

“ La trajectoire de référence, conjuguée à la clause de sauvegarde portant sur la soutenabilité de la dette et à la clause de sauvegarde portant sur la résilience du déficit, suppose que de nombreux États membres devront consentir un effort d’ajustement soutenu sur plusieurs années.

”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Relever le défi de la dette publique au sein de l'UE : le rôle de la nouvelle gouvernance économique

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

---

## 9

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 10

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## RELEVER LE DÉFI DE LA DETTE PUBLIQUE AU SEIN DE L'UE : LE RÔLE DE LA NOUVELLE GOUVERNANCE ÉCONOMIQUE

Récemment, un accord a été conclu entre les représentants du Conseil européen, du Parlement européen et de la Commission européenne sur un nouveau cadre de gouvernance économique. Ce cadre porte essentiellement sur une surveillance fondée sur les risques, sur une distinction entre les États membres en fonction de leur situation spécifique, ainsi que sur l'intégration des objectifs en matière de politique budgétaire, de réformes et d'investissements au sein d'un plan budgétaire à moyen terme. Un indicateur opérationnel unique, sous la forme d'une trajectoire de dépenses nettes, devrait faciliter la communication et privilégier le rôle clé des dépenses primaires discrétionnaires au lieu des hausses d'impôts pour ramener les finances publiques sous contrôle. La trajectoire de référence, conjuguée à la clause de sauvegarde portant sur la soutenabilité de la dette et celle portant sur la résilience du déficit, suppose que de nombreux États membres devront consentir un effort d'ajustement soutenu sur plusieurs années.

Avec l'adoption du traité de Maastricht en 1992, l'UE s'est dotée d'un cadre de gouvernance économique pour coordonner les politiques économiques en vue d'atteindre les objectifs de l'Union<sup>1</sup>. Ces derniers consistent à assurer à tous les États membres des finances publiques saines et viables, à promouvoir une croissance et une convergence économiques durables, à remédier aux déséquilibres macroéconomiques et à engager des réformes et des investissements visant à renforcer la croissance et la résilience. L'une des principales composantes de ce cadre est le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) — adopté en 1997 — qui définit les règles pour le suivi et la coordination des politiques budgétaires et économiques nationales<sup>2</sup>. Son volet préventif fixe un objectif budgétaire pour chaque État membre de l'UE. Par ailleurs, les pays de la zone euro sont également soumis au volet correctif du PSC, qui «garantit l'adoption par les États membres de mesures appropriées pour corriger les déficits excessifs (et/ou les dettes) en mettant en œuvre une procédure concernant les déficits excessifs (PDE)<sup>3</sup>».

La convergence économique et la viabilité budgétaire sont des facteurs importants de stabilité économique et de réduction du risque de contagion entre les pays. Leur rôle est crucial dans la zone euro au vu de leur influence sur la transmission de la politique monétaire. Des finances publiques saines permettent également de dégager une marge de manœuvre budgétaire pour remédier aux conséquences de chocs défavorables et d'éviter que la politique monétaire soit le seul instrument pouvant être déployé. En février 2020, un débat a été lancé sur le réexamen de la gouvernance économique de l'UE. La Commission européenne a fait valoir à cette occasion que «le cadre de surveillance a soutenu la correction des déséquilibres macroéconomiques existants et le désendettement public» et estimé qu'il a également favorisé une convergence soutenue des performances économiques et une coordination plus étroite des politiques budgétaires au sein de la zone euro<sup>4</sup>.

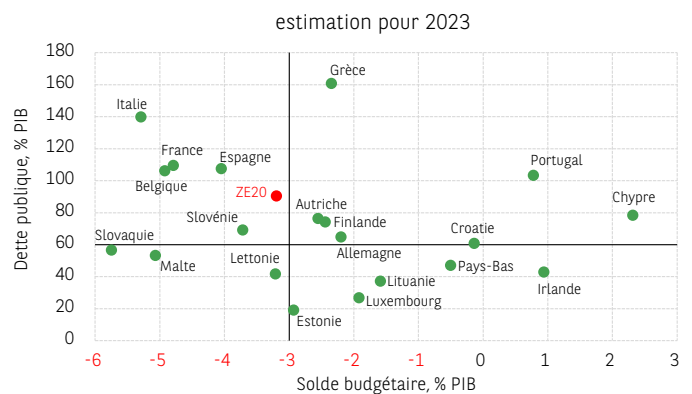
<sup>1</sup> Source pour ce paragraphe : [Cadre de gouvernance économique — Consilium \(europa.eu\)](#). Le cadre est centré sur la coordination et la surveillance des politiques économiques des États membres et il «repose sur les principes de surveillance, de prévention et de correction des déséquilibres susceptibles de présenter des risques pour les économies des États membres».

