

“ La qualité de l’ancrage de la monnaie de la banque commerciale à la monnaie de banque centrale n’est pas reflétée par l’encours des pièces et billets mais au contraire par la confiance dans la monnaie émise par les banques commerciales, et l’usage qui en découle. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

L'euro numérique et le rôle d'ancrage de la monnaie de banque centrale

---

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.

---

7

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

8

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## L'EURO NUMÉRIQUE ET LE RÔLE D'ANCRAGE DE LA MONNAIE DE BANQUE CENTRALE

Parmi les arguments avancés par les banques centrales pour justifier une monnaie numérique éponyme, celui de l'ancrage figure en bonne place. A en croire les thuriféraires de l'euro numérique, le moindre usage de la monnaie fiduciaire, sinon sa disparition, irait dans le sens de l'histoire et impliquerait le lancement d'une forme numérique de monnaie de banque centrale qui serait seule garante de la préservation de l'ancrage à l'ère numérique. Rien ne paraît moins évident.

En novembre 2021, à l'occasion d'un discours consacré à l'euro numérique, Fabio Panetta, alors membre du directoire de la BCE, déclarait : « *La confiance des gens dans la monnaie privée réside dans sa convertibilité à parité avec la forme de monnaie la plus sûre dans l'économie - la monnaie de la banque centrale, l'ancre monétaire - et donc avec d'autres formes réglementées de monnaie* »<sup>1</sup>. Il ajoutait : « *Les émetteurs privés [de monnaie, i.e. les banques, ndlr] doivent compter sur la convertibilité, car leur monnaie est exposée aux risques opérationnels, de crédit, de liquidité et de marché* », tout en précisant que « *ces risques étaient réduits par des mesures de politique publique comme la surveillance prudentielle, les exigences en capital et la garantie des dépôts* ».

Dans un article récent également consacré aux craintes - exagérées selon eux - de la désintermédiation bancaire qui pourrait résulter d'un éventuel euro numérique, Bindseil, Cipolonne et Schaaf (2024)<sup>2</sup> émettent la thèse selon laquelle le moindre recours aux billets pour les transactions quotidiennes réduira également la demande structurelle et l'encours de ces derniers. Pour étayer leur propos, ils soulignent le recul en 2023, pour la première fois depuis 2002 dans la zone euro de l'encours nominal des billets, qu'ils attribuent à la hausse des taux d'intérêt mais aussi à la numérisation des paiements. Face au risque supposé de recul du rôle d'ancrage associé à la baisse de l'encours de billets, la BCE doit s'assurer que « *la monnaie [qu'elle émet] conserve son rôle d'ancrage* »<sup>3</sup>.

Mais la combinaison d'une baisse de l'usage des billets en qualité d'instrument de paiement et d'une diminution de l'encours ne résiste guère à l'épreuve des faits. Ainsi, malgré la diminution la demande de billets pour les transactions de détail, l'encours des billets a continuellement progressé entre 2002 et 2022 (x 2,4) et sa taille relative est passée dans le même temps d'environ 10% de l'encours des dépôts à vue des ménages à 17,5%. Ces tendances opposées sont connues sous le nom du « *paradoxe du billet* »<sup>4</sup>. Au demeurant, la baisse de la demande de *cash* à des fins de transaction mérite d'être nuancée par le fait que les espèces restent toujours la première méthode de paiement en point de vente et ce, en dépit de la forte baisse de leur usage depuis la pandémie de Covid 19 : 59% des transactions (en nombre, donc) y étaient encore réglées au moyen d'espèces en 2022<sup>5</sup>.

Ensuite, les estimations de la BCE montrent que la demande de billets était davantage motivée, en 2019, par leur fonction de réserve de valeur (entre 28% et 50%) que par le règlement de transactions (entre 20% et 22%). Une fraction importante de la demande émanait par ailleurs des non-résidents (entre 30% et 50%).

