

“ Sur la base d’hypothèses réalistes, le ratio de la dette publique allemande devrait sensiblement baisser sur le long terme et créer une marge de manœuvre budgétaire. Se pose ainsi le débat suivant : faut-il maintenir le mécanisme du frein à l’endettement dans sa forme actuelle ou utiliser une partie de la marge de manœuvre pour le financement d’investissements qui améliorent la croissance structurelle et/ou accélèrent la transition écologique ? ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Le « frein à l'endettement » allemand : avantages et inconvénients des règles budgétaires

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : indices PMI

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



LE « FREIN À L'ENDETTEMENT » ALLEMAND : AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES RÈGLES BUDGÉTAIRES

La décision récente de la Cour constitutionnelle fédérale allemande a alimenté le débat sur le frein à l'endettement, qui impose des règles strictes en termes de déficit budgétaire. Au risque de simplifier à l'extrême, la question est de savoir si la politique budgétaire doit être fondée sur une règle de fer ou sur une règle d'or. En imposant la rigueur budgétaire aux gouvernements futurs, le mécanisme du frein à l'endettement renforce la crédibilité de la politique budgétaire. Cependant, l'accent mis sur le déficit budgétaire conduit, sur la base d'hypothèses réalistes, à un repli significatif de la dette publique en pourcentage du PIB. Les partisans de la règle d'or font valoir que, compte tenu des énormes besoins d'investissement – transition « verte » et numérique, aides publiques à l'innovation, etc. -, la marge de manœuvre doit être utilisée pour financer ces investissements de manière à améliorer ainsi la croissance structurelle et/ou à accélérer la transition écologique. Un débat dont l'issue est aussi importante pour l'Europe compte tenu du poids économique de l'Allemagne.

En 2013, le gouvernement allemand a lancé Industrie 4.0, programme axé sur l'interconnexion intelligente des machines et processus pour l'industrie à l'aide des technologies de l'information et de la communication¹. Dans un article récent, le quotidien *Der Spiegel* a élargi le concept de génération 'x.0' au domaine des finances publiques en faisant référence au *Schuldenbremse 2.0*². La règle du « frein à l'endettement » - qui s'applique à l'État fédéral, a été introduite en 2009, à la suite de la crise financière mondiale, pour ramener les finances publiques sous contrôle (graphique). Elle est inscrite dans la Loi fondamentale allemande et sa réforme ou son abolition nécessiterait une modification de la constitution approuvée par le Bundestag à la majorité des deux tiers. Elle comprend une composante structurelle, qui limite le déficit budgétaire annuel - c.-à-d. corrigé des acquisitions d'actifs financiers et des effets conjoncturels - à 0,35 % du produit intérieur brut (PIB), ainsi qu'une composante conjoncturelle. Selon cette dernière composante, le plafond du déficit peut être dépassé en cas de détérioration de la conjoncture, mais ce dépassement doit être compensé dès que l'économie se redresse. Enfin, il existe une clause de sauvegarde « qui autorise le Bundestag à suspendre le frein à l'endettement, à la majorité simple, en cas de catastrophe naturelle ou autre situation exceptionnelle d'urgence échappant au contrôle de l'État³ ».

C'est l'interprétation de cette clause de sauvegarde qui, le 15 novembre dernier, a placé le gouvernement allemand dans une situation difficile, la Cour constitutionnelle fédérale ayant rappelé que « les crédits autorisés dans le cadre de la clause d'exception doivent être utilisés avant la fin de l'année budgétaire en cours et [qu']ils arrivent alors à échéance sans être remplacés ».

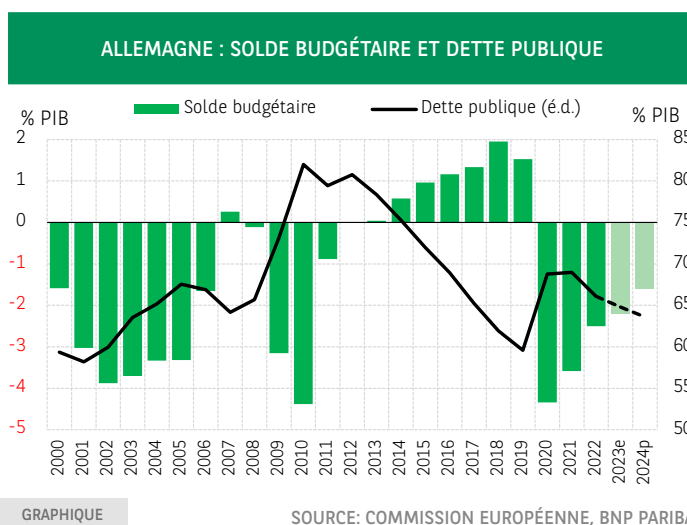
¹ Source : Plattform Industrie 4.0.

