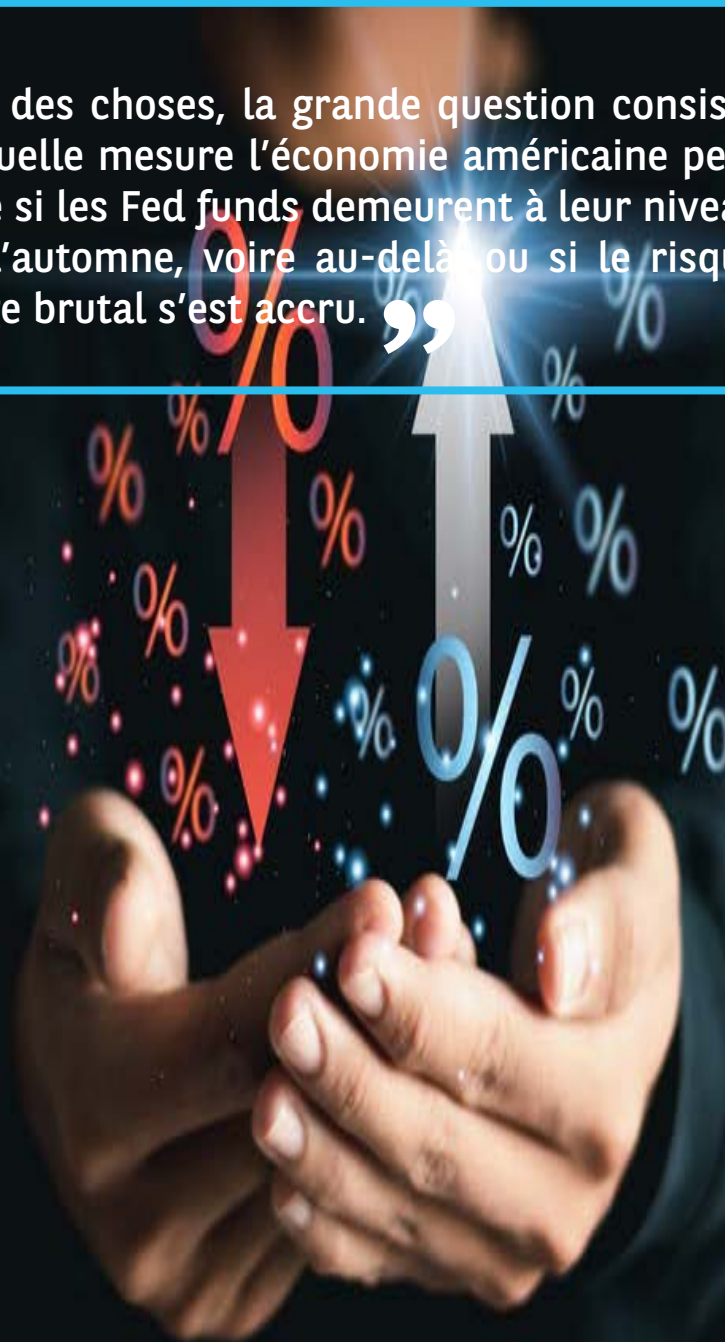


“ En l'état actuel des choses, la grande question consiste à savoir dans quelle mesure l'économie américaine peut rester résiliente si les Fed funds demeurent à leur niveau actuel jusqu'à l'automne, voire au-delà, ou si le risque d'un atterrissage brutal s'est accru. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Des taux durablement élevés ?  
Deuxième acte

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données  
économiques : impulsion du crédit en  
zone euro

---

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques  
et financières.