En outre, la qualité de l'ancrage de la monnaie de banque commerciale à la monnaie de banque centrale ne se mesure pas tant à l'aune de la quantité de monnaie fiduciaire en circulation qu'à celle de l'usage de la monnaie de banque commerciale qui y est ancrée. C'est en effet parce qu'ils ont confiance dans leur faculté de convertir les dépôts détenus auprès des banques commerciales en monnaie de banque centrale que les agents économiques utilisent volontiers la monnaie de banque commerciale plutôt que la monnaie de banque centrale (d'où, d'ailleurs, le risque de ruée bancaire lorsque la confiance se perd). Et cette confiance dans la valeur de la monnaie de banque commerciale ne saurait découler de la seule garantie des dépôts. Ce dispositif garantit bien le remboursement à concurrence d'un certain montant exprimé dans l'unité de compte de l'euro émis par la banque centrale (100 000 euros depuis 2014 dans l'Union européenne). Mais l'unicité de valeur de l'euro, quel qu'en soit l'émetteur (banque centrale ou banques commerciales), réside exclusivement dans la faculté de convertir à parité de la monnaie de banque commerciale en monnaie de banque centrale (parités croisées des euros de banques commerciales différentes, en quelque sorte, par analogie avec les taux de change croisés) ; en d'autres termes, dans la faculté de se rendre à un guichet ou devant un distributeur automatique de billets (DAB) pour obtenir des espèces en l'échange de dépôts bancaires, à parité. Certes, le nombre de DAB tend à reculer depuis 2015 dans la zone euro. Mais, ainsi que le souligne la BCE, la densité des DAB ne constitue pas la mesure la plus pertinente de la facilité d'accès aux espèces. L'interprétation de cet indicateur repose, en effet, sur l'hypothèse implicite d'une distribution homogène des suppressions de points de retrait sur le territoire national de chaque pays et au sein de sa population, non vérifiée dans les faits.

1 Panetta F. (2021), "Central bank digital currencies: a monetary anchor for digital innovation", Speech by Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, at the Elcano Royal Institute, Madrid, 5 November (traduction en français par nos soins).

2 Bindseil U., Cipolonne P., Schaaf J. (2024), "The digital euro after the investigation phase: Demystifying fears about bank disintermediation", VoxEU/VoxEU - CEPR's policy portal, 19 February.

3 Panetta F. (2023), "A digital euro: widely available and easy to use", Introductory statement by Fabio Panetta, Member of the Executive Board of the ECB, at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Brussels, 24 April 2023 (traduction en français par nos soins).

4 Zamora-Pérez A. (2021), "The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond the transactional use", ECB Economic Bulletin, Issue 2/2021.

5 ECB (2022), Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro area (SPACE), December.

La qualité de l'ancrage de la monnaie de la banque commerciale à la monnaie de banque centrale n'est pas reflétée par l'encours des pièces et billets mais, au contraire, par la confiance dans la monnaie émise par les banques commerciales, et l'usage qui en découle.



A cet égard, une étude récente de la BCE<sup>6</sup> indique que la proportion de la population résidant à moins de 5 kilomètres d'un distributeur automatique de billets (DAB) s'échelonnait, en 2020, de 77% à 100% dans les différents pays de la zone euro, pour une médiane de 95% pour l'ensemble des pays. De surcroît, en 2019, 89% des citoyens de la zone euro jugeaient l'accès aux DAB « facile » ou « très facile » et seuls 2% le considéraient « très difficile ». Relevons, enfin, que le retrait d'argent liquide chez certains commerçants (*cashback*) supplée parfois les DAB dans les zones faiblement pourvues.

La BCE conçoit l'euro numérique comme le pendant numérique des pièces et billets. Le risque est toutefois grand que les consommateurs l'appréhendent plutôt comme un substitut aux comptes bancaires, du fait notamment de la proximité des modes de paiement et des modes de détention entre l'euro numérique et l'euro détenu sur un compte de banque commerciale (qui est, accessoirement, un « euro numérique » depuis la naissance de l'euro en 1999). Avec à la clef, le risque d'un renchérissement du coût des ressources bancaires (nécessité de remplacer les dépôts de la clientèle par du refinancement plus coûteux) et donc du crédit. A notre sens, les seules caractéristiques de l'euro numérique à même de limiter ce risque seraient un plafond de détention très bas, comparable au montant d'espèces raisonnablement détenu par chaque citoyen à des fins de transaction (quelques centaines d'euros tout au plus) ou un euro numérique exclusivement « hors ligne » détenu sous forme de jeton numérique dans la mémoire d'un téléphone mobile, dont la perte ou le vol seraient définitifs, à l'instar... des espèces sonnantes et trébuchantes.