² *Schuldenbremse, aber modern*. Der Spiegel, 2 décembre 2023.

³ Source de cette description et de la citation : *The German Debt Brake - Anchor of Stability or Blocker of Investments?* Institut ifo, 8 décembre 2023.

⁴ Plus spécifiquement, « les crédits autorisés dans le cadre de la clause d'exception doivent être utilisés avant la fin de l'année budgétaire en cours et ils arrivent alors à échéance sans être compensés. La pratique du gouvernement fédéral consistant à inscrire dans des fonds spéciaux les crédits autorisés au cours des années ayant connu une situation d'urgence (2020 à 2022) et à les utiliser pour emprunter au cours des années suivantes (2023 à 2027) a par conséquent été invalidée ». Source : Sachverständigenrat - Conseil allemand d'experts économiques (German Council of Economic Experts - (GCEE), *The debt brake after the federal constitutional court judgement: increase flexibility - maintain stability*, Policy Brief 1/2024.

⁵ Source : <https://www.bundesregierung.de/breg-en/news/agreement-budget-scholz-lindner-habeck-2249290>, 13 décembre 2023.



Cela a contrarié les plans du gouvernement fédéral qui comptait utiliser les autorisations de crédits obtenues les années précédentes et encore non utilisées pour financer les dépenses à venir. Or ces autorisations ont été déclarées caduques⁴. Le gouvernement a ainsi été contraint de réduire les dépenses de 17 milliards d'euros pour ramener le budget 2024 dans les limites fixées par la règle du frein à l'endettement⁵.

Sur la base d'hypothèses réalistes, le ratio de la dette publique allemande devrait sensiblement baisser sur le long terme et créer une marge de manœuvre budgétaire. Se pose ainsi le débat suivant : faut-il maintenir le mécanisme du frein à l'endettement dans sa forme actuelle ou utiliser une partie de la marge de manœuvre pour le financement d'investissements qui améliorent la croissance structurelle et/ou accélèrent la transition écologique ?



L'arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale a alimenté le débat sur la nécessité d'actualiser le mécanisme du frein à l'endettement. D'après une enquête réalisée par l'Institut ifo et le *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) auprès de professeurs d'économie, 44 % des participants étaient favorables à son maintien mais en le réformant, 6 % voulaient l'abolir, 48 % voulaient le conserver dans sa forme actuelle tandis que 2 % ne se prononçaient pas⁶. Ceux qui sont favorables à un changement considèrent que ce dernier est nécessaire du fait des énormes besoins d'investissement dans les infrastructures et la transition écologique tandis que ceux en faveur du statu quo estiment que le frein actuel à l'endettement est essentiel à la discipline budgétaire et à la soutenabilité de la dette. Le *Sachverständigenrat* – Conseil allemand d'experts économiques (*German Council of Economic Experts* (GCEE) - s'est récemment déclaré favorable à une réforme pragmatique, qui accroîtrait la flexibilité de la politique budgétaire sans mettre en danger la soutenabilité de la dette⁷.

Tout d'abord, après l'application de la clause d'exception, le retour du déficit structurel au plafond habituel pourrait s'étaler sur plusieurs années. Ensuite, le plafond du déficit structurel annuel dépendrait du niveau de la dette. Si ce dernier est inférieur à un certain seuil, un déficit structurel plus élevé serait autorisé. Enfin, les experts proposent des améliorations des méthodes d'estimation de la production potentielle, ce qui a une incidence sur le calcul du déficit structurel. Le ministre des Finances allemand Christian Lindner a proposé une réforme du mécanisme du frein à l'endettement visant à améliorer la flexibilité de la politique budgétaire, mais dont les effets devraient rester neutres en termes de dynamique de la dette. « *La marge de manœuvre supplémentaire en période de ralentissement économique serait compensée par des critères plus stricts en phase de reprise de l'activité* ». Pour autant, a-t-il poursuivi, les investissements dans la protection de l'environnement ne sauraient être exonérés des restrictions de dépenses⁸.