---

## 9

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



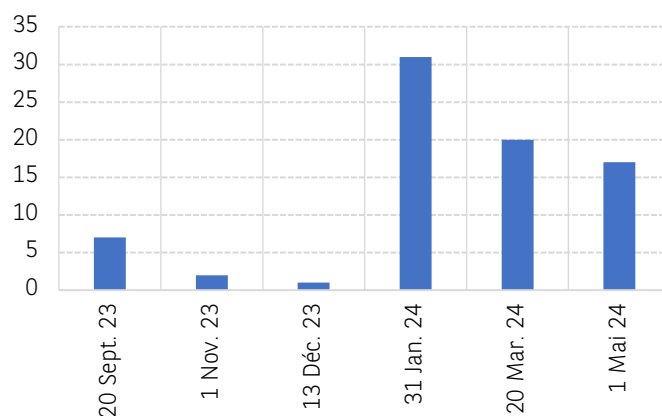
## ÉTATS-UNIS : DES TAUX DURABLEMENT ÉLEVÉS ? DEUXIÈME ACTE

Le message de la Réserve fédérale à l'issue de la réunion du comité directeur des 30 avril-1er mai, était sans équivoque. Il faudra attendre encore avant d'acquiescer le degré de confiance suffisant sur les perspectives d'inflation qui justifierait une baisse des taux des fonds fédéraux. Voici donc le retour d'un scénario « High for longer » (l'hypothèse que les taux restent élevés plus longtemps que prévu) pour les taux des fonds fédéraux, comme à l'automne 2023. En l'état actuel des choses, la grande question consiste à savoir dans quelle mesure l'économie peut rester résiliente si les Fed funds demeurent à leur niveau actuel jusqu'à l'automne, voire au-delà, ou si le risque d'un atterrissage brutal s'est accru. Le dernier rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière est quelque peu réconfortant (les bilans du secteur privé sont sains) mais il comporte également un avertissement sur la capacité à assurer le service de la dette des plus petites entreprises, exposées à des risques plus élevés, en cas de décrochage brutal de l'activité économique. Les indicateurs économiques seront plus que jamais à surveiller, notamment ceux en lien avec l'inflation - compte tenu de l'influence de celle-ci sur les perspectives de politique monétaire - et, pour juger de la résilience de l'économie, de la demande et de l'activité.

Tôt ou tard dans un cycle de politique monétaire, le mot « confiance » s'arrose un rôle central dans la communication et les conférences de presse des banques centrales : confiance que la politique monétaire restrictive permettra de juguler l'inflation, confiance dans la marge de manœuvre dont disposera la banque centrale pour baisser ses taux. Aux États-Unis, lors des conférences de presse de Jerome Powell à l'issue des réunions du comité directeur de la Réserve fédérale (FOMC), le nombre de références au terme « confiance » - par les journalistes mais aussi par le président de la Fed - a bondi cette année (graphique).

Cette forte augmentation traduit l'anticipation que, la fourchette cible des Fed funds ayant été relevée il y a plus de 6 mois pour se situer désormais entre 5,25 % et 5,50 %<sup>1</sup>, il serait bientôt temps pour la Réserve fédérale de commencer à abaisser ses taux. La déclaration de janvier 2024 du FOMC laissait présager une telle évolution<sup>2</sup>, d'où les nombreuses questions des journalistes dans l'assistance sur la date à laquelle le FOMC pensait acquiescer une confiance suffisante dans la baisse de l'inflation justifiant un abaissement du taux directeur, et sur les fondements de cette confiance. En mars, les commentaires de Jerome Powell devant le Comité bancaire du Sénat ont conforté la conviction que les baisses des taux étaient imminentes<sup>3</sup>. Plus récemment, toutefois, la publication de chiffres de l'inflation décevants a donné lieu à un retour de balancier. Lors de la conférence de presse organisée le 20 mars à l'issue de la réunion du comité directeur de la Réserve fédérale, un journaliste a demandé si les chiffres de l'inflation publiés récemment avaient entamé la confiance de la Fed dans la poursuite de la baisse de l'inflation. Sans surprise, le président de la Réserve fédérale a répondu : « Cette évolution n'a assurément pas accru notre confiance — ni celle de quiconque »<sup>4</sup>.

NOMBRE D'OCCURRENCES DU TERME 'CONFIANCE' DANS LES CONFÉRENCES DE PRESSE DE J. POWELL



Date de la conférence de presse après la réunion du FOMC

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Le message formulé à l'issue de la réunion du FOMC des 30 avril - 1er mai, était plus explicite encore : « *Nous avons déclaré qu'il nous fallait être plus confiants. Or, aujourd'hui, mes collègues et moi-même avons indiqué que nous n'avions observé aucun progrès au premier trimestre. J'ai donc déclaré qu'il semble qu'il nous faudra attendre plus longtemps pour atteindre ce degré de confiance. J'ignore combien de temps cela prendra. Tout ce que je peux dire est que lorsque nous aurons atteint ce degré de confiance, alors les baisses des taux seront envisagées, mais j'ignore la date exacte à laquelle cela se produira* »<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Le 26 juillet 2023, le comité directeur de la Réserve fédérale a décidé de relever la fourchette cible des taux des fonds fédéraux qui se situent désormais dans la fourchette de 5,25 à 5,5 %.