Les trois fonctions de la monnaie théorisées par Aristote (intermédiaire des échanges, réserve de valeur et unité de compte) conservent aujourd'hui toute leur pertinence. Elles sont cumulatives et indissociables. Il n'appartient pas à l'émetteur de la monnaie, mais à l'utilisateur, de décider de la fonction principale qu'il souhaite attribuer dans la pratique à chaque forme de monnaie. Nous avons vu, par exemple, que la demande de billets était davantage motivée par la fonction de réserve de valeur que par celle d'intermédiaire des échanges. En dépit de sa volonté affichée – et justifiée – de cantonner le « pendant numérique du billet » dans son rôle d'intermédiaire des échanges, la BCE prendrait néanmoins le risque, en le lançant, de créer une nouvelle forme de réserve de valeur concurrente des billets... et des dépôts bancaires, au préjudice du financement de l'économie, de la transmission de la politique monétaire, et de la stabilité financière.

Laurent Quignon

<sup>6</sup> Zamora-Pérez (2022), "Guaranteeing freedom of payment choice: access to cash in the euro area", ECB Economic Bulletin, Issue 5/2022.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 1-3-24 au 8-3-24

↗ CAC 40	7 934	▶ 8 028	+1.2 %		
↘ S&P 500	5 137	▶ 5 124	-0.3 %		
↗ Volatilité (VIX)	13.1	▶ 14.7	+1.6 pb		
↗ Euribor 3m (%)	3.94	▶ 3.94	+0.2 pb		
↘ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.58	-1.0 pb		
↘ OAT 10a (%)	2.88	▶ 2.71	-17.1 pb		
↘ Bund 10a (%)	2.40	▶ 2.25	-14.9 pb		
↘ US Tr. 10a (%)	4.19	▶ 4.09	-10.1 pb		
↗ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.10	+1.1 %		
↗ Or (once, \$)	2 074	▶ 2 173	+4.8 %		
↘ Pétrole (Brent, \$)	84.2	▶ 82.2	-2.4 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 24		+bas 24		Rendements (%)		+haut 24		+bas 24	
€ BCE	4.50	4.50	le 01/01	4.50	le 01/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 01/01	2.64	le 01/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 01/01	-0.51	le 01/01	Bund 2a	2.87	3.03	le 27/02	2.53	le 01/02
Euribor 3m	3.94	3.97	le 18/01	3.88	le 01/02	Bund 10a	2.25	2.44	le 28/02	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.75	3.75	le 05/03	3.51	le 01/02	OAT 10a	2.71	2.88	le 01/03	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	3.86	4.06	le 28/02	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.58	5.60	le 27/02	5.53	le 01/02	\$ Treas. 2a	4.53	4.72	le 27/02	4.22	le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.09	4.34	le 21/02	3.86	le 01/02
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.75	8.10	le 05/01	7.75	le 08/03
Libor 3m	5.33	5.33	le 06/03	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.55	4.68	le 13/02	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	£ Gilt. 10a	3.98	4.22	le 13/02	3.60	le 01/01

Au 8-3-24

Au 8-3-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24	+bas 24	2024
USD	1.10	1.10 le 01/01	1.07 le 13/02	-0.8%
GBP	0.85	0.87 le 02/01	0.85 le 13/02	-1.8%
CHF	0.96	0.96 le 06/03	0.93 le 08/01	+3.2%
JPY	161.16	163.58 le 26/02	155.33 le 02/01	+3.5%
AUD	1.65	1.67 le 28/02	1.62 le 02/01	+2.0%
CNY	7.88	7.88 le 08/03	7.71 le 13/02	+0.6%
BRL	5.45	5.45 le 08/03	5.31 le 13/02	+1.5%
RUB	99.82	102.67 le 23/02	95.72 le 19/01	+1.1%
INR	90.74	91.92 le 01/01	88.97 le 13/02	-1.3%

