

“ AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO, LA PLUPART DES DONNÉES D'ENQUÊTE ONT TERMINÉ L'ANNÉE 2023 SUR UNE NOTE LÉGÈREMENT ENCOURAGEANTE. MAIS LES PERSPECTIVES RESTENT INCERTAINES, VULNÉRABLES NOTAMMENT À LA REMONTÉE DES DÉFAILLANCES ET AUX TENSIONS GÉOPOLITIQUES. ”

2024

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Économie mondiale : L'année change, la conjoncture reste mitigée

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ÉCONOMIE MONDIALE : L'ANNÉE CHANGE, LA CONJONCTURE RESTE MITIGÉE

Le bilan des indicateurs conjoncturels publiés ces dernières semaines est mitigé. Dans la zone euro comme aux États-Unis, le signal avancé de la plupart des enquêtes de confiance du mois de décembre est encourageant. Mais il reste prématuré d'en conclure que le point bas a été atteint. Les créations nettes d'emplois salariés non agricoles aux États-Unis sont restées robustes en décembre. Mais l'écroulement de la composante emploi de l'enquête ISM dans le secteur non manufacturier interpelle à tout le moins. Les défaillances d'entreprises remontent. La situation économique reste également vulnérable aux tensions géopolitiques. Il n'y a en revanche pas matière à s'inquiéter du rebond de l'inflation en décembre. Et la dynamique apparaît plus favorable dans la zone euro qu'aux États-Unis.

Le bilan des indicateurs conjoncturels publiés ces dernières semaines reste mitigé. Certes, le signal avancé des enquêtes de confiance est légèrement encourageant, notamment du côté de la zone euro. L'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne s'est non seulement nettement redressé en décembre 2023 pour le troisième mois consécutif mais cette hausse est portée par l'ensemble des composantes (climat des affaires sectoriel et confiance des consommateurs), ce qui n'est pas si fréquent. On mettra aussi du côté des bonnes nouvelles la stabilisation en décembre de l'indice composite PMI de la zone euro (47,6), le très léger mieux du climat des affaires dans les services (+0,1, à 48,8) contrebalançant la légère détérioration dans le secteur manufacturier (-0,2, à 44,4, composante production), celle-ci pouvant elle-même être relativisée par le redressement des composantes relatives aux nouvelles commandes et aux nouvelles commandes à l'exportation.

Côté américain, le bilan des enquêtes ISM / PMI est clairement partagé, avec une évolution inverse des secteurs selon l'enquête considérée. Un tel écart n'est pas rare, la corrélation entre les deux enquêtes n'est pas parfaite mais il en résulte un diagnostic brouillé aujourd'hui : hausse nette de l'ISM manufacturier (+0,7, à 47,4) mais baisse marquée du PMI (-1,5, à 47,9), petite hausse du PMI services (+0,6, à 51,4) mais baisse significative de l'ISM (-2,1, à 50,6), le tout entraînant une légère hausse du PMI composite (qui l'élève un peu plus en zone d'expansion, à 50,9) mais une franche baisse de l'ISM composite (qui le ramène juste au-dessus du seuil d'expansion, à 50,2). En revanche, le signal des enquêtes de décembre sur la confiance des ménages est clairement et franchement positif, avec une forte hausse de l'indicateur du Conference Board comme de celui de l'Université du Michigan.

S'il faut voir d'un bon œil la stabilisation du PMI composite de la zone euro depuis quelques mois, comme de celui des États-Unis d'ailleurs, il reste prématuré d'en conclure que le point bas a été atteint, préfigurant un retournement à la hausse. L'évolution des prochains mois reste incertaine. D'un côté, d'après une analyse récente de la BCE, un début de redressement du climat des affaires dans le secteur manufacturier pourrait être envisageable. Il aurait en effet plus souffert que les services du resserrement monétaire¹. Et, même si les effets négatifs

de celui-ci ne se sont pas encore tous fait sentir, on peut penser qu'ils vont aller *decrecendo*, pesant donc de moins en moins sur le climat des affaires dans le secteur manufacturier. En revanche, compte tenu du décalage de niveau important entre le climat des affaires des deux secteurs et du caractère réputé avancé du cycle manufacturier, le risque plane toujours que les services rejoignent, par le bas, le secteur manufacturier (bien que ce ne soit pas la direction actuelle, le climat des affaires dans les services étant légèrement orienté en hausse depuis quelques mois).