<sup>2</sup> Les autres composantes sont le traité sur le fonctionnement de l'UE, qui fixe des valeurs de référence pour les niveaux du déficit public et de la dette publique (respectivement 3 % et 60 % du produit intérieur brut, dits «critères de Maastricht»), les paquets «six-pack» et «two-pack» — surveillance budgétaire et procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques — ainsi que les documents relatifs au code de conduite comportant les lignes directrices pour interpréter les paquets «six-pack» et «two-pack».

<sup>3</sup> Source : Commission européenne.

<sup>4</sup> Source : La Commission présente un réexamen de la gouvernance économique de l'UE et lance un débat sur son avenir, Commission européenne, 5 février 2020 ([La Commission présente un réexamen de la gouvernance économique de l'UE \(europa.eu\)](#)).

### ZONE EURO : SOLDE BUDGÉTAIRE ET DETTE PUBLIQUE



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Cependant, l'examen des estimations de la Commission relatives aux déficits budgétaires et à la dette publique pour 2023 révèle une forte dispersion (graphique). De plus, la Commission a également souligné que l'orientation budgétaire avait souvent été procyclique et que les États membres avaient régulièrement préféré augmenter les dépenses courantes plutôt que préserver l'investissement.

La trajectoire de référence, conjuguée à la clause de sauvegarde portant sur la soutenabilité de la dette et à la clause de sauvegarde portant sur la résilience du déficit, suppose que de nombreux États membres devront consentir un effort d'ajustement soutenu sur plusieurs années.



Récemment, un accord a été conclu entre les représentants du Conseil européen, du Parlement européen et de la Commission européenne sur une réforme des règles budgétaires<sup>5</sup>. La réduction des taux d'endettement et des déficits doit se faire « *de manière progressive, réaliste, durable et propice à la croissance, tout en protégeant les réformes et les investissements dans des domaines stratégiques tels que la numérique, l'écologie, le social ou la défense* ». Les États membres doivent présenter des plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme. La Commission soumettra aux États membres, dont la dette publique dépasse 60 % du produit intérieur brut (PIB) ou dont le déficit public dépasse 3 % du PIB, une « trajectoire de référence », indiquant « *la manière dont les États membres peuvent garantir que, à la fin d'une période d'ajustement budgétaire de quatre ans<sup>6</sup>, la dette publique suive une trajectoire descendante plausible ou se maintienne à des niveaux prudents à moyen terme* ». L'accord prévoit deux clauses de sauvegarde que la trajectoire de référence devra respecter. Aux termes de la clause de sauvegarde portant sur la soutenabilité de la dette, le « *ratio de la dette publique projeté est réduit en moyenne chaque année d'au moins un point de pourcentage du PIB tant qu'il dépasse 90 % du PIB et d'un demi-point de pourcentage tant que le rapport entre la dette publique et le PIB reste compris entre 60 % et 90 %* ». À cette fin, une trajectoire de dépenses nettes est définie et intégrée dans les plans budgétaires et structurels nationaux à moyen terme<sup>8</sup>. Ces plans et trajectoires de dépenses doivent être approuvés par le Conseil. La trajectoire des dépenses nettes doit ramener le déficit public en dessous de 3 % du PIB dans le délai fixé par le Conseil. L'amélioration structurelle annuelle est fixée à au moins 0,5 % du PIB.

La clause de sauvegarde portant sur la résilience du déficit exige la poursuite de l'ajustement budgétaire jusqu'à atteindre une marge de résilience structurelle de 1,5 % du PIB, en deçà de la valeur de référence de 3,0 % du PIB fixée par le Traité de Maastricht. Aux termes de cette clause de sauvegarde, l'amélioration annuelle du solde primaire structurel pour atteindre cette marge est fixée à 0,4 % du PIB (0,25 % si la période d'ajustement a été portée à sept ans)<sup>9</sup>. Enfin, un compte de contrôle, établi par la Commission, suivra les écarts des dépenses nettes, en termes annuels et cumulés, par rapport à la trajectoire cible. Dans des circonstances particulières, le Conseil, sur recommandation de la Commission, pourrait autoriser des écarts par rapport à cette trajectoire<sup>10</sup>.