Au 8-3-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24	+bas 24	2024	2024(€)
Pétrole, Brent	82.2	84.2 le 01/03	75.8 le 08/01	+5.8%	+6.6%
Or (once)	2 173	2 173 le 08/03	1 989 le 14/02	+5.2%	+6.0%
Métaux, LMEX	3 739	3 762 le 01/01	3 558 le 09/02	-0.6%	+0.2%
Cuivre (tonne)	8 487	8 546 le 07/03	8 065 le 09/02	+0.3%	+1.1%
Blé (tonne)	200	2.3 le 01/01	200 le 08/03	-14.1%	-13.4%
Maïs (tonne)	161	1.7 le 01/01	148 le 23/02	-7.9%	-7.2%

Au 8-3-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24	+bas 24	2024
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	3 380	3 391 le 07/03	3 114 le 04/01	+6.7%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	5 124	5 157 le 07/03	4 689 le 04/01	+7.4%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 961	4 974 le 07/03	4 403 le 17/01	+9.7%
CAC 40	8 028	8 028 le 08/03	7 319 le 17/01	+6.4%
DAX 30	17 815	17 843 le 07/03	16 432 le 17/01	+6.3%
IBEX 35	10 306	10 320 le 07/03	9 858 le 19/01	+2.0%
FTSE100	7 660	7 733 le 01/01	7 446 le 17/01	-1.0%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 388	1 388 le 08/03	1 242 le 03/01	+11.3%
Nikkei	39 689	40 109 le 04/03	33 288 le 04/01	+18.6%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	1 037	1 037 le 08/03	958 le 17/01	+1.3%
Chine	53	55 le 01/01	49 le 22/01	-4.0%
Inde	989	989 le 07/03	915 le 03/01	+6.7%
Brsil	1 652	1 800 le 01/01	1 652 le 08/03	-6.1%

Au 8-3-24

Variations

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

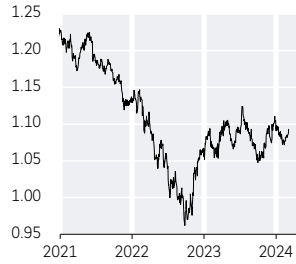
	Année 2024 au 8-3, €	Année 2024 au 8-3, \$
Technologie	+14.7%	+13.8%
Automobile	+10.9%	+12.3%
Médias	+9.2%	+12.3%
Bs. de conso.	+9.1%	+12.2%
Voyages & loisirs	+8.4%	+8.1%
Industrie	+7.9%	+7.9%
Santé	+7.6%	+7.9%
Assurances	+7.6%	+7.6%
Banques	+5.6%	+7.4%
Indice	+5.1%	+6.9%
Construction	+4.6%	+4.8%
Chimie	+1.7%	+4.2%
Télécoms	+0.6%	+4.2%
Agroalimentaire	-1.7%	+4.1%
Distribution	-2.1%	+2.6%
Pétrole & gaz	-2.2%	+1.2%
Foncières	-6.2%	-0.7%
Scs collectivités	-6.5%	-1.2%
Matières premières	-10.3%	-22.6%

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

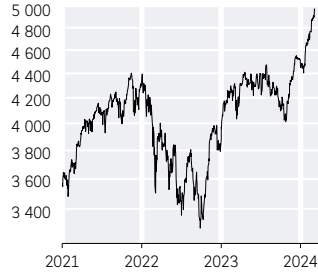


# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



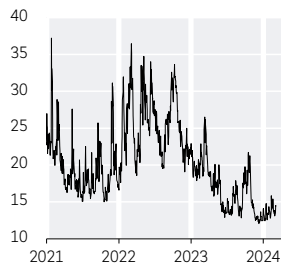
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



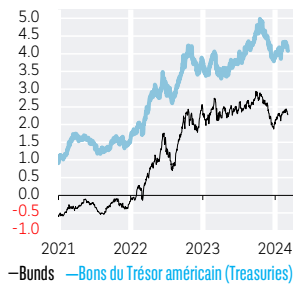
**MSCI MONDE (USD)**



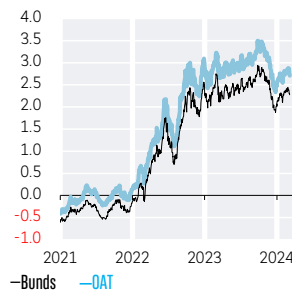
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