<sup>2</sup> « *Nous pensons que notre taux directeur a sans doute atteint son point haut pour ce cycle de resserrement, et que si l'économie évolue globalement comme attendu, il sera sans doute approprié de commencer à inverser notre politique monétaire restrictive avant la fin de cette année* ». Source : Réserve Fédérale.

<sup>3</sup> « *Nous attendons de renforcer notre confiance sur le fait que l'inflation se rapproche durablement de notre objectif de 2 %... Lorsque nous aurons acquis cette confiance — ce qui devrait intervenir prochainement — il sera approprié de commencer à inverser notre politique restrictive* ». Source : Fed Is 'Not Far' From Confidence Needed to Cut Rates, Powell Says, Bloomberg, 7 mars 2024.

<sup>4</sup> Cette question provenait de Michael McKee de Bloomberg Radio & Television.

<sup>5</sup> Source : Réserve fédérale, Conférence de presse de Jerome Powell, 1er mai 2024.

En l'état actuel des choses, la grande question consiste à savoir dans quelle mesure l'économie américaine peut rester résiliente si les Fed funds demeurent à leur niveau actuel jusqu'à l'automne, voire au-delà, ou si le risque d'un atterrissage brutal s'est accru.



Par conséquent, nous avons renoué avec un environnement « high for long » (des taux des fonds fédéraux durablement élevés), comme à l'automne 2023, période à laquelle les marchés estimaient que les taux directeurs avaient sans doute atteint le haut de cycle mais qu'il faudrait sans doute très longtemps avant qu'un assouplissement monétaire puisse être envisagé<sup>6</sup>. On a le sentiment d'assister au deuxième acte d'une pièce de théâtre, en se posant la question de savoir s'il sera à la hauteur du premier. Aux États-Unis, la première phase de l'environnement « high for longer » s'est caractérisée par la résilience de l'économie - marché du travail, croissance du PIB au quatrième trimestre 2023. Dans la situation actuelle, toutefois, la question clé, qui n'a pas été soulevée lors de la dernière conférence de presse, est de savoir si l'économie conservera sa résilience dans l'éventualité où les Fed funds demeurent à leur niveau actuel jusqu'à l'automne, voire au-delà, ou si le risque d'un atterrissage brutal s'est accru. Dans une large mesure, la réponse à cette question dépend de la sensibilité aux taux d'intérêt de l'économie américaine, laquelle est elle-même influencée par le niveau d'endettement des entreprises et des ménages. Il s'agit également de savoir si les taux sur cette dette sont fixes ou variables, et de connaître le niveau de résilience des résultats des entreprises et des revenus des ménages. Le Rapport de la Réserve fédérale sur la stabilité financière publié en avril est quelque peu rassurant (« *les bilans des entreprises non financières et des ménages sont restés sains* ») mais il comporte également un avertissement, indiquant qu'« *un décrochage brutal de l'activité économique pèserait sur les résultats des entreprises et sur le revenu des ménages et pourrait réduire la capacité à assurer le service de la dette des plus petites entreprises, qui sont exposées à des risques plus élevés compte tenu de ratios de couverture des intérêts déjà faibles, ainsi que des ménages dont la situation financière est particulièrement difficile* »<sup>7</sup>. Les indicateurs économiques seront plus que jamais à surveiller, notamment ceux en lien avec l'inflation - compte tenu de leur influence de celle-ci sur les perspectives de politique monétaire - et, pour juger de la résilience de l'économie, de la demande et de l'activité.

William De Vijlder

<sup>6</sup> Cf. Réserve fédérale américaine : des taux (plus) hauts plus longtemps (bnpparibas.com), 25 septembre 2023.