Si les nouvelles restent globalement encourageantes du côté de l'emploi salarié non agricole américain, son ralentissement demeurant progressif, celui-ci ne s'en poursuit pas moins. Les ouvertures de postes sont, notamment, de moins en moins nombreuses ainsi que les démissions, dont le niveau est en passe de retrouver celui prévalant avant la pandémie de Covid-19. S'il ne remonte pas encore de manière nette, le taux de chômage ne baisse plus depuis la mi-2022, à tel point que le signal récessif de la règle de Sahm n'est pas loin d'être atteint². Par ailleurs, l'écroulement d'un peu plus de 7 points, à 43,3 en décembre, de la composante emploi de l'ISM non manufacturier est probablement un point statistique aberrant mais tout de même alarmant.

Si l'on poursuit la liste des indicateurs préoccupants, la remontée des défaillances d'entreprises figure en bonne place³ : il s'agit certes d'un indicateur retardé, le signe, entre autres, du ralentissement passé, mais qui pourrait aussi avoir une incidence non négligeable sur la situation économique future. Celle-ci reste également vulnérable aux tensions géopolitiques. Comme indiqué dans notre dernier baromètre sur l'inflation⁴, « la perturbation du transport maritime en mer Rouge engendre, en ce début d'année 2024, de nouvelles tensions sur le fret mondial et certains indices montre un net renchérissement des coûts d'acheminement début janvier (un doublement selon l'indice Freightos). Sans générer un choc aussi important qu'en 2021, la situation pourrait, si elle se poursuit, alimenter un surcroît d'inflation importée en 2024 ».

¹ Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services (europa.eu), bulletin économique de la BCE n°8-2023, Janvier 2024

² L'économie américaine entre en récession lorsque la moyenne mobile sur 3 mois du taux de chômage augmente d'au moins un demi-point de pourcentage au-dessus de son minimum des 12 derniers mois.

³ France : une remontée des défaillances en 2023 qui s'est accentuée au 4e trimestre (bnpparibas.com), 8 janvier 2024

⁴ Baromètre de l'inflation - Janvier 2024 - Remontée de l'inflation en zone euro et aux États-Unis en décembre (bnpparibas.com), 12 janvier 2024

” Aux États-Unis et dans la zone euro, la plupart des données d'enquête ont terminé l'année 2023 sur une note légèrement encourageante. Mais les perspectives restent incertaines, vulnérables notamment à la remontée des défaillances et aux tensions géopolitiques.



À propos d'inflation, on ne rangera pas le rebond en décembre de son glissement annuel dans la catégorie des indicateurs négatifs. En zone euro comme aux États-Unis, ce rebond était attendu et s'explique par une déflation moindre de la composante énergie liée à des effets de base défavorables. Il masque une poursuite du reflux de l'inflation sous-jacente et un *momentum* favorable. L'inflation totale devrait reprendre le chemin de la baisse à partir de janvier. Il faut s'attendre toutefois à ce que cette baisse soit moins impressionnante qu'en 2023, une bonne partie du chemin vers la cible de 2% ayant déjà été parcouru.

La question reste de savoir à quelle vitesse le « dernier kilomètre » sera parcouru, celui séparant le rythme actuel d'environ 3% de l'objectif de 2%. D'après nos prévisions actuelles, la zone euro remporterait la course, la cible étant atteinte et franchie à la baisse, une première fois, dès le mois d'avril puis, de manière plus pérenne, à partir de juin au point, qu'en moyenne annuelle, l'inflation totale s'inscrirait à 1,9% en 2024 (2,3% pour l'inflation sous-jacente). Pour les États-Unis, l'inflation totale (mesurée par le CPI) n'aurait toujours pas rejoint la cible à l'horizon de la fin de l'année : elle s'élèverait encore à 2,5% a/a (2,7% en moyenne annuelle). Selon la mesure privilégiée par la Réserve fédérale (le déflateur de la consommation), la cible serait toutefois atteinte en fin d'année sur la base de l'écart moyen de 0,5 point de pourcentage entre les deux mesures.