Pour conclure, le nouveau cadre de gouvernance économique présente plusieurs caractéristiques clés : une surveillance fondée sur les risques, une distinction entre les États membres en fonction de leur situation spécifique, ainsi que l'intégration des objectifs en matière de politique budgétaire, de réformes et d'investissements au sein d'un plan budgétaire à moyen terme. Un indicateur opérationnel unique, sous la forme d'une trajectoire de dépenses nettes, devrait faciliter la communication et privilégier le rôle clé des dépenses primaires discrétionnaires au lieu des hausses d'impôts pour ramener les finances publiques sous contrôle. La trajectoire de référence, conjuguée à la clause de sauvegarde portant sur la soutenabilité de la dette et à la clause de sauvegarde portant sur la résilience du déficit, suppose que de nombreux États membres devront consentir un effort d'ajustement soutenu sur plusieurs années.

**William De Vijlder**

<sup>5</sup> Source : Réexamen de la gouvernance économique : le Conseil et le Parlement parviennent à un accord sur une réforme des règles budgétaires, [Consilium \(europa.eu\)](https://www.consilium.europa.eu/fr/press/communications/2024/0210), 10 février 2024. Cet accord fait suite à la présentation, par la Commission, le 26 avril 2023, de ses propositions de réforme des règles de gouvernance économique et à l'approbation, le 21 décembre 2023, par le Conseil européen, d'un mandat de négociation avec le Parlement européen et de consultation de ce dernier.

<sup>6</sup> « *Les États membres seront autorisés à demander une prolongation de la période d'ajustement budgétaire de quatre ans jusqu'à sept ans maximum s'ils réalisent certaines réformes et certains investissements qui améliorent la résilience et le potentiel de croissance, soutiennent la viabilité budgétaire et répondent aux priorités communes de l'UE. Il s'agit notamment de réaliser une transition écologique et numérique juste, d'assurer la sécurité énergétique, de renforcer la résilience sociale et économique et, le cas échéant, de renforcer les capacités de défense* ».

<sup>7</sup> Source : Conseil européen, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la coordination efficace des politiques économiques et à la surveillance budgétaire multilatérale et abrogeant le règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil — Mandat de négociations avec le Parlement européen, Bruxelles, 20 décembre 2023.

<sup>8</sup> Plus spécifiquement, la trajectoire concerne « *les dépenses primaires nettes financées au niveau national, c'est-à-dire les dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, et à l'exclusion des dépenses d'intérêt, des dépenses conjoncturelles en matière de chômage ainsi que des dépenses relatives aux programmes de l'Union compensées par des recettes provenant de fonds de l'Union* ». Les opérations ponctuelles et autres mesures temporaires sont exclues des dépenses nettes.

<sup>9</sup> Source : voir note de bas de page 7.

<sup>10</sup> « *... en cas de grave récession économique dans la zone euro ou dans l'ensemble de l'Union, ou en cas de circonstances exceptionnelles échappant au contrôle du gouvernement et ayant une incidence majeure sur les finances publiques de l'État membre concerné, pour autant que cela ne compromette pas la viabilité budgétaire à moyen terme* ». L'augmentation des investissements publics dans le domaine de la défense devrait également être considérée comme un facteur pertinent.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 9-2-24 au 16-2-24