Au stade actuel, le débat en Allemagne se résume, dans une large mesure, à la question de savoir si la politique budgétaire doit se fonder sur une règle de fer ou une règle d'or. Dans le premier cas, des règles strictes sont fixées qui, une fois inscrites dans la Constitution, imposent une discipline budgétaire aux futurs gouvernements, quelle qu'en soit la composition.

En termes de crédibilité, cette règle de fer présente d'énormes avantages : à défaut, en effet, un engagement en faveur de la discipline budgétaire n'est contraignant que pour le gouvernement qui le prend et non pour ceux qui le suivent. Les partisans de la règle d'or soutiennent, pour leur part, que compte tenu des énormes besoins d'investissement – transition écologique et numérique, aides publiques à l'innovation, etc. -, la moindre marge de manœuvre doit être utilisée à cette fin⁹.

Comme l'a fait remarquer le GCEE, le frein à l'endettement est plus restrictif que les règles budgétaires européennes. De plus, l'accent mis sur le déficit budgétaire devrait conduire, sur la base d'hypothèses réalistes, à une baisse de la dette publique en pourcentage du PIB. Se fondant sur plusieurs simulations, le GCEE conclut que « *selon le résultat médian, le ratio dette sur PIB tombe en deçà de 60 % en 2031 et à un peu moins de 42 % en 2070. Sur le long terme, il converge vers 30 % environ d'après la simulation* ». Se fixer pour objectif une stabilisation à un niveau toujours faible mais supérieur à ces projections à long terme – ce qui nécessiterait une modification du frein à l'endettement – permettrait de créer une marge de manœuvre pour financer des investissements qui amélioreraient la croissance structurelle et/ou accélérerait la transition « verte »¹⁰. L'issue de ce débat est également importante pour l'Europe compte tenu du poids économique de l'Allemagne.

William De Vijlder

⁶ L'enquête a été réalisée du 28 novembre au 5 décembre 2023. 187 professeurs d'économie y ont participé. Pour plus de détails, voir la source mentionnée en note de bas de page 3.

⁷ Source : voir note de bas de page 4.

⁸ Source: [Germany plans partial reform of its debt brake, Lindner says – POLITICO](#), 16 décembre 2023.

⁹ Voir, par exemple, Chris Bryant, *Germany has forgotten the golden rule of finance*, Bloomberg, 8 janvier 2024.

¹⁰ La Bundesbank a déjà analysé par le passé la question du fonctionnement d'une « règle d'or plafonnée ». Voir *Central government's debt brake: options for stability-oriented further development*, Deutsche Bundesbank, rapport mensuel, avril 2022.

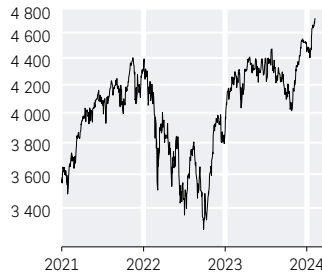


REVUE DES MARCHÉS

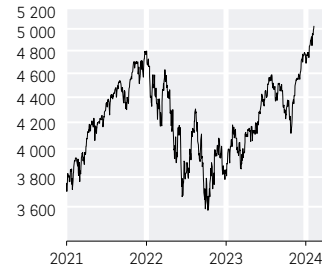
EURO-DOLLAR



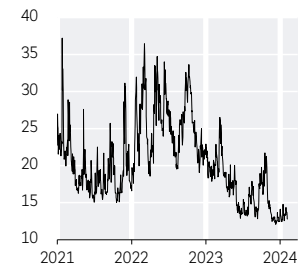
EUROSTOXX50



S&P500



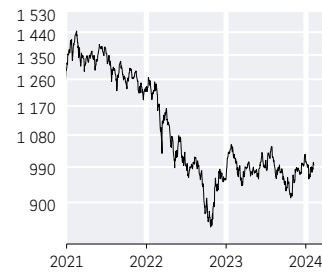
VOLATILITY (VIX, S&P500)



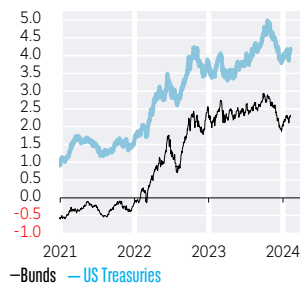
MSCI WORLD (USD)



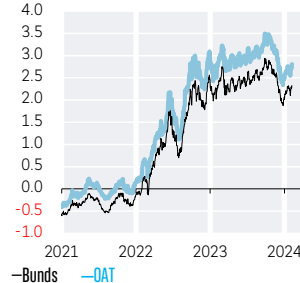
MSCI EMERGING (USD)



