'indice PMI global pour les nouvelles commandes à l'exportation est par ailleurs mieux orienté ces derniers mois : il est repassé au-dessus du seuil d'expansion (à 50,5) en mai pour la première fois depuis février 2022 (*graphique 2*).

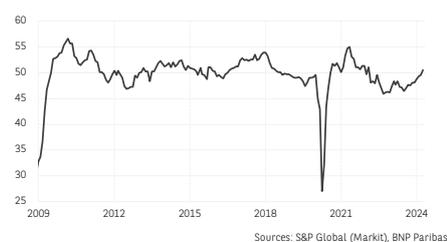
Guillaume Derrien

### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

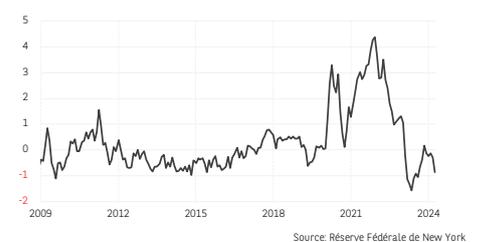
#### 1. Indice des exportations en volume (2010=100)



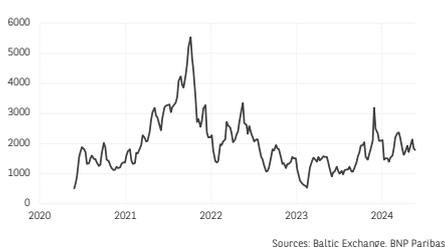
#### 2. PMI manufacturier mondial Nouvelles commandes à l'exportation



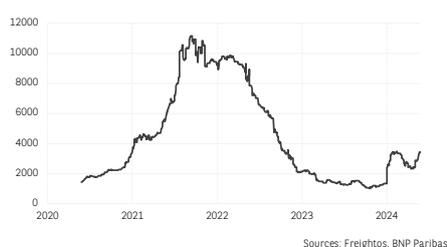
#### 3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



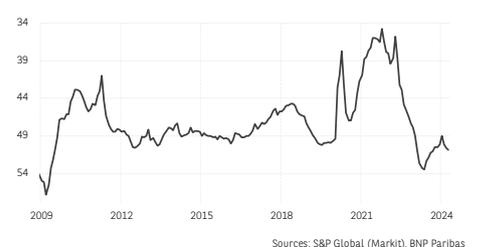
#### 4. Baltic Exchange Dry Index



#### 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 une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin et qui serait suivie de deux autres baisses au cours du second semestre, à raison d'une baisse par trimestre. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du troisième trimestre. La désinflation de certaines composantes de l'indice des prix à la consommation plus sensibles à l'évolution des salaires, notamment les services, devrait être plus limitée. Le recul global de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être renforcée par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

## FRANCE

L'économie française a poursuivi sa croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, à 0,2% t/t (après +0,3% t/t au 4<sup>e</sup> trimestre 2023). Les principaux supports ont été la consommation de services des ménages et les exportations. La désinflation est désormais nette (2,7% 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 0,9% en 2024.

## TAUX & CHANGE

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs. Le *timing* de la première baisse reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. La BCE semble plus près que la Fed et la BoE de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Nous tablons sur une première baisse de taux de la BCE en juin, projetons celle de la BoE en août tandis que celle de la Fed n'interviendrait qu'en toute fin d'année, en décembre. Pour la Fed, il n'y aurait donc qu'une seule baisse de taux en 2024 tandis que pour la BCE et la BoE, deux autres suivraient (chaque baisse serait de 25 points de base).

Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de *quantitative tightening*.

La Banque du Japon (BoJ) a été la première banque centrale des pays du G7 à agir en 2024, en actant conjointement, lors de la réunion de politique monétaire de mars, la fin de la politique des taux d'intérêt négatifs et de contrôle des taux d'intérêt. La cible des taux directeurs a ainsi été relevée, passant d'un corridor de -0,1-0,0% à 0,0-0,1%, mais le volume d'achat des titres d'État reste globalement inchangé. Nous prévoyons une normalisation très progressive de la politique monétaire dans le pays, avec une seule hausse supplémentaire envisagée d'ici à la fin de l'année 2024 (probablement en septembre).