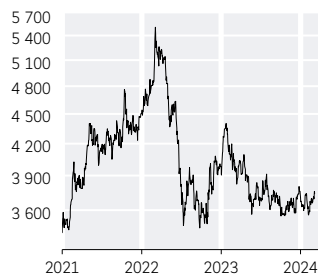
Année 2024 au 8-3

3.80%	Grèce	155 pb
3.58%	Italie	133 pb
3.08%	Espagne	83 pb
2.86%	Portugal	60 pb
2.72%	Belgique	47 pb
2.72%	Autriche	46 pb
2.71%	France	46 pb
2.69%	Finlande	43 pb
2.53%	P-Bas	28 pb
2.51%	Irlande	26 pb
2.25%	Allemagne	

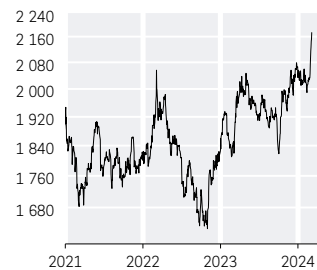
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# BAROMÈTRE

## UN SIGNAL ENCOURAGEANT POUR L'ACTIVITÉ MONDIALE AU COURS DU 1ER TRIMESTRE 2024

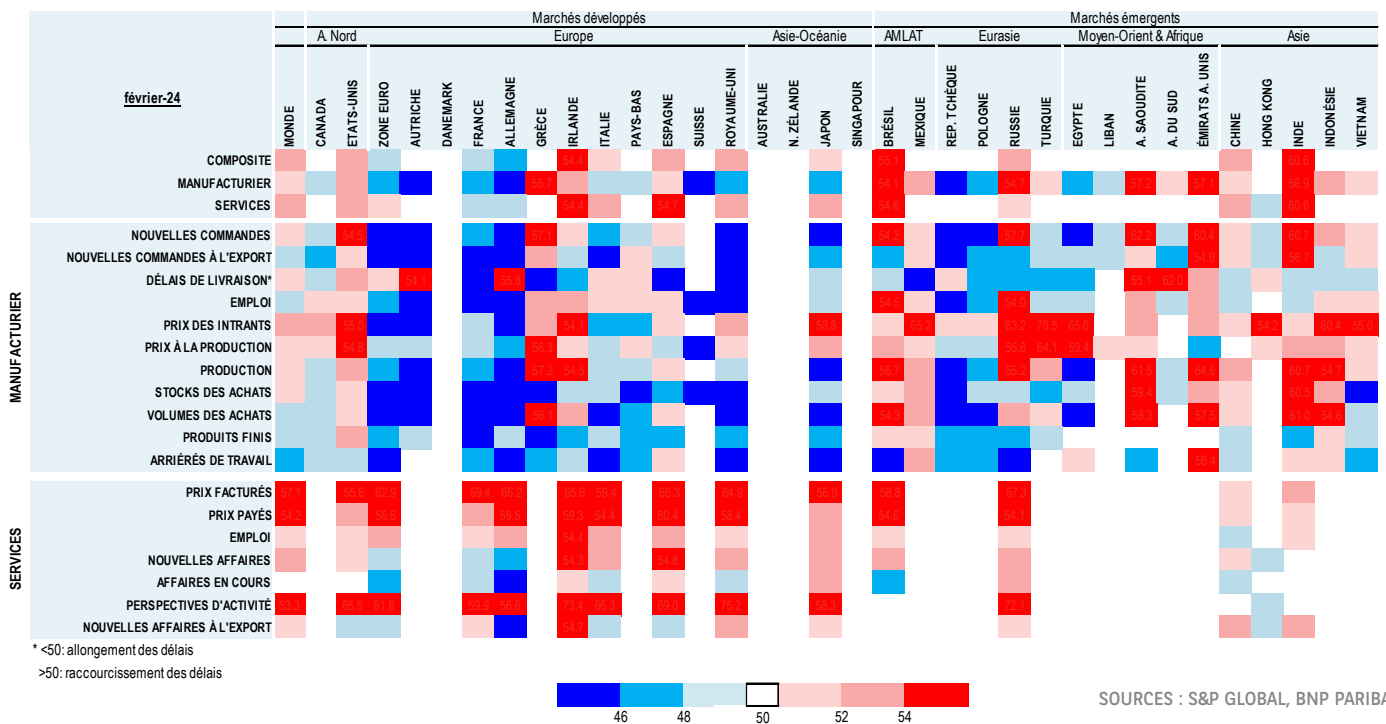
En février, l'indice PMI composite S&P Global de l'activité mondiale s'est amélioré pour le quatrième mois consécutif (+0,3 point), pour s'établir à 52,1, son niveau le plus élevé depuis juin 2023. Un signal assez clairement encourageant pour l'activité mondiale au cours du 1er trimestre 2024, d'autant plus que cette amélioration est portée par le secteur manufacturier comme celui des services. En février, l'indice mondial PMI dans ces deux secteurs ont, en effet, atteint leur plus haut niveau, depuis août 2022 et juillet 2023, à 50,3 et 52,4, respectivement.