10Y BOND YIELD, TREASURIES VS BUND



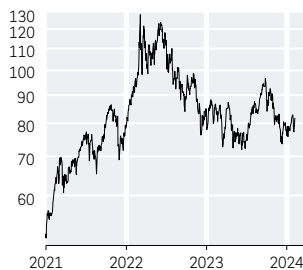
10Y BOND YIELD



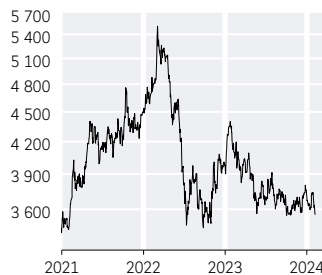
10Y BOND YIELD & SPREADS

Year 2024 to 9-2		
3.99%	Greece	164 bp
3.97%	Italy	162 bp
3.27%	Spain	91 bp
3.10%	Portugal	75 bp
2.91%	Belgium	56 bp
2.90%	Austria	54 bp
2.85%	Finland	49 bp
2.81%	France	45 bp
2.67%	Ireland	31 bp
2.67%	Netherlands	31 bp
2.35%	Germany	

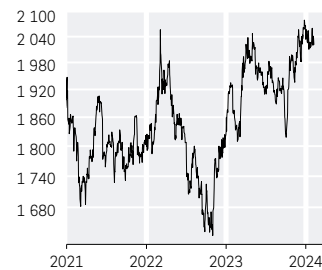
OIL (BRENT, USD)



METALS (LME, USD)