<sup>7</sup> Source : Rapport sur la stabilité financière, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, avril 2024.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 26-4-24 au 3-5-24

▼ CAC 40	8 088	▶ 7 958	-1.6 %
➔ S&P 500	5 100	▶ 5 128	+0.5 %
▼ Volatilité (VIX)	15.0	▶ 13.5	-1.5 pb
▼ Euribor 3m (%)	3.87	▶ 3.83	-3.8 pb
▼ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.59	-0.2 pb
▼ OAT 10a (%)	3.06	▶ 3.00	-6.5 pb
▼ Bund 10a (%)	2.55	▶ 2.49	-6.4 pb
▼ US Tr. 10a (%)	4.67	▶ 4.50	-16.8 pb
➔ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.08	+0.8 %
▼ Or (once, \$)	2 333	▶ 2 294	-1.7 %
▼ Pétrole (Brent, \$)	89.6	▶ 83.5	-6.8 %

## 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	3.09	3.18 le 30/04
Euribor 3m	3.83	3.97 le 18/01	Bund 10a	2.49	2.61 le 25/04
Euribor 12m	3.69	3.76 le 19/03	OAT 10a	3.00	3.13 le 25/04
\$ FED	5.50	5.50 le 01/01	Corp. BBB	4.01	4.11 le 25/04
Libor 3m	5.59	5.60 le 27/02	\$ Treas. 2a	4.80	5.10 le 30/04
Libor 12m	6.04	6.04 le 01/01	Treas. 10a	4.50	4.70 le 25/04
£ Bque Angl	5.25	5.25 le 01/01	High Yield	7.96	8.24 le 16/04
Libor 3m	5.30	5.33 le 06/03	£ Gilt. 2a	4.75	4.89 le 01/05
Libor 12m	0.81	0.81 le 01/01	Gilt. 10a	4.23	4.37 le 01/05

Au 3-5-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 24	+bas 24	2024
USD	1.08	1.10 le 01/01	1.06 le 15/04 -2.5%
GBP	0.86	0.87 le 02/01	0.85 le 13/02 -1.0%
CHF	0.97	0.98 le 04/04	0.93 le 08/01 +4.8%
JPY	164.62	168.43 le 01/05	155.33 le 02/01 +5.7%
AUD	1.63	1.67 le 28/02	1.62 le 02/01 +0.6%
CNY	7.80	7.88 le 08/03	7.69 le 15/04 -0.5%
BRL	5.46	5.61 le 16/04	5.31 le 13/02 +1.8%
RUB	98.50	102.67 le 23/02	95.72 le 19/01 -0.3%
INR	89.84	91.92 le 01/01	88.68 le 12/04 -2.3%

Au 3-5-24 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 24	+bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	83.5	91.6 le 12/04	75.8 le 08/01	+7.5% +10.2%
Or (once)	2 294	2 413 le 12/04	1 989 le 14/02	+11.0% +13.9%
Métaux, LME	4 267	4 354 le 29/04	3 558 le 09/02	+13.4% +16.4%
Cuivre (tonne)	9 790	10 064 le 29/04	8 065 le 09/02	+15.7% +18.7%
Blé (tonne)	220	2.3 le 01/01	191 le 15/03	-5.5% -3.1%
Maïs (tonne)	169	1.7 le 01/01	148 le 23/02	-3.4% -0.9%