Vingt-deux des trente pays pour lesquels les données de février sont disponibles ont indiqué une amélioration dans le secteur manufacturier, sous l'impulsion des composantes « nouvelles commandes » et « production », notamment en France, en Irlande, en Espagne, au Canada, en Afrique du Sud et aux États-Unis. À l'inverse, l'Allemagne est le pays qui affiche un indice PMI manufacturier en forte baisse par rapport au mois précédent, sous l'effet d'une nouvelle forte diminution de ces composantes. En Chine, l'indice manufacturier s'est, de nouveau, très légèrement redressé, et inscrit son quatrième mois consécutif en zone d'expansion. Les nouvelles sur les prix et l'offre sont un peu meilleures. L'indice PMI mondial relatif aux délais de livraison dans le secteur manufacturier s'est légèrement réduit par rapport à janvier, sa première baisse depuis mai 2023. L'indice des prix des intrants ainsi que celui des prix de vente dans le secteur manufacturier ont interrompu leur hausse, baissant marginalement. Du côté de l'emploi, les nouvelles sont également à l'amélioration : l'indice s'approche davantage du seuil des 50, sous l'effet d'une hausse au Canada, aux États-Unis, en France, en Espagne et en Italie. La baisse marquée de cette composante en Allemagne a toutefois contrebalancé l'amélioration dans les autres pays de la zone euro.

Concernant le secteur des 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 France, en Irlande, en Espagne et, dans une moindre mesure, en Italie, en Allemagne et en zone euro, où l'indice est notablement de retour en zone d'expansion. L'indice s'est, en revanche, légèrement replié aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et en Chine, et très fortement en Russie. Au global, deux composantes seulement sont en hausse, celles relatives aux « prix de vente » et, dans une moindre mesure, aux « nouvelles affaires ».