GOLD (OUNCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

BAROMÈTRE

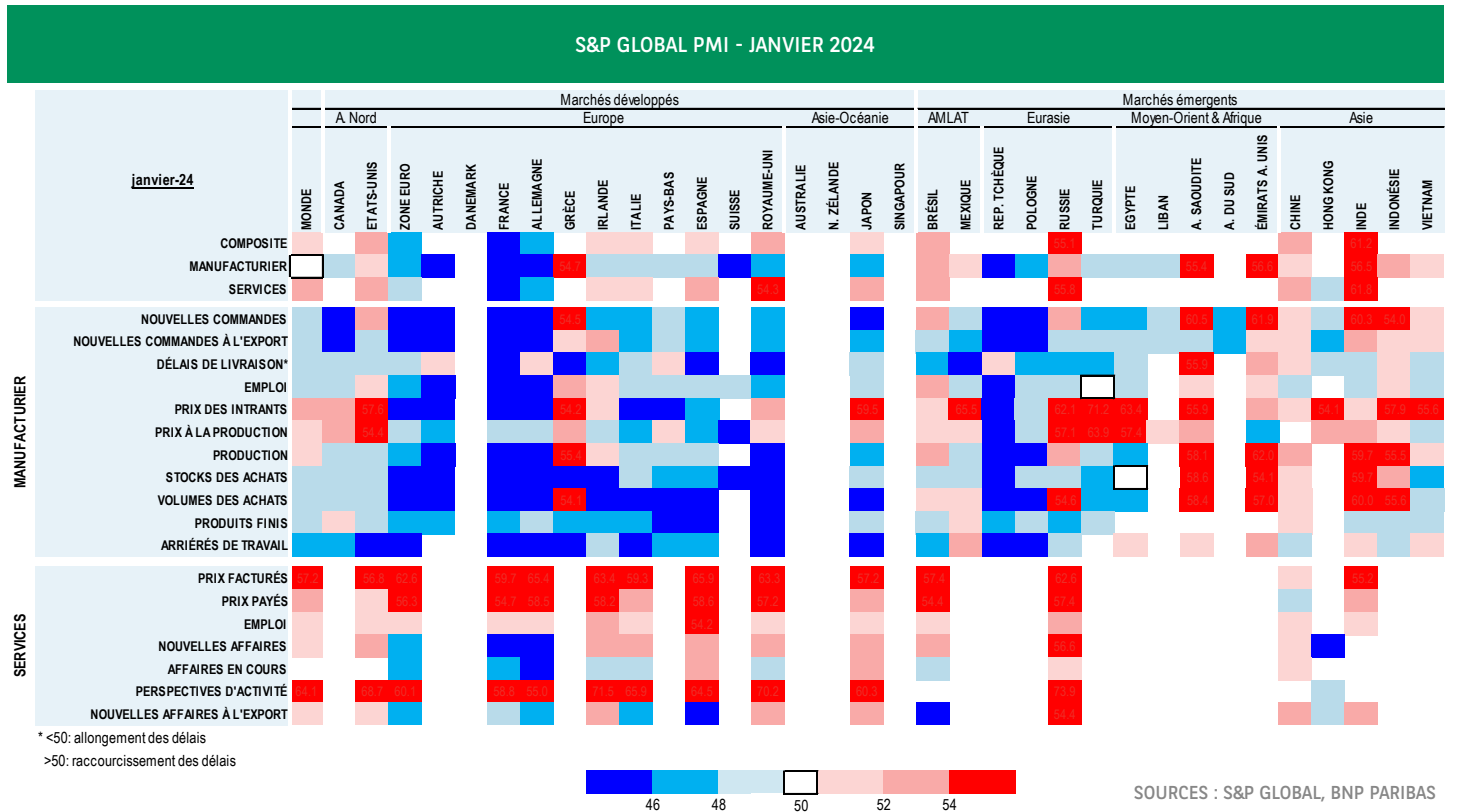
ALLONGEMENT DES DÉLAIS DE LIVRAISON AU NIVEAU GLOBAL EN JANVIER

L'indice PMI composite mondial a encore marqué une hausse pour le troisième mois consécutif en janvier (51,8 contre 51 en décembre), atteignant ainsi son plus haut niveau depuis juin 2023. Cette amélioration de l'activité globale est portée par l'ensemble des secteurs. En janvier, l'indice mondial PMI dans le secteur manufacturier et celui du secteur des services ont atteint leur plus haut niveau, respectivement, depuis août 2022 et juillet 2023.

Le fait marquant du mois de janvier est la hausse de l'indice global du secteur manufacturier, qui le ramène au niveau du seuil des 50, pour la première fois depuis août 2022. Vingt-deux des 31 pays pour lesquels les données de janvier sont disponibles ont indiqué une amélioration dans le secteur manufacturier sous l'impulsion des composantes « nouvelles commandes » et « production », notamment au Canada, aux États-Unis, en Grèce, en Italie, aux Pays-Bas, en Espagne, mais aussi en Inde et au Brésil. En Chine, l'indice a stagné sous l'effet de la baisse de la composante « nouvelles commandes » et de la stabilisation de la composante « production ». La composante « délais de livraison » continue de se dégrader, pour le huitième mois consécutif : les récentes perturbations en mer Rouge se traduisent par un allongement des délais d'approvisionnement dans la plupart des pays de l'enquête. En conséquence, les prix des intrants ont augmenté en janvier, particulièrement en Turquie, aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, tandis que la composante « prix de vente », légèrement orientée en hausse depuis juillet dernier, a stagné au niveau mondial. Du côté de l'emploi, les nouvelles sont rassurantes : l'indice s'est redressé dans la plupart des pays développés, à l'exception de l'Italie, du Japon, de la Suisse et de la France. L'indice s'est également amélioré en Chine, au Brésil et en Pologne.

Dans les services, la moitié des pays de notre échantillon ont indiqué une amélioration de l'indice par rapport au mois précédent. La hausse est marquée en Inde, au Brésil, et dans une moindre mesure, aux États-Unis, au Japon et en Italie, où l'indice est de retour dans la zone d'expansion. En revanche, s'il n'est qu'en légère baisse en Chine, en France et dans la zone euro, il s'est nettement replié en Irlande et en Allemagne. Au global, l'indice du secteur des services est tiré vers le haut par la hausse de ses six composantes, notamment par celles des « nouvelles commandes à l'exportation » et des « prix de vente ».

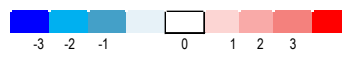
Tarik Rharrab



BAROMÈTRE

ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (JANVIER 2024 VS. DÉCEMBRE 2023)