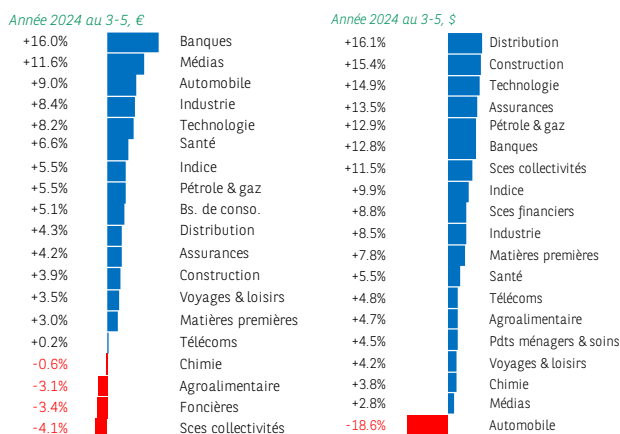
Au 3-5-24 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	+bas 24	2024
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	3 361	3 438 le 29/03	3 114 le 04/01	+6.1%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	5 128	5 254 le 28/03	4 689 le 04/01	+7.5%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 921	5 083 le 28/03	4 403 le 17/01	+8.8%
CAC 40	7 958	8 206 le 28/03	7 319 le 17/01	+5.5%
DAX 30	18 002	18 492 le 28/03	16 432 le 17/01	+7.5%
IBEX 35	10 855	11 155 le 26/04	9 858 le 19/01	+7.4%
FTSE100	8 213	8 213 le 03/05	7 446 le 17/01	+6.2%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 382	1 415 le 22/03	1 242 le 03/01	+10.8%
Nikkei	38 236	40 888 le 22/03	33 288 le 04/01	+14.3%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 061	1 061 le 03/05	958 le 17/01	+3.7%
Chine	60	60 le 03/05	49 le 22/01	+8.8%
Inde	997	1 003 le 02/05	915 le 03/01	+8.5%
Brésil	1 616	1 800 le 01/01	1 523 le 16/04	-6.3%

Au 3-5-24 Variations

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

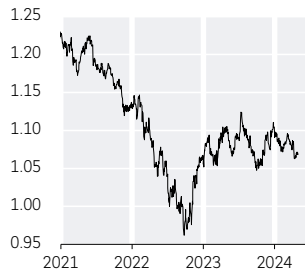


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



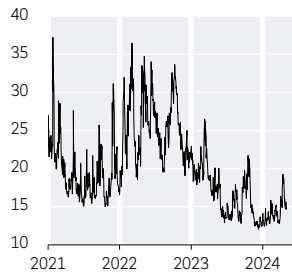
**EUROSTOXX50**



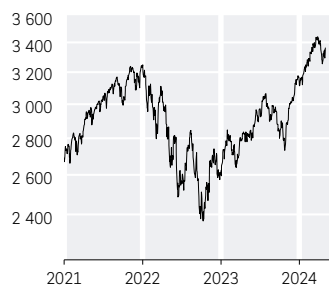
**S&P500**



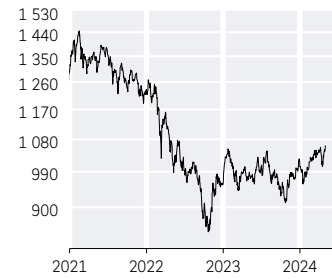
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



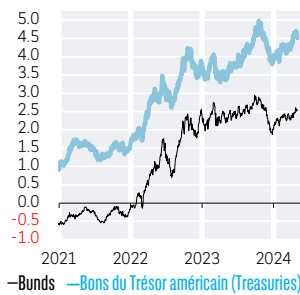
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

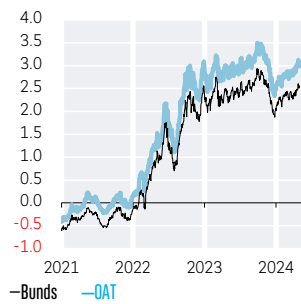


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



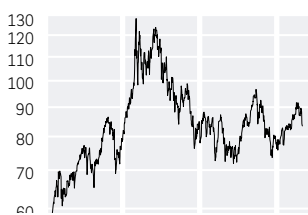
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

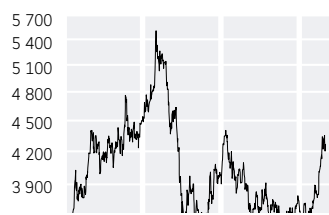
Année 2024 au 3-5

3.99%	Grèce	150 pb
3.79%	Italie	129 pb
3.27%	Espagne	78 pb
3.07%	Portugal	58 pb
3.00%	France	50 pb
2.98%	Autriche	49 pb
2.95%	Belgique	45 pb
2.95%	Finlande	45 pb
2.81%	P-Bas	32 pb
2.77%	Irlande	27 pb
2.49%	Allemagne	

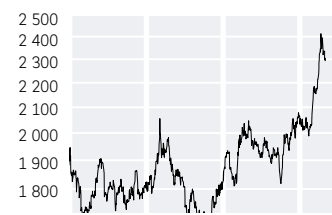
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ZONE EURO : LE PIC DES EFFETS RESTRICTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE CRÉDIT BANCAIRE EST PASSÉ

Dans la lignée des mois précédents, le redressement de l'impulsion du crédit au secteur privé s'est poursuivi au premier trimestre 2024 dans la zone euro, après le creux enregistré au troisième trimestre 2023. Cette reprise se fait néanmoins à un rythme légèrement moins élevé qu'à la fin de 2023 et l'impulsion reste, en outre, négative.