Tarik Rharrab

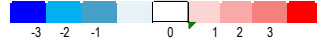
### S&P GLOBAL PMI - FÉVRIER 2024



# BAROMÈTRE

## ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (FÉVRIER 2024 VS. JANVIER 2024)

	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	GRECE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZELANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM						
MANUFACTURIER	COMPOSITE	0.3	0.5	1.3		3.5	-0.7		3.7	0.4		2.4		0.1																											
	MANUFACTURIER	0.3	1.4	1.5	-0.1	0.0	4.0	-3.0	1.0	2.7	0.2	0.4	2.3	0.9	0.5																										
	SERVICES	0.1		-0.2	1.8		3.0	0.6		3.9	1.0		2.6		-0.5																										
	NOUVELLES COMMANDES	0.6	3.2	1.9	0.5	0.6	7.8	-3.6	2.6	3.7	0.5	-0.2	4.3		-0.7																										
	NOUVELLES COMMANDES A L'EXPORT	0.6	2.5	2.8	-0.1	1.8	2.6	-0.2	1.5	-4.0	-1.1	1.0	0.9		-3.4																										
	DÉLAIS DE LIVRAISON	1.1	-0.2	5.1		2.4	0.7	4.8	1.5	1.5	1.4	0.2	-1.8		-4.7																										
	EMPLOI	0.2	1.1	1.5	0.0	-2.8	1.7	-2.2	0.1	1.8	2.4	1.2	1.5	-2.4	-4.2																										
	PRIX DES INTRANTS	-0.1	0.5	-2.7	2.7	2.5	4.3	1.6	-0.3	3.8	3.4	1.0	4.0		0.3																										
	PRIX À LA PRODUCTION	-0.1	-0.5	0.3	-0.3	0.8	0.3	-1.8	2.3	0.9	0.8	0.5	0.9	5.6	0.3																										
	PRODUCTION	0.9	1.2	4.2	0.1	2.9	5.9	-3.4	1.9	3.6	-1.2	1.6	1.4		2.8																										
	STOCKS DES ACHATS	1.0	-1.0	3.5	0.8	1.1	-0.8	0.6	1.5	5.3	0.2	-1.5	0.8	-1.0	2.1																										
	VOLUMES DES ACHATS	0.6		2.1	1.1	3.2	4.1	-3.7	2.0	9.3	0.7	4.1	5.2		-0.1																										
PRODUITS FINIS	0.0	-2.0	2.6	0.2	2.4	-2.0	-0.1	-0.5	-0.1	1.3	1.0	2.5		2.5																											
ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	0.7	1.5	4.6	-0.3		4.3	-2.8	0.8	1.2	-0.2	-1.6	3.9		-0.1																											
SERVICES	PRIX FACTURÉS	-0.1		-1.1	0.3		-0.3	0.8		2.2	0.1		0.3		1.6																										
	PRIX PAYÉS	1.2		2.1	0.3		-2.2	1.1		1.1		1.9		1.2																											
	EMPLOI	-0.1		-0.3	1.5		0.3	3.4		1.8	1.6		-0.6		0.1																										
	NOUVELLES AFFAIRES	0.1		-0.7	1.9		3.2	1.2		2.1	0.8		2.4		0.2																										
	AFFAIRES EN COURS				0.4		2.1	0.4		1.9	-0.4		-1.9		-0.4																										
	PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	-0.8		-3.2	1.6		1.0	1.6		1.9	0.4		4.5		5.0																										
NOUVELLES AFFAIRES A L'EXPORT	-0.2		-2.1	1.1		2.2	-1.5		1.1	2.4		3.1		0.9																											



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 table sur une croissance de +2,8% en moyenne annuelle en 2024, grâce à des facteurs tels que l'acquis de croissance et la progression attendue des revenus réels, avec un ralentissement au second semestre. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, et cette dernière devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Ce tableau ouvre la voie à un assouplissement de la part de la Fed, qui peut entrevoir un atterrissage en douceur de l'économie américaine et amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de juin.

## CHINE

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. 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

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

## FRANCE

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

## TAUX & CHANGE

Les premières baisses de taux directeurs se profilent un peu plus nettement. Elles interviendraient, d'après nos prévisions, en juin pour la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre. La Réserve fédérale et la BCE déclarent, en particulier, être prêts de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Le risque le plus important est toutefois que l'inflation s'avère plus résistante qu'anticipé, ce qui décalerait dans le temps l'assouplissement monétaire. Nous anticipons trois baisses de taux de 25 points de base de la part de la Fed d'ici la fin de 2024, quatre pour la BCE et la Banque d'Angleterre. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux

longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening.

La Banque du Japon (BoJ) a 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 au printemps 2024, le plus probablement en mars, tout en conservant une politique souple de contrôle de la courbe des taux obligataires.

Nous restons fondamentalement baissiers sur le dollar mais la force de la croissance américaine conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait plus nettement se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ et du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger.

### CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	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	3.1	2.8
Japon	0.9	1.9	0.4	0.9	2.5	3.2	2.2	2.0
Royaume-Uni	4.4	0.1	0.1	1.2	9.1	7.4	2.2	2.3
Zone euro	3.4	0.5	0.7	1.7	8.4	5.4	2.3	2.1
Allemagne	1.9	-0.1	0.0	1.4	8.7	6.0	2.3	2.1
France	2.5	0.9	0.7	1.4	5.9	5.7	2.4	1.8
Italie	3.9	0.9	0.9	1.4	8.7	5.9	1.2	1.8
Espagne	5.8	2.5	2.0	2.1	8.3	3.4	2.7	2.0
Chine	3.0	5.2	4.5	4.3	2.0	0.2	-0.1	1.2
Inde*	7.2	7.5	8.1	7.1	6.7	6.7	5.5	4.8
Brésil	2.9	2.9	1.8	1.8	9.3	4.6	3.9	3.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 12 mars 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)	5.25	5.00	4.75	4.25	4.00
	Treas. 10a	4.25	4.20	4.20	4.20	4.20
	Taux de dépôt	3.75	3.25	3.00	2.50	2.50
Zone euro	Bund 10a	2.35	1.95	2.00	2.25	2.50
	OAT 10a	2.87	2.50	2.52	2.80	3.05
	BTP 10 ans	3.70	3.35	3.45	3.80	4.00
	BONO 10 ans	3.19	2.82	2.85	3.15	3.38
Royaume-Uni	Taux BoE	5.00	4.50	4.25	3.75	3.25
	Gilt 10a	4.00	3.80	3.70	3.55	3.65
Japon	Taux BoJ	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75
	JGB 10a	0.90	1.00	1.20	1.40	1.35

#### Taux de change

Fin de période		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD	EUR / USD	1.10	1.10	1.10	1.12	1.14
	USD / JPY	146	144	142	137	133
	GBP / USD	1.31	1.33	1.33	1.35	1.37
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.83	0.83	0.83
	EUR / JPY	161	158	156	153	152

#### Pétrole

Moyenne trimestrielle		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Pétrole	USD/baril	80	85	83	81	82

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

Mise à jour le 12 mars 2024



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

<a href="#">Union européenne : un futur entre vieillissement et verdissement</a>	Graphique de la Semaine	7 mars 2024
<a href="#">Zone euro : le printemps économique viendra, mais à petits pas</a>	EcoWeek	5 mars 2024
<a href="#">Février 2024</a>	Ecopulse	1er mars 2024
<a href="#">Tunisie : sombres perspectives</a>	Graphique de la Semaine	28 février 2024
<a href="#">États-Unis : les conséquences économiques de la polarisation politique</a>	EcoWeek	26 février 2024
<a href="#">Royaume-Uni : un budget de printemps sans marge de manœuvre</a>	EcoTV	23 février 2024
<a href="#">France : certaines grandes entreprises réarbitrent en faveur des financements de marché</a>	Graphique de la semaine	21 février 2024
<a href="#">Relever le défi de la dette publique au sein de l'UE : le rôle de la nouvelle gouvernance économique</a>	EcoWeek	20 février 2024
<a href="#">Zone euro : dynamique positive du climat des affaires, mais attention aux prix</a>	EcoTV	15 février 2024
<a href="#">Électricité européenne : le verdissement s'accélère</a>	Graphique de la semaine	14 février 2024
<a href="#">Le «frein à l'endettement» allemand : avantages et inconvénients des règles budgétaires</a>	EcoWeek	12 février 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Février 2024   La désinflation devrait se poursuivre</a>	EcoChart	9 février 2024
<a href="#">L' Afrique verra-t-elle l'essor du libre-échange en 2024 ?</a>	EcoTV	8 février 2024
<a href="#">Appétit sélectif pour la dette émergente</a>	EcoEmerging	7 février 2024
<a href="#">Risque souverain dans les pays émergents: les maillons faibles sur la sellette</a>	EcoWeek	5 février 2024
<a href="#">Balance commerciale française en 2023 : un déficit qui se réduit y compris en volume</a>	EcoBrief	5 février 2024
<a href="#">Sri Lanka: les réserves de change augmentent mais la situation reste fragile</a>	Graphique de la semaine	31 janvier 2024
<a href="#">2024 : année critique</a>	EcoPerspectives	30 janvier 2024
<a href="#">Zone euro : pas de récession en 2023 mais des fortunes diverses entre les États membres</a>	EcoBrief	30 janvier 2024
<a href="#">Le narratif du «dernier kilomètre» de la désinflation : un récit à bout de souffle</a>	EcoWeek	30 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 Bensaidani  
États-Unis, Japon

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

Lucie Barette  
Europe du Sud

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

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

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

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby  
Afrique francophone

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

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad  
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

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

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## 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 desquels 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.

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: Africa Studio