	Marchés développés																			Marchés émergents																
	A Nord										Europe									Asie-Océanie			AMLAT				Eurasie		Moyen-Orient & Afrique				Asie			
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRÉSIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	Pologne	Russie	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM	
COMPOSITE	0.8	1.1	0.3			-0.2	-0.4		-0.8	2.1	1.1			0.8			1.5		3.2				-0.6													
MANUFACTURIER	1.0	2.9	2.8	2.2	1.0	1.0	2.2	3.4	0.6	3.2	4.1	3.0	0.1	0.8			0.1	0.2	4.4	-1.8	1.2	-0.3	-2.2	1.8	-0.4	1.0	-2.1	-0.8	-0.1	0.0		1.6	0.7	1.4		
SERVICES	0.7		1.1	-0.4		-0.3	-1.6		-2.7	1.4		0.6		0.9			1.6		2.6				-0.4													
NOUVELLES COMMANDES	1.2	3.0	5.6	2.7	0.7	1.2	2.8	2.7	-0.4	5.2	5.3	2.8		-0.5			0.3	0.6	6.0	-3.7	1.2	-3.6	-2.6	1.3	-0.5	-0.7	-7.8	-0.9	-1.1	-1.1	-2.0	3.1	0.6	3.1		
NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	0.7	0.1	-1.2	2.3	-1.5	3.4	1.5	1.4	2.7	3.4	4.9	0.6		0.6			0.8	0.7	4.6	-1.7	0.7	-3.5	-0.1	1.4	1.1	-0.7	-5	-0.4	0.0	1.2	-3.5	0.4	-0.1	1.8		
DÉLAIS DE LIVRAISON	-1.2	-2.1	-3.4	-4.5	-6.1	-4.7	-5.2	-8.7	-1.7	-3.9	-5.0	-3.5		-5.9			-1.0	-0.2	-3.0	-1.0	-1.6	-2.8	0.9	-4.6	0.1		-5.3		-0.8	1.2	-0.8	0.4	0.1	-0.9		
EMPLOI	0.8	2.3	1.2	0.5	2.0	-0.1	0.2	1.7	0.7	-1.2	2.8	2.2	-1.0	1.5			-1.1		1.7	1.1	0.1	2.0	-4.4	0.0	-1.1	0.1		-0.5	1.6		-0.3	-0.4	-0.2			
PRIX DES INTRANTS	0.6	-0.8	2.3	-0.3	-1.2	-3.0	0.4	0.5	-2.4	-1.1	4.4	0.8		5.0			-0.3	0.2	-4.1	0.8	-1.8	0.1	-3.5	12.3	3.0		1.5	1.6	-0.1	0.8	0.4	-0.4	0.1			
PRIX À LA PRODUCTION	0.0	-0.5	0.8	-0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.4	0.6	-1.9	0.9	1.3	-4.5	0.8			-0.7		2.4	-0.7	-3.0	1.7	-1.8	7.1	5.4	-0.1	-0.6		-0.6	0.1	-0.2	-0.5				
PRODUCTION	0.9	3.2	1.2	2.2	0.2	0.4	1.9	2.1	1.4	3.8	3.5	3.0		0.0			0.9	-0.1	5.5	-2.2	0.2	-1.6	-1.4	2.9	-0.1		-3.0		-1.9	0.0	2.3	2.0	2.2			
STOCKS DES ACHATS	0.9	4.3	0.8	1.3	-4.5	-0.4	1.0	-3.7	-0.9	3.7	3.7	5.2	-0.9	-3.0			-1.4	0.4	5.1	-5.2	5.0	2.9	-0.6	0.4	-0.1		2.2		-0.3	1.7	2.6	0.8	-1.8			
VOLUMES DES ACHATS	1.9		3.3	2.9	1.4	3.4	2.6	3.6	-1.2	5.6	2.1	5.0		1.9			1.8		3.6	-1.9	4.2	-2.0	-5.2	1.4	0.5		-2.4		-0.8	1.3	3.8	0.9	-0.2			
PRODUITS FINIS	-0.3	-0.3	-0.2	-0.6	-2.8	-2.8	0.2	-1.9	-0.6	-0.2	-1.1	0.9		-1.6			-2.0	0.1	2.0	0.1	-0.8	-2.0	-0.9	0.8					-0.2	1.0	-0.3	-0.2				
ARRIÈRES DE TRAVAIL	0.6	3.1	0.6	1.2		0.3	1.7	0.9	-2.0	-0.4	3.2	4.6		0.5			-1.1		2.5	1.2	-1.7	-1.0	0.6				2.3		2.0	0.4	1.0	-0.1	0.6			
PRIX FACTURÉS	-0.3	-0.9	1.0			0.2	0.5		0.8	1.9		2.5		-1.3			0.1		1.1				-2.0						-1.6		3.9					
PRIX PAYÉS	-1.2	-3.2	0.7			1.2	-0.2		1.7		1.8			-1.4			0.5		0.0				0.8						-1.0		-0.7					
EMPLOI	0.0	-0.5	0.4			0.0	0.8		0.8	0.1		0.3		1.7			0.3		1.5				-0.9					-0.1		0.1						
NOUVELLES AFFAIRES	0.2	0.6	0.8			1.3	-1.4		-0.1	4.3		0.6		0.5			0.2		1.9				-0.2					-2.3	-2.0							
AFFAIRES EN COURS			-0.4			1.3	-3.8		-2.4	1.5		2.2		0.4			2.0		3.7				-1.1					1.2								
PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	0.7	2.2	1.8			1.0	1.9		-0.1	2.9		1.8		0.5			1.2						4.3							-1.4						
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	1.3	2.0	1.6			1.6	3.6		0.1	-0.4		-0.6		1.7			2.7		3.9				-6.1					-0.1	-1.4	1.2						