Ce scénario d'inflation plus favorable du côté de la zone euro explique pourquoi nous nous attendons à ce que la BCE amorce, la première, en avril, le cycle de baisse des taux directeurs. La Fed lui emboîterait toutefois rapidement le pas, en mai, compte tenu de la détérioration

de la situation économique que nous prévoyons, qui s'ajouterait à des progrès, passés et anticipés, jugés suffisants sur le front de la désinflation. On peut constater qu'au moment de la dernière hausse de taux de la Fed, en juillet 2023, l'inflation sous-jacente (mesure CPI) était supérieure au taux de chômage (4,7% a/a et 3,5%, respectivement), ce qui n'est pas fréquent comme configuration et qui peut faire craindre un arrêt prématuré du resserrement monétaire. Mais au moment où la Fed procéderait à sa première baisse de taux d'après nos prévisions, l'inflation sous-jacente devrait être inférieure au taux de chômage, légitimant l'assouplissement. Partant de plus haut en termes de niveau de taux directeur, la Fed irait ensuite plus vite que la BCE (une baisse de 25 points de base par meeting pour la Fed, soit 6 d'ici la fin de l'année, contre une par trimestre pour la BCE).

Une assez grande incertitude entoure encore toutefois cette trajectoire de taux anticipée. Le *pricing* volatile des marchés financiers en atteste. Les espoirs de baisses de taux rapprochées ont alimenté la note euphorique sur laquelle ils ont terminé l'année 2023. Mais ils sont probablement allés un peu vite en besogne et les premiers jours de 2024 ont été marqués par une correction et des prises de bénéfices. Comme évoqué dans notre édito précédent⁵, la baisse de l'inflation ouvrant la voie aux baisses de taux est la seule évolution faisant l'objet d'une relative certitude cette année.

Hélène Baudchon

⁵ Economie mondiale — 2024 : baisse des taux directeurs par les banques centrales. Et après ? (bnpparibas.com), 9 janvier 2024



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 5-1-24 au 12-1-24			
➔ CAC 40	7 421	▶ 7 465	+0.6 %
➔ S&P 500	4 697	▶ 4 784	+1.8 %
⬇ Volatilité (VIX)	13.4	▶ 12.7	-0.7 pb
⬇ Euribor 3m (%)	3.94	▶ 3.93	-0.4 pb
⬇ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.58	-1.3 pb
➔ OAT 10a (%)	2.59	▶ 2.60	+1.0 pb
➔ Bund 10a (%)	2.11	▶ 2.11	+0.2 pb
⬇ US Tr. 10a (%)	4.05	▶ 3.95	-9.5 pb
⬇ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	-0.1 %
⬇ Or (once, \$)	2 056	▶ 2 053	-0.2 %
⬇ Pétrole (Brent, \$)	79.0	▶ 78.7	-0.4 %

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	€ May. 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	2.80	2.92	le 10/01	2.68	le 01/01
Euribor 3m	3.93	3.94	le 11/01	3.91	le 02/01	Bund 10a	2.11	2.18	le 10/01	1.99	le 03/01
Euribor 12m	3.64	3.65	le 11/01	3.51	le 01/01	OAT 10a	2.60	2.65	le 10/01	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	3.91	4.00	le 10/01	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.58	5.59	le 01/01	5.58	le 11/01	\$ Treas. 2a	4.22	4.47	le 05/01	4.22	le 12/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	3.95	4.05	le 05/01	3.87	le 01/01
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.88	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.32	5.32	le 01/01	5.32	le 12/01	£ Gilt. 2a	4.17	4.25	le 11/01	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	3.87	3.92	le 11/01	3.60	le 01/01

Au 12-1-24

Au 12-1-24

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.10	1.10	le 01/01	1.09	le 03/01	-0.7%
GBP	0.86	0.87	le 02/01	0.86	le 12/01	-0.8%
CHF	0.93	0.94	le 11/01	0.93	le 08/01	+0.4%
JPY	158.70	159.78	le 11/01	155.33	le 02/01	+1.9%
AUD	1.64	1.64	le 11/01	1.62	le 02/01	+1.1%
CNY	7.85	7.86	le 10/01	7.79	le 03/01	+0.2%
BRL	5.32	5.38	le 04/01	5.32	le 12/01	-0.9%
RUB	96.91	100.17	le 03/01	96.91	le 12/01	-1.9%
INR	90.93	91.92	le 01/01	90.75	le 09/01	-1.1%