L'impulsion du crédit aux entreprises est traditionnellement plus volatile au cours du cycle que celle du crédit aux ménages. Les évolutions récentes ne dérogent pas à la règle : à l'automne 2023, alors que les effets du resserrement de la politique monétaire culminaient, l'impulsion du crédit aux ménages n'a pas atteint, en termes absolus, des niveaux aussi bas que pour les entreprises. Depuis, elle tend, a contrario, à se redresser moins vigoureusement. Si l'on se place dans une perspective plus longue, une nuance mérite d'être introduite : l'impulsion du crédit aux ménages se situe encore à des niveaux voisins du creux historique du début de 2009, alors que celle du crédit aux entreprises ne s'en est jamais rapprochée depuis.

Le PIB en volume et les encours de crédit ont, au demeurant, évolué de façon relativement synchronisée. Le premier a enregistré une reprise modeste au premier trimestre (+0,4% en glissement annuel) après deux trimestres de croissance annuelle tout juste positive aux troisième et quatrième trimestres 2023 (+0,1% dans les deux cas). Dans le même temps, et pour la première fois depuis l'été 2022 et le début du relèvement des taux directeurs de la BCE, les encours de crédit au secteur privé ont cessé de ralentir (+0,6% en glissement annuel en décembre 2023, +0,8% en mars 2024). Mais ces évolutions d'ensemble sont à relativiser. En effet, elles sont exclusivement imputables aux prêts au secteur financier, les encours des prêts aux ménages (+0,4% et +0,2%, respectivement) et, dans une moindre mesure, des prêts aux sociétés non financières (+0,5% et +0,4%) ayant poursuivi leur freinage, certes moins appuyé qu'au cours des trimestres précédents.

Les 157 banques interrogées par la BCE durant la première quinzaine de mars, dans le cadre de sa « *Bank Lending Survey* », ont déclaré n'avoir que très légèrement resserré les critères d'octroi des prêts aux entreprises au premier trimestre 2024 et, surtout, moins que ce qui était anticipé lors de la précédente enquête. Elles ont, dans le même temps et pour la première fois depuis plus de trois ans, relâché leurs conditions d'octroi des prêts à l'habitat. Simultanément, elles poursuivaient le resserrement des critères d'octroi des prêts à la consommation, dont la part jugée plus risquée de la production nouvelle a augmenté. Globalement, la hausse du risque perçu a encouragé le resserrement des conditions, tandis que l'intensification de la concurrence et, dans le cas particulier des prêts à l'habitat, la plus grande tolérance au risque ont, au contraire, favorisé la détente des conditions pratiquées.

La baisse de la demande de prêts et de tirage de lignes de la part des entreprises a surpris par son ampleur, alors que les banques tablaient, en moyenne, sur une stabilisation lors de l'enquête conduite au quatrième trimestre 2023. La demande de prêts à l'habitat a connu un recul plus modéré. Pour sa part, la demande de prêts à la consommation s'est, peu ou prou, maintenue. À l'instar des trimestres précédents, la demande de financements bancaires a été négativement affectée par des taux d'intérêt plus élevés, une baisse des dépenses d'investissement productif de la part des entreprises et par la faiblesse de la confiance des ménages.

Les banques ont également fait état d'une moindre capacité à collecter des ressources auprès de la clientèle de banque de détail, mais aussi d'un meilleur accès à la dette obligataire et, dans une moindre mesure, au marché monétaire. La poursuite de la réduction du portefeuille de titres de l'Eurosystème a eu des effets négatifs sur les conditions de financement et les positions de liquidité au cours des six derniers mois, ce qui a contribué au durcissement des conditions et à la contraction de la production nouvelle. Les banques estiment que ce processus n'a pas encore eu d'incidence sur les critères d'octroi mais que ceux-ci pourraient en être affectés au cours des six prochains mois.