Nous sommes fondamentalement baissiers sur le dollar mais il est, pour l'heure, soutenu par les tensions géopolitiques et les divergences entre les États-Unis et la zone euro (plus de croissance, plus d'inflation, moins de relâchement monétaire de l'autre côté de l'Atlantique). Cela conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait aussi finir par se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet, notamment, du décalage de politique monétaire, la BoJ étant en phase de resserrement monétaire.

### CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023	2024 e	2025 e	2022	2023	2024 e	2025 e
États-Unis	1,9	2,5	2,5	1,8	8,0	4,1	3,4	2,9
Japon	0,9	1,9	0,3	1,0	2,5	3,2	2,7	2,4
Royaume-Uni	4,4	0,1	0,6	1,2	9,1	7,4	2,6	2,2
Zone euro	3,5	0,5	0,8	1,7	8,4	5,4	2,3	2,0
Allemagne	1,9	0,0	0,2	1,4	8,7	6,1	2,7	2,5
France	2,5	0,9	0,9	1,4	5,9	5,7	2,4	1,8
Italie	4,2	1,0	1,1	1,4	8,7	6,0	1,0	1,7
Espagne	5,8	2,5	2,4	2,1	8,3	3,4	3,1	2,2
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 03 juin 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	0,75
	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 mai 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">Zone euro : qu'attendre de la réunion de la BCE de cette semaine ?</a>	EcoBrief	3 juin 2024
<a href="#">Taux d'épargne des ménages français : une dernière hausse avant la baisse ?</a>	EcoBrief	31 mai 2024
<a href="#">EcoPulse - Mai 2024</a>	EcoPulse	31 mai 2024
<a href="#">États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 2)</a>	EcoWeek	28 mai 2024
<a href="#">Est-ce important que la BCE baisse ses taux avant la Fed ? Non.</a>	EcoTV	23 mai 2024
<a href="#">États-Unis : résilience de l'économie malgré des taux plus élevés. Le rôle de la situation financière des entreprises (partie 1)</a>	EcoWeek	22 mai 2024
<a href="#">Europe centrale : amélioration des perspectives de croissance à court terme</a>	Graphique de la Semaine	22 mai 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation - mai 2024   l'inflation reste sur un plateau</a>	EcoCharts	17 mai 2024
<a href="#">Zone euro : sans briller, la conjoncture économique en zone euro s'éclaircit</a>	EcoBrief	15 mai 2024
<a href="#">États-Unis : La Fed tente d'écarter le risque d'un assèchement des marchés monétaires</a>	Graphique de la Semaine	15 mai 2024
<a href="#">France : la désinflation se diffuse</a>	EcoBrief	14 mai 2024
<a href="#">États-Unis : Résilience de l'économie malgré des taux d'intérêt plus élevés. Le rôle de la situation financière des ménages</a>	EcoWeek	14 mai 2024
<a href="#">Zone euro : la croissance démarre l'année du bon pied</a>	EcoTV	13 mai 2024
<a href="#">Réserve fédérale : des taux durablement élevés ? Deuxième acte</a>	EcoWeek	7 mai 2024
<a href="#">Les importations de l'UE bouleversées par la montée en gamme de l'industrie chinoise</a>	Graphique de la Semaine	7 mai 2024
<a href="#">Consommation de services des ménages français : au beau fixe</a>	EcoTV	6 mai 2024
<a href="#">L'Europe à la manœuvre : point d'étape de son action climatique et du soutien économique</a>	EcoConjoncture	6 mai 2024
<a href="#">Numéro d'avril</a>	EcoAtlas	6 mai 2024
<a href="#">Comparaison d'empreintes</a>	Graphique de la Semaine	2 mai 2024
<a href="#">Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire</a>	EcoEmerging	2 mai 2024
<a href="#">États-Unis : qu'attendre de la réunion du FOMC de cette semaine?</a>	EcoBrief	29 avril 2024



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

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

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable

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

Stéphane Colliac  
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien  
Zone euro, Royaume-Uni - Commerce international

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

Anis Bensaidani  
États-Unis, Japon

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

Lucie Barette  
Europe du Sud

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

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## 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](https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change