Au 12-1-24

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	78.7	79.0	le 11/01	75.8	le 08/01	+1.3%	+2.1%
Or (once)	2 053	2 067	le 02/01	2 026	le 11/01	-0.6%	+0.1%
Métaux, LME	3 635	3 762	le 01/01	3 628	le 09/01	-3.4%	-2.7%
Cuivre (tonne)	8 241	8 464	le 01/01	8 241	le 12/01	-2.6%	-1.9%
Blé (tonne)	222	2.3	le 01/01	222	le 12/01	-4.7%	-4.0%
Maïs (tonne)	165	1.7	le 01/01	165	le 12/01	-5.4%	-4.7%

Au 12-1-24

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
Monde						
MSCI Monde	3 168	3 169	le 01/01	3 114	le 04/01	-0.0%
Amérique du Nord						
S&P500	4 784	4 784	le 12/01	4 689	le 04/01	+0.3%
Europe						
EuroStoxx50	4 480	4 522	le 01/01	4 442	le 11/01	-0.9%
CAC 40	7 465	7 543	le 01/01	7 388	le 11/01	-1.0%
DAX 30	16 705	16 769	le 02/01	16 538	le 03/01	-0.3%
IBEX 35	10 095	10 209	le 08/01	10 005	le 11/01	-0.1%
FTSE100	7 625	7 733	le 01/01	7 577	le 11/01	-1.4%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 288	1 288	le 12/01	1 242	le 03/01	+3.3%
Nikkei	35 577	35 577	le 12/01	33 288	le 04/01	+6.3%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	996	1 025	le 01/01	989	le 10/01	-2.7%
Chine	53	55	le 01/01	52	le 10/01	-4.2%
Inde	940	940	le 12/01	915	le 03/01	+1.6%
Brésil	1 766	1 800	le 01/01	1 747	le 10/01	-2.1%

Au 12-1-24

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2024 au 12-1, €	Année 2024 au 12-1, \$
Santé	+3.7%	+3.5%
Médias	+2.5%	+3.5%
Télécoms	+2.4%	+1.8%
Scs collectivités	+0.5%	+1.8%
Agroalimentaire	+0.2%	+1.3%
Assurances	+0.2%	+1.1%
Industrie	+0.2%	+0.9%
Indice	+0.2%	+0.8%
Banques	+0.2%	+0.5%
Construction	-2.2%	-0.2%
Automobile	-2.2%	-0.7%
Pétrole & gaz	-2.2%	-0.8%
Foncières	-2.5%	-0.9%
Technologie	-2.6%	-1.1%
Voyages & loisirs	-3.5%	-1.2%
Distribution	-4.4%	-1.5%
Chimie	-4.4%	-1.8%
Matières premières	-4.4%	-4.0%
Bs. de conso.	-4.4%	-10.0%

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

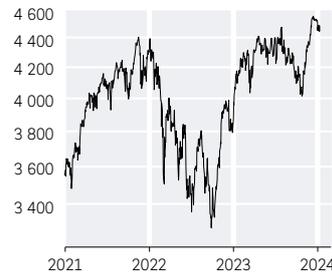


REVUE DES MARCHÉS

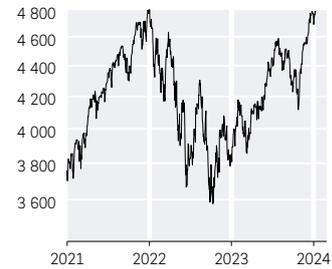
EURO-DOLLAR



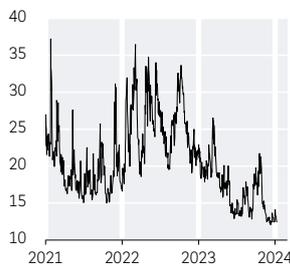
EUROSTOXX50



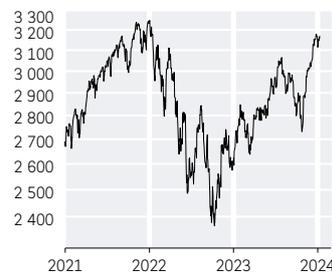
S&P500



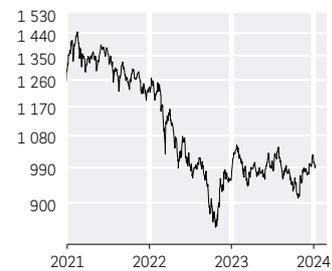
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