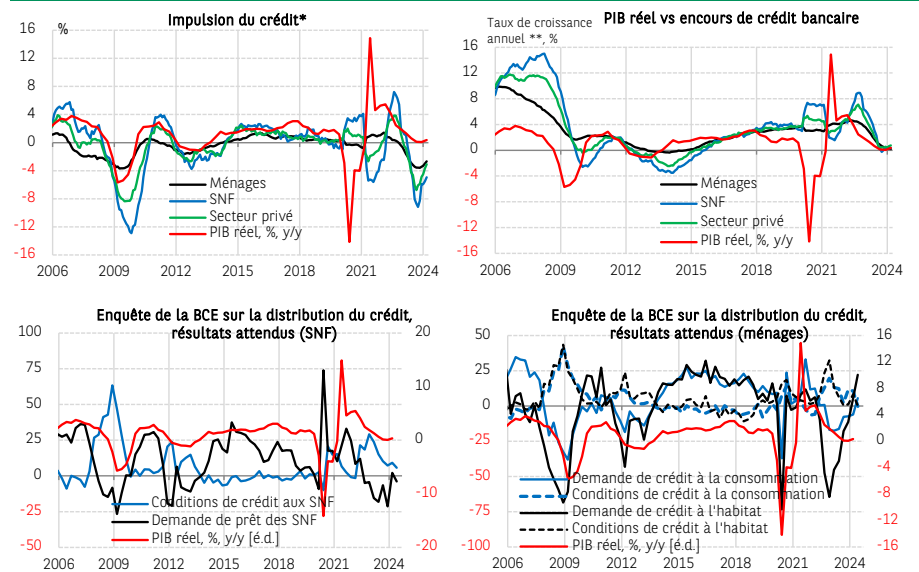
Les remboursements des TLTRO III ont continué de peser négativement sur les positions de liquidité des établissements de crédit. Cependant, du fait des remboursements importants réalisés depuis novembre 2022 et de l'encours résiduel désormais modeste de ces opérations, l'impact sur leurs propres conditions de financement est jugé négligeable et celui sur les conditions appliquées à la clientèle est jugé neutre.

Enfin, les banques témoignent de l'impact positif du relèvement des taux directeurs sur les marges d'intérêt au cours des six derniers mois, qui devrait s'amincir d'après elles au cours des six mois suivants. Elles en soulignent, à l'inverse, l'effet modérateur sur les volumes de financements, qu'elles voient persister au cours des six prochains mois. Enfin, elles considèrent l'effet global de ce relèvement des taux sur la rentabilité bancaire négatif au même horizon, du fait de l'accroissement du coût du risque. Cette appréciation vaut pour les systèmes bancaires où la part des prêts à taux variables est relativement importante (Portugal, Finlande et, dans une moindre mesure, Italie et Espagne), ce qui n'est pas le cas en France, en Belgique ou en Allemagne.

Pour le deuxième trimestre 2024, les banques anticipent un recul modéré de la demande de financement émanant des entreprises et une hausse de la demande exprimée par les ménages. Elles envisagent un resserrement modéré des conditions (taux, garanties, etc.) pour les prêts aux entreprises et leur maintien s'agissant des prêts aux ménages. À notre sens, la demande de prêts demeurerait contrainte par des coûts de financement durablement plus élevés que ceux qui prévalaient avant 2022 et serait pénalisée par les anticipations d'ajustement des marchés immobiliers. Cela conforterait, parmi d'autres facteurs, la tendance désinflationniste à l'œuvre dans la zone euro (taux d'inflation annuel stable à +2,4% en mars et en avril, contre 2,9% en décembre 2023) et ouvrirait la voie à une première baisse des taux directeurs de la BCE dès le mois prochain.