▲ CAC 40	7 648	▶	7 768	+1.6 %		
▼ S&P 500	5 027	▶	5 006	-0.4 %		
▲ Volatilité (VIX)	12.9	▶	14.2	+1.3 pb		
▲ Euribor 3m (%)	3.89	▶	3.93	+4.2 pb		
▲ Libor \$ 3m (%)	5.57	▶	5.58	+0.5 pb		
▼ OAT 10a (%)	2.81	▶	2.80	-1.2 pb		
▲ Bund 10a (%)	2.35	▶	2.38	+2.7 pb		
▲ US Tr. 10a (%)	4.19	▶	4.31	+12.0 pb		
▼ Euro vs dollar	1.08	▶	1.08	-0.1 %		
▼ Or (once, \$)	2 021	▶	2 010	-0.6 %		
▲ Pétrole (Brent, \$)	81.7	▶	83.2	+1.8 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 24		+bas 24		Rendements (%)		+haut 24		+bas 24	
€ BCE	4.50	4.50	le 01/01	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	2.93	2.99	le 19/01	2.53	le 01/02
Euribor 3m	3.93	3.97	le 18/01	3.88	le 01/02	Bund 10a	2.38	2.38	le 16/02	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.65	3.69	le 14/02	3.51	le 01/02	OAT 10a	2.80	2.81	le 13/02	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	4.04	4.06	le 17/01	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.58	5.59	le 01/01	5.53	le 01/02	\$ Treas. 2a	4.65	4.66	le 13/02	4.22	le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.31	4.33	le 13/02	3.86	le 01/02
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.92	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.33	5.33	le 16/02	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.63	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	4.18	4.22	le 13/02	3.60	le 01/01

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.07	le 13/02	-2.5%
GBP	0.86	0.87	le 02/01	0.85	le 13/02	-1.2%
CHF	0.95	0.95	le 14/02	0.93	le 08/01	+2.0%
JPY	161.83	161.83	le 16/02	155.33	le 02/01	+3.9%
AUD	1.65	1.66	le 17/01	1.62	le 02/01	+1.9%
CNY	7.75	7.86	le 10/01	7.71	le 13/02	-1.1%
BRL	5.35	5.41	le 22/01	5.31	le 13/02	-0.3%
RUB	99.79	100.17	le 03/01	95.72	le 19/01	+1.0%
INR	89.42	91.92	le 01/01	88.97	le 13/02	-2.7%

Au 16-2-24 Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	83.2	83.2	le 16/02	75.8	le 08/01	+7.1%	+9.8%
Or (once)	2 010	2 067	le 02/01	1 989	le 14/02	-2.7%	-0.2%
Métaux, LME	3 673	3 762	le 01/01	3 558	le 09/02	-2.4%	+0.1%
Cuivre (tonne)	8 409	8 512	le 30/01	8 065	le 09/02	-0.6%	+1.9%
Blé (tonne)	215	2.3	le 01/01	213	le 15/02	-7.6%	-5.2%
Mais (tonne)	155	1.7	le 01/01	155	le 16/02	-11.1%	-8.8%

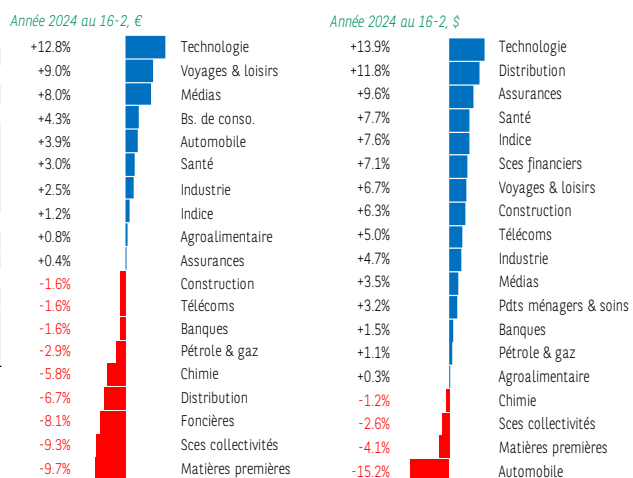
Au 16-2-24 Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024	Année 2024 au 16-2, €
<b>Monde</b>							
MSCI Monde	3 285	3 290	le 15/02	3 114	le 04/01	+3.7%	+12.8%
<b>Amérique du Nord</b>							
S&P500	5 006	5 030	le 15/02	4 689	le 04/01	+4.9%	+9.0%
<b>Europe</b>							
EuroStoxx50	4 766	4 766	le 16/02	4 403	le 17/01	+5.4%	+4.3%
CAC 40	7 768	7 768	le 16/02	7 319	le 17/01	+3.0%	+3.9%
DAX 30	17 117	17 117	le 16/02	16 432	le 17/01	+2.2%	+3.0%
IBEX 35	9 886	10 209	le 08/01	9 858	le 19/01	-2.1%	+2.5%
FTSE100	7 712	7 733	le 01/01	7 446	le 17/01	-0.3%	+1.2%
<b>Asie Pacifique</b>							
MSCI, loc.	1 347	1 347	le 16/02	1 242	le 03/01	+8.0%	+0.8%
Nikkei	38 487	38 487	le 16/02	33 288	le 04/01	+15.0%	+0.4%
<b>Emergents</b>							
MSCI Emergents (\$)	1 016	1 025	le 01/01	958	le 17/01	-0.7%	-1.6%
Chine	53	55	le 01/01	49	le 22/01	-4.2%	-1.6%
Inde	967	967	le 16/02	915	le 03/01	+4.7%	-1.6%
Brésil	1 701	1 800	le 01/01	1 665	le 22/01	-3.4%	-2.9%