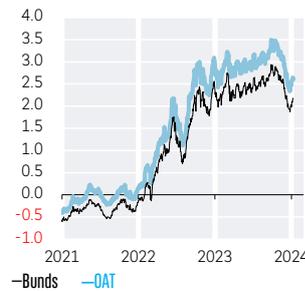
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

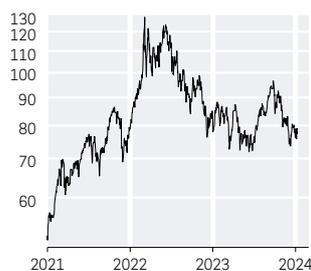


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

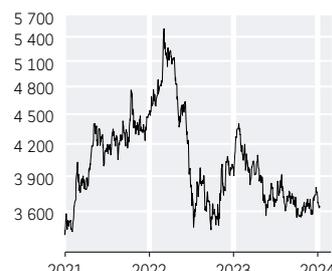
Année 2024 au 12-1

3.89%	Grèce	178 pb
3.57%	Italie	145 pb
3.05%	Espagne	93 pb
2.71%	Belgique	60 pb
2.71%	Autriche	60 pb
2.67%	Portugal	55 pb
2.64%	Finlande	53 pb
2.60%	France	48 pb
2.46%	P-Bas	35 pb
2.45%	Irlande	33 pb
2.11%	Allemagne	

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



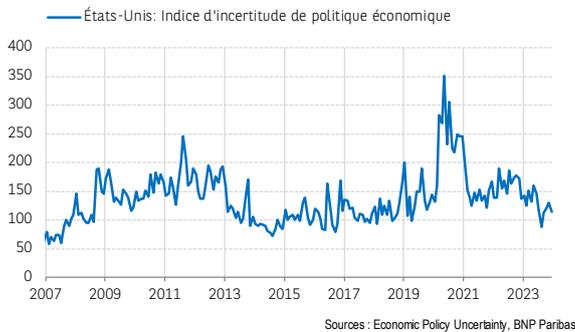
OR (ONCE, USD)



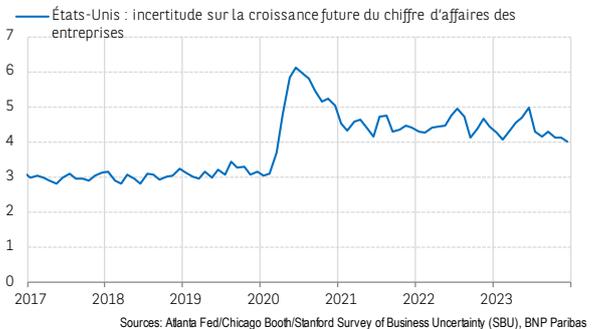
SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