Laurent Quignon

### IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



\*L'IMPULSION DU CRÉDIT EST MESURÉE COMME LA VARIATION ANNUELLE DU TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES PRÊTS DES IFM \*\* CORRIGÉS DES TITRATIONS  
SOURCES: BCE, ENQUÊTE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

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

## CHINE

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

## ZONE EURO

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

## FRANCE

L'économie française a connu une stagnation au 2e semestre 2023. Pour la première fois, tous les postes de la demande intérieure ont été affectés au T4 2023 : la consommation des ménages a stagné et l'investissement des entreprises et celui des ménages se sont repliés. La désinflation est désormais nette (2,4% a/a en mars 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre un retour graduel de la croissance (au T2 plutôt qu'au T1), avec la reprise de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, deux piliers de la croissance française. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 0,7% en 2023.

## TAUX & CHANGE

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

(chaque baisse serait de 25 points de base). Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de *quantitative tightening*.

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

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

### CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

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

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 2 mai 2024

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

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,25	4,20	4,20	4,20	4,20
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
Royaume-Uni	BTP 10 ans	3,70	3,35	3,45	3,80	4,00
	BONO 10 ans	3,19	2,82	2,85	3,15	3,38
	Taux BoE	5,25	4,75	4,50	4,00	3,50
Japon	Gilt 10a	4,00	3,80	3,70	3,55	3,65
	Taux BoJ	0,10	0,25	0,25	0,50	0,75
JGB 10a	0,90	1,00	1,20	1,40	1,35	
Taux de change						
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,05	1,05	1,06	1,08	1,10
	USD / JPY	155	154	153	150	148
	GBP / USD	1,25	1,27	1,28	1,30	1,33
EUR	EUR / GBP	0,82	0,83	0,83	0,83	0,83
	EUR / JPY	163	162	162	162	163
Pétrole						
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	90	92	87	81	82

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

Mise à jour le 29 avril 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">Consommation de services des ménages français : au beau fixe</a>	EcoTV	6 mai 2024
<a href="#">L'Europe à la manœuvre : point d'étape de son action climatique et du soutien économique</a>	EcoConjoncture	6 mai 2024
<a href="#">Numéro d'avril</a>	EcoAtlas	6 mai 2024
<a href="#">Comparaison d'empreintes</a>	Graphique de la Semaine	2 mai 2024
<a href="#">Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire</a>	EcoEmerging	2 mai 2024
<a href="#">États-Unis : qu'attendre de la réunion du FOMC de cette semaine?</a>	EcoBrief	29 avril 2024
<a href="#">Dette publique : quand les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume</a>	EcoWeek	29 avril 2024
<a href="#">Union européenne : du déficit commercial à l'excédent</a>	EcoFlash	25 avril 2024
<a href="#">France : en avril ne te découvre pas d'un fil...</a>	EcoBrief	25 avril 2024
<a href="#">Souveraineté monétaire : au-delà du discours incantatoire</a>	EcoTV	25 avril 2024
<a href="#">Inde : la roupie indienne reste stable en ce début de période électorale</a>	Graphique de la Semaine	24 avril 2024
<a href="#">Zone euro : coup d'arrêt dans le rétablissement des comptes publics</a>	EcoBrief	22 avril 2024
<a href="#">États-Unis - zone euro : la divergence des taux d'inflation entraîne la désynchronisation des politiques monétaires et réduit la corrélation entre les marchés obligataires</a>	EcoWeek	22 avril 2024
<a href="#">Qu'est-ce qui détermine la corrélation entre les marchés actions et obligataires ?</a>	EcoTV	18 avril 2024
<a href="#">France : Regain d'intérêt des entreprises pour les fonds monétaires et les dépôts à terme</a>	Graphique de la Semaine	17 avril 2024
<a href="#">EcoPerspectives du 2e trimestre 2024   Chacun son rythme</a>	EcoPerspectives	17 avril 2024
<a href="#">Ensemble ou pas ?</a>	EcoWeek	16 avril 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation avril 2024   L'inflation reste orientée à la baisse, à l'exception des États-unis</a>	EcoCharts	12 avril 2024
<a href="#">Arabie saoudite : amélioration des perspectives de croissance</a>	EcoTV	11 avril 2024
<a href="#">Enquêtes de conjoncture de mars : des États-Unis résilients et une zone euro prête pour la reprise</a>	EcoWeek	10 avril 2024
<a href="#">États-Unis : ne combattez pas la Fed !</a>	Graphique de la Semaine	10 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, 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

## 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

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

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

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

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

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

[https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

**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



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