Au 16-2-24 Variations

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



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

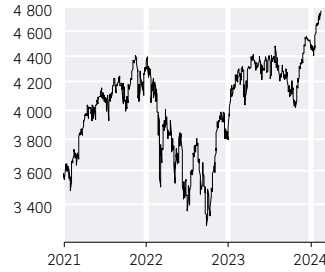


# REVUE DES MARCHÉS

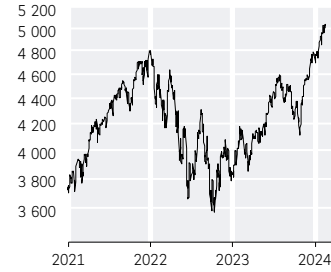
**EURO-DOLLAR**



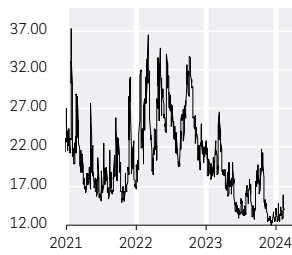
**EUROSTOXX50**



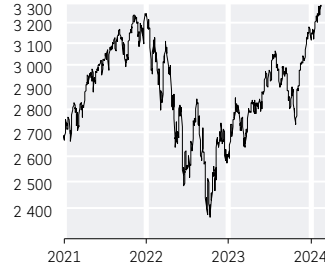
**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



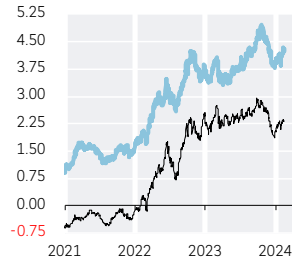
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

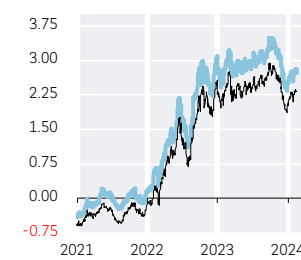


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



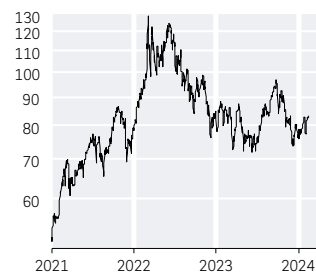
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 16-2

3.99%	Grèce	164 pb
3.97%	Italie	162 pb
3.27%	Espagne	91 pb
3.10%	Portugal	75 pb
2.91%	Belgique	56 pb
2.90%	Autriche	54 pb
2.85%	Finlande	49 pb
2.81%	France	45 pb
2.67%	Irlande	31 pb
2.67%	P-Bas	31 pb
2.35%	Allemagne	

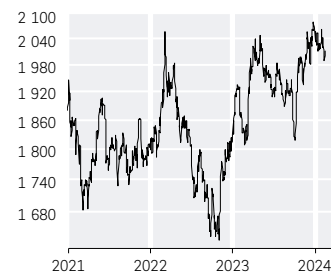
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