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire semble désormais écartée face à la résilience d'une économie qui a encore progressé de 0,8% t/t au T4 2023 et 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année, portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Notre scénario central est désormais celui d'un ralentissement sensible sans trimestre de contraction au S1 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente se poursuit et s'accroît. L'inflation devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Les progrès seraient jugés suffisants par la Fed, qui peut entrevoir un atterrissage en douceur et amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de mai.

CHINE

Le rebond post-Covid de l'activité économique s'est essouffé rapidement en 2023 et s'est révélé moins robuste qu'initialement espéré. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, des défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le moteur exportateur s'est enrayé l'an dernier en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. Toutefois, les exportations chinoises ont récemment repris de la vigueur et cette dynamique devrait se poursuivre à court terme. Par ailleurs, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance depuis l'été. L'activité s'est renforcée légèrement et l'inflation est restée très faible. Les autorités devraient maintenir une politique accommodante à court terme, toujours contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

La zone euro a échappé de justesse à la contraction économique au dernier trimestre 2023. Le PIB réel est resté stable au T4, et la croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. L'activité devrait légèrement progresser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour avril. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. Le reflux de l'inflation, avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

FRANCE

La croissance a été nulle tant au 3e trimestre qu'au 4e trimestre 2023, après un T2 (+0,7% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Au T4, l'investissement des entreprises a subi une contraction (après plusieurs trimestres de hausse), tout comme l'investissement et la consommation des ménages. Si l'inflation a diminué (3,4% a/a en janvier 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T1, nous tablons donc sur une croissance de 0,1% t/t. Au global, la croissance est attendue à 0,6% en 2024 (après 0,9% en 2023).

TAUX & CHANGE

Les dernières réunions de 2023 de la Réserve fédérale et de la BCE ont confirmé que la hausse de 25 pb des Fed funds en juillet et des taux directeurs de la BCE en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) était très probablement la dernière de ce cycle exceptionnel de resserrement monétaire. La possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'est toujours pas totalement et formellement exclue mais elle a fortement diminué à la faveur de la baisse de l'inflation qui se rapproche un peu plus nettement de la cible de 2%. Les développements positifs sur le front de l'inflation conjointement à l'affaiblissement attendu de la croissance ouvrent la voie à l'amorce des baisses de taux à partir d'avril pour la BCE et de mai pour la Fed. 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. Et la baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening. À ce propos, nous tablons sur un arrêt au printemps 2024 des réinvestissements de la BCE dans le cadre du PEPP.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 31 octobre dernier, sa politique de contrôle des taux d'intérêt en autorisant une plus grande fluctuation des taux d'intérêt souverains à dix ans autour de la cible de 1%. De nouveaux ajustements, plus significatifs, de sa politique monétaire sont probables, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Nous prévoyons que la BoJ mettra fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs lors de la réunion de politique monétaire de mars ou avril, tout en assouplissant de manière importante sa politique de contrôle de la courbe des taux obligataires.