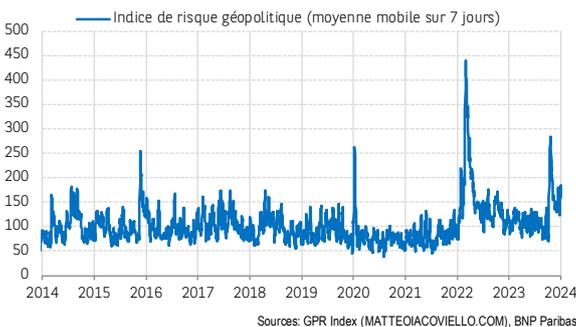
L'INCERTITUDE S'EST RÉDUITE EN DÉCEMBRE MALGRÉ LES TENSIONS GÉOPOLITIQUES



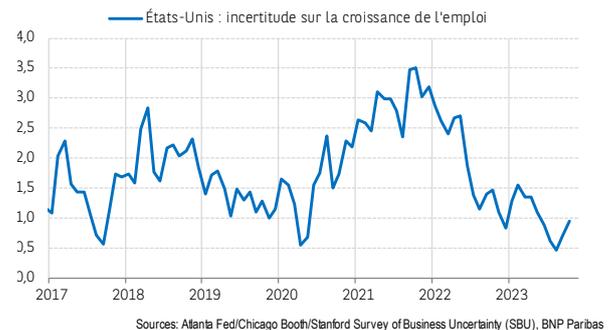
Aux États-Unis, l'incertitude sur la politique économique, basée sur la couverture médiatique, a baissé en décembre, après trois mois de hausse. Cette baisse peut probablement être imputée en partie aux anticipations de baisses de taux de la Réserve fédérale et aux espoirs qu'elles suscitent.



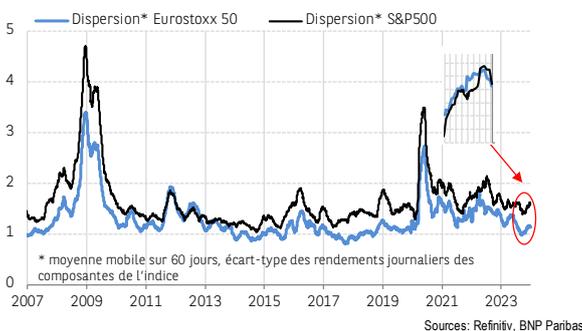
En décembre, les entreprises américaines ont fait part d'une moindre incertitude vis-à-vis de la croissance de leurs chiffres d'affaires, après une stagnation en novembre. Cette baisse est probablement liée à la dynamique globalement favorable des indicateurs économique publiés en novembre.



L'indice du risque géopolitique, également fondé sur la couverture médiatique, est reparti à la hausse récemment, de manière encore contenue pour le moment, en lien avec les tensions qui subsistent au Proche-Orient et celles affectant actuellement le trafic maritime en mer Rouge.

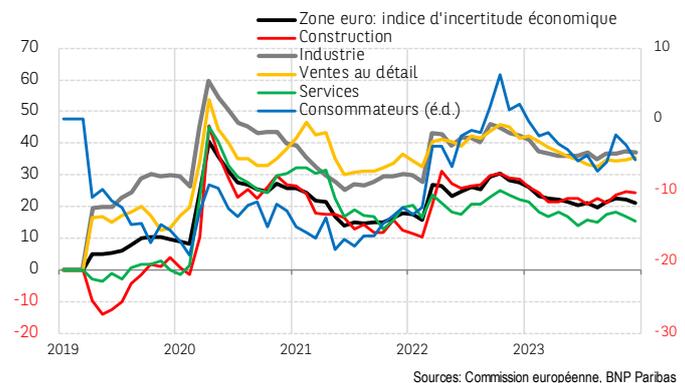


En ce qui concerne les perspectives de l'emploi, l'incertitude a également baissé en décembre, faisant suite à trois mois de hausse, probablement en lien avec le ralentissement du marché du travail américain qui reste progressif.



L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse* est reparti à la baisse en zone euro et aux États-Unis sur les derniers relevés disponibles après une hausse entamée depuis début novembre.

*dispersion des performances journalières des sociétés individuelles



En zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a de nouveau légèrement baissé en décembre, grâce au même mouvement dans le secteur des services, grâce aussi à la baisse notable de l'incertitude des ménages et, dans une moindre mesure, celle dans l'industrie et la construction. En revanche, l'incertitude dans le commerce de détail a continué d'augmenter.