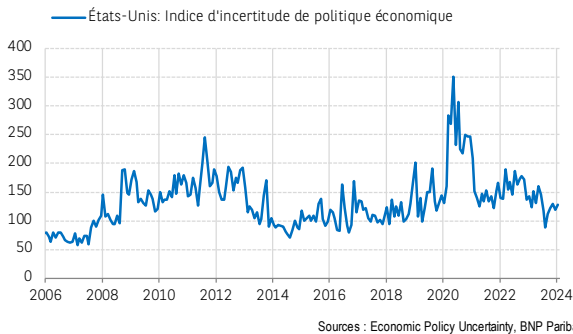
**OR (ONCE, USD)**



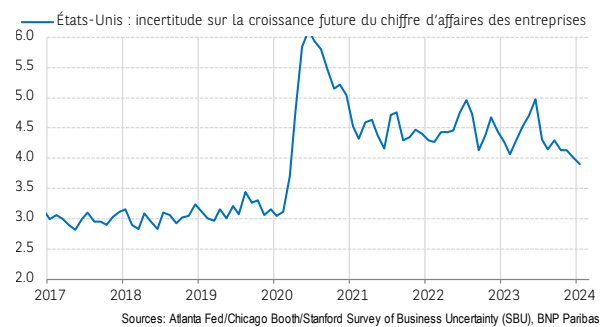
SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



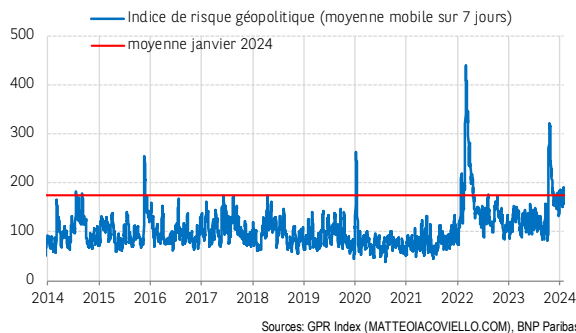
## ÉVOLUTION DES INDICATEURS D'INCERTITUDE EN JANVIER : LÉGÈRE HAUSSE, EN NET



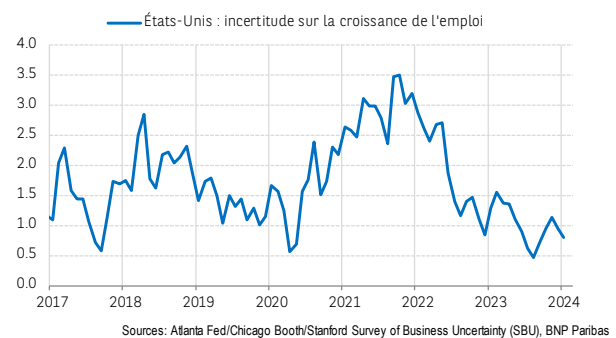
Après une brève accalmie en décembre, l'incertitude sur la politique économique américaine, basée sur la couverture médiatique, est repartie à la hausse en janvier. Cette résurgence est probablement à relier à la persistance de l'inflation, qui s'est maintenue au-dessus de 3% en janvier (3,1% sur un an selon l'indice des prix à la consommation du BLS) et qui s'est révélée supérieure aux attentes du consensus (2,9%). Lors de la réunion de mi-décembre, le comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) a précisé qu'il ne serait pas opportun de réduire les taux en l'absence de certitude quant à la trajectoire descendante et durable de l'inflation vers son objectif à 2%.



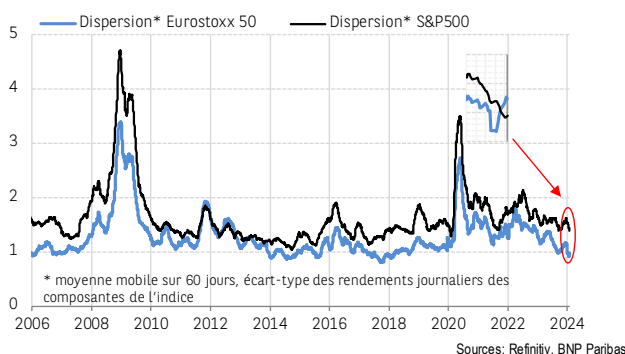
En janvier, les entreprises américaines ont cependant exprimé un regain de confiance quant à la croissance de leur chiffre d'affaires. Cette évolution positive est vraisemblablement liée à la croissance du PIB au quatrième trimestre 2023, qui est restée élevée et supérieure aux attentes. À noter que l'indicateur d'incertitude est à son niveau le plus bas depuis avril 2020.