Nous restons baissiers sur le dollar, plus nettement à partir du T2 2024 et plus particulièrement vis-à-vis de l'euro, du fait notamment d'un nombre de baisses de taux moindre du côté de la BCE que de la Fed. Le yen devrait également se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ, du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger et de la baisse des taux longs américains.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023 e	2024 e	2025 e	2022	2023 e	2024 e	2025 e
États-Unis	1.9	2.5	2.0	1.4	8.0	4.1	2.7	2.3
Japon	0.9	2.1	0.8	0.9	2.5	3.2	2.1	1.9
Royaume-Uni	4.4	0.3	-0.1	1.1	9.1	7.4	2.1	2.3
Zone euro	3.4	0.5	0.7	1.6	8.4	5.4	2.0	2.0
Allemagne	1.9	-0.1	0.2	1.3	8.7	6.1	2.2	2.0
France	2.5	0.9	0.6	1.4	5.9	5.7	2.2	1.6
Italie	3.9	0.7	0.9	1.5	8.7	6.0	1.5	2.5
Espagne	5.8	2.5	1.8	2.1	8.3	3.4	2.4	1.5
Chine	3.0	5.2	4.5	4.3	2.0	0.4	1.5	1.7
Inde*	7.2	7.5	7.0	6.5	6.7	5.8	5.7	4.5
Brésil	2.9	3.1	1.8	1.8	9.3	4.6	3.6	3.9

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 9 février 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, %		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.50	5.00	4.50	4.00	2.75
	Treas 10a	4.15	4.00	3.95	3.95	4.00
Zone euro	Taux de dépôt	4.00	3.50	3.00	2.75	2.50
	Bund 10a	2.45	2.35	2.20	2.20	2.50
	OAT 10a	3.02	2.91	2.75	2.75	3.05
	BTP 10 ans	4.25	4.00	3.95	3.90	4.20
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3.45	3.25	3.10	3.05	3.30
	Taux BoE	5.25	5.00	4.75	4.25	3.00
Japon	Gilt 10a	3.90	3.75	3.65	3.55	3.65
	Taux BoJ	0.10	0.10	0.25	0.25	0.75
	JGB 10a	0.80	0.90	1.00	1.20	1.35

Taux de change		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
USD	EUR / USD	1.10	1.12	1.14	1.15	1.18
	USD / JPY	145	141	138	135	130
	GBP / USD	1.26	1.29	1.31	1.32	1.36
EUR	EUR / GBP	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
	EUR / JPY	160	158	157	155	153

Pétrole		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	78	81	86	83	82

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)
Mise à jour le 9 février 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

Baromètre de l'inflation - Février 2024 La désinflation devrait se poursuivre	EcoChart	9 février 2024
L' Afrique verra-t-elle l'essor du libre-échange en 2024 ?	EcoTV	8 février 2024
Appétit sélectif pour la dette émergente	EcoEmerging	7 février 2024
Risque souverain dans les pays émergents: les maillons faibles sur la sellette	EcoWeek	5 février 2024
Balance commerciale française en 2023 : un déficit qui se réduit y compris en volume	EcoBrief	5 février 2024
Sri Lanka: les réserves de change augmentent mais la situation reste fragile	Graphique de la semaine	31 janvier 2024
2024 : année critique	EcoPerspectives	30 janvier 2024
Zone euro : pas de récession en 2023 mais des fortunes diverses entre les États membres	EcoBrief	30 janvier 2024
Le narratif du «dernier kilomètre» de la désinflation : un récit à bout de souffle	EcoWeek	30 janvier 2024
France : un climat des affaires en ligne avec la poursuite de la désinflation	EcoBrief	25 janvier 2024
France : Le taux d'épargne financière des ménages demeure élevé malgré la forte contraction des flux de placements	Graphique de la semaine	24 janvier 2024
Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude	EcoWeek	22 janvier 2024
Le Graph · Électricité : la France entre en 2024 en forme olympique	EcoTV	22 janvier 2024
LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - JANVIER 2024	EcoCharts	19 janvier 2024
«Prêteurs d'avant-dernier ressort»: un habit taillé trop grand pour les Federal Home Loan Banks ?	EcoFlash	18 janvier 2024
Le marché immobilier résidentiel en zone euro à l'épreuve de la normalisation monétaire	EcoConjoncture	17 janvier 2024
2024 : deux anniversaires ... et l'espoir d'une inversion de la courbe des émissions	Graphique de la Semaine	17 janvier 2024
Transition «verte» : ce qu'il en coûte	Podcast - En éco dans le texte	16 janvier 2024
Économie mondiale : l'année change, la conjoncture reste mitigée	EcoWeek	16 janvier 2024
Baromètre de l'inflation - Janvier 2024 - Remontée de l'inflation en zone euro et aux États-Unis en décembre	EcoCharts	12 janvier 2024
Perspectives 2024: la baisse de l'inflation et des taux officiels devraient soutenir la croissance	EcoTVWeek	12 janvier 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 Bensaidini
États-Unis, Japon

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

Lucie Barette
Europe du Sud

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



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

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

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

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

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

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2024). Tous droits réservés.

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change