Tarik Rharrab



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1er semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre après +0,6% t/t au 2nd semestre 2022), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3e trimestre a même été plus élevée qu'au 1er semestre (1,2% t/t selon la dernière estimation disponible). Un tassement net au 4e trimestre continue toutefois d'être anticipé, sous l'effet de la diminution du surcroît d'épargne des ménages et de l'essoufflement du moteur de la consommation privée qui devrait s'ensuivre. L'économie échapperait à la récession, même technique, mais pas à une contraction ponctuelle de son PIB au T2 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la dérive 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 pour amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de mai. Il s'agirait d'éviter une hausse des taux réels, la politique monétaire resterait en territoire restrictif. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique a rebondi début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais ce rebond s'est essoufflé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. 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, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Depuis l'été, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance. L'activité s'est renforcée et l'inflation est restée très faible. A court terme, la croissance devrait se stabiliser. L'action des autorités reste contrainte par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Selon les chiffres préliminaires, le PIB de la zone euro a enregistré une légère contraction au T3 2023 (-0,1% t/t) après deux trimestres déjà de faible croissance. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. Hormis la possibilité d'une récession technique, de faible ampleur au second semestre 2023, l'activité devrait se stabiliser 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% en fin d'année : les taux réels et le degré de restriction monétaire resteraient à peu près inchangés. Le reflux de l'inflation apporterait toutefois, avec le dynamisme des salaires, un soutien non négligeable au pouvoir d'achat et à 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 négative au 3e trimestre 2023 (-0,1% t/t), après un T2 (+0,6% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Si la consommation a connu un léger mieux au T3 2023, elle reste déprimée, au contraire de l'investissement des entreprises, qui a connu une nouvelle progression marquée (+0,5% t/t au T3). Si l'inflation a diminué (4,1% a/a en décembre contre 5,7% a/a en septembre selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T4, nous tablons donc sur une croissance nulle. Au global, la croissance est attendue à 0,8% en 2023 et 0,6% en 2024.

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, 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	2,4	0,9	1,3	8,0	4,1	2,7	2,3
Japon	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,2	2,3	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,3	-0,1	1,1	9,1	7,4	2,0	2,2
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,4	1,9	2,0
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,6	6,1	2,3	2,1
France	2,5	0,8	0,6	1,4	5,9	5,7	2,3	1,8
Italie	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	6,1	1,9	1,9
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,4	2,0	2,0
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 11 janvier 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	3,75	3,50	3,25	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
	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
Royaume-Uni	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
	Gilt 10a	3,90	3,75	3,65	3,55	3,65
Japon	Taux BoJ	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75
	JGB 10a	0,95	1,20	1,35	1,35	1,35
Taux de change						
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						
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	85	86	91	88	85

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 15 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

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
Les difficultés de recrutement s'intensifient au Japon	Graphique de la Semaine	10 janvier 2024
Économie mondiale — 2024 : baisse des taux directeurs par les banques centrales. Et après ?	EcoWeek	9 janvier 2024
France : une remontée des défaillances en 2023 qui s'est accentuée au 4e trimestre	EcoBrief	8 janvier 2024
Economie mondiale : 2023, une année de transition pleine de surprises	EcoWeek	22 décembre 2023
Numéro de décembre 2023	EcoPulse	21 décembre 2023
Afrique sub-saharienne : les créanciers multilatéraux redoublent d'efforts pour financer la région	Graphique de la Semaine	19 décembre 2023
Problématiques d'offre dans le logement en France : une équation insoluble ?	EcoConjoncture	15 décembre 2023
2023, une année surprenante jusqu'au bout	EcoTVWeek	15 décembre 2023
États-Unis : un air de fête à l'approche de Noël	EcoWeek	15 décembre 2023
Zone euro : pour la BCE, l'heure du relâchement n'a pas sonné	EcoBrief	14 décembre 2023
États-Unis : La hausse des taux d'intérêt alimente les arbitrages des hedge funds	Graphique de la Semaine	13 décembre 2023
Baromètre de l'inflation - Décembre 2023	EcoChart	8 décembre 2023
Zone euro : un peu moins d'incertitude autour du retour à la cible d'inflation en 2024	EcoTVWeek	8 décembre 2023
France : les défaillances d'entreprises dans la construction rattrapent celles dans le commerce	Graphique de la Semaine	6 décembre 2023
Union européenne : fragmentation des marchés de capitaux et coût de l'absence d'union de ces marchés	EcoWeek	4 décembre 2023
Allemagne : les exportations pénalisent la croissance	EcoBrief	4 décembre 2023
Les federal home loan banks : leur soutien à la liquidité bancaire remis en cause	EcoTVWeek	1 décembre 2023
La BCE s'accorde deux années supplémentaires avant de lancer l'euro numérique	En Eco dans le texte	30 novembre 2023
Emploi en France : le 3e trimestre confirme une situation qui a viré au gris	EcoBrief	30 novembre 2023



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 - États-Unis

+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, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@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 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 (2023). 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: Givaga