L'indice du risque géopolitique, qui est également fondé sur la couverture médiatique, a augmenté la dernière semaine de janvier, après une baisse les première et troisième semaines. En dépit de cette volatilité assez importante, l'indice demeure à un niveau élevé en janvier, si l'on exclut les pics atteints lors de l'émergence d'un choc majeur (Covid-19, guerre en Ukraine, conflit au Proche-Orient, attentat en France en 2015).

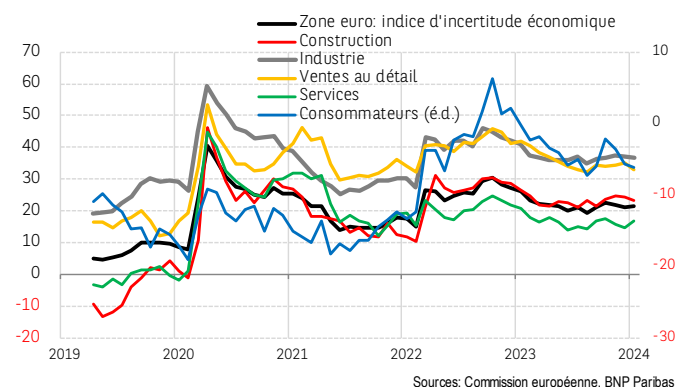


En ce qui concerne les perspectives de l'emploi, l'incertitude a également baissé en janvier pour la deuxième fois consécutive, après trois mois de hausse, probablement en lien avec la résistance toujours importante du marché du travail américain (réaccélération des créations nettes d'emplois salariés non agricoles, stabilité du taux de chômage, dynamisme du salaire horaire).



L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse\* a poursuivi sa baisse en janvier aux États-Unis, alors qu'il est reparti à la hausse la dernière semaine de janvier en zone euro.

\*dispersion des performances journalières des sociétés individuelles



Dans la zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a connu une légère augmentation en janvier, principalement en raison de la remontée enregistrée dans le secteur des services. A contrario, l'incertitude a diminué dans le commerce de détail et le secteur de la construction, et, dans une moindre mesure, dans l'industrie et au sein des ménages. Toutes ces évolutions restent de faible ampleur et la direction générale de l'indicateur d'incertitude économique est à une baisse légère depuis la fin 2022..

Tarik Rharrab



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## 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 décline 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 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 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. Ce reflux 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 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. Les développements positifs sur le front de l'inflation, qui se rapproche un peu plus nettement de la cible de 2%, 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. Du côté de la Fed, la résistance de la croissance et de l'inflation décale cette première baisse à juin. 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. 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, 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	2,4
Japon	0,9	1,9	0,4	0,9	2,5	3,2	2,1	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,1	-0,1	1,1	9,1	7,4	2,0	2,4
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 16 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

Fin de période		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.50	5.25	5.00	4.50	3.25
	Treas. 10a	4.15	4.00	3.95	3.95	4.00
	Taux de dépôt	4.00	3.50	3.00	2.75	2.50
Zone euro	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
	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	0.80	0.90	1.00	1.20	1.35
Taux de change		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change



# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<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
<a href="#">France : un climat des affaires en ligne avec la poursuite de la désinflation</a>	EcoBrief	25 janvier 2024
<a href="#">France : Le taux d'épargne financière des ménages demeure élevé malgré la forte contraction des flux de placements</a>	Graphique de la semaine	24 janvier 2024
<a href="#">Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude</a>	EcoWeek	22 janvier 2024
<a href="#">Le Graph · Électricité : la France entre en 2024 en forme olympique</a>	EcoTV	22 janvier 2024
<a href="#">LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - JANVIER 2024</a>	EcoCharts	19 janvier 2024
<a href="#">«Prêteurs d'avant-dernier ressort»: un habit taillé trop grand pour les Federal Home Loan Banks ?</a>	EcoFlash	18 janvier 2024
<a href="#">Le marché immobilier résidentiel en zone euro à l'épreuve de la normalisation monétaire</a>	EcoConjoncture	17 janvier 2024
<a href="#">2024 : deux anniversaires ... et l'espoir d'une inversion de la courbe des émissions</a>	Graphique de la Semaine	17 janvier 2024
<a href="#">Transition «verte» : ce qu'il en coûte</a>	Podcast - En éco dans le texte	16 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](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: Leonardo Alpuin



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change