

“ L'ÉVOLUTION DU MESSAGE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE (ET, DANS UNE MOINDRE MESURE, DE CERTAINS MEMBRES DU CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE) SUR LES PERSPECTIVES DE POLITIQUE MONÉTAIRE À CLOS 2023 SUR UNE BONNE SURPRISE ET UNE NOTE D'ESPOIR POUR 2024.

”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

2023 : une année de transition pleine de surprises

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



2023 : UNE ANNÉE DE TRANSITION PLEINE DE SURPRISES

Il y a près d'un an, nous avons qualifié 2023 d'« année de transition, mais vers quoi? », car nous étions d'avis que l'inflation baisserait, que les taux d'intérêt officiels atteindraient leur pic et que le processus de désinflation pourrait être chaotique. 2023 a été pleine de surprises : la résilience du marché du travail aux États-Unis et dans la zone euro, l'ampleur du resserrement monétaire, l'appétit pour le risque des investisseurs. La performance de croissance de l'économie américaine s'est révélée la plus grande surprise. Vers la fin de l'année, l'évolution du message de la Réserve fédérale (et, dans une moindre mesure, de certains membres du conseil des gouverneurs de la BCE) sur les perspectives de politique monétaire, a apporté une nouvelle surprise favorable et une note d'espoir pour 2024.

Alors que l'année tire à sa fin, le moment est venu de regarder en arrière et de se projeter dans l'avenir. Nous ferons cette projection dans le premier numéro d'EcoWeek de 2024 pour consacrer cet édito à 2023. Il y a près d'un an, nous avons qualifié 2023 « d'année de transition mais vers quoi? ». Le mot « transition » traduisait notre conviction que l'inflation allait reculer tandis que les taux d'intérêt directs atteindraient leur pic cyclique. Une croissance atone – nous nous attendions à une récession pendant une partie de l'année aux États-Unis et dans la zone euro – ouvrirait la voie à plus de désinflation, à des baisses progressives des taux d'intérêt et à une reprise économique modeste en 2024. L'expression « transition mais vers quoi? » évoquait l'idée que cette transition pourrait être plus chaotique que prévu en raison d'une nouvelle augmentation significative et durable du prix du gaz, d'une baisse plus lente que prévu de l'inflation ou d'un impact plus important qu'attendu des hausses de taux passées.

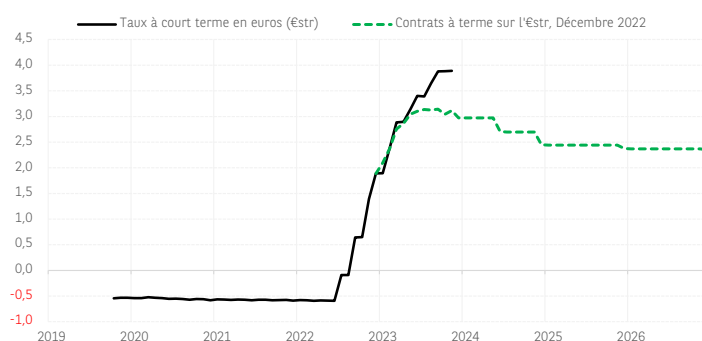
La comparaison entre prévisions et chiffres réels donne à réfléchir ; ce fut clairement le cas en 2023 pour certaines variables, comme le montre le tableau 1. La colonne 'Décembre 2022' correspond aux projections pour 2023, publiées en décembre 2022, et la colonne 'Décembre 2023' aux estimations pour 2023, publiées ce mois-ci. Concernant les données sur la croissance et l'inflation, elles correspondent aux moyennes annuelles attendues à l'exception de la synthèse des projections économiques de la Réserve fédérale, qui présente les variations en pourcentage entre le quatrième trimestre de l'année précédente et le quatrième trimestre de l'année indiquée. Les prévisions de taux d'intérêt sont pour la fin de l'année civile. Si la croissance dans la zone euro a été morose, nos prévisions étaient à l'évidence trop négatives tandis que la prévision d'inflation globale rejoint notre toute récente estimation¹. Malgré une baisse, l'inflation s'est maintenue bien au-dessus de la cible, obligeant la BCE à resserrer sa politique monétaire davantage que prévu. Les anticipations du marché à la fin de 2022 ont également sous-estimé l'action de la BCE (graphique 1). Les projections des services de la BCE présentent une erreur de prévision négligeable pour la croissance du PIB mais aussi une forte surestimation de l'inflation (6,3 % contre 5,4 %). Aux États-Unis, l'inflation est ressortie en léger retrait par rapport à nos prévisions et à celles des membres du FOMC².

¹ Les données sur l'inflation sont disponibles jusqu'au mois de novembre de sorte que nos estimations pour l'année devraient être proches du chiffre final après publication des données de décembre.

² Dans les projections des membres du FOMC, figure celle relative à l'indice des dépenses de consommation des particuliers (inflation PCE sous-jacente) car il est l'indicateur d'inflation préféré de la Réserve fédérale.

” L'évolution du message de la Réserve fédérale (et, dans une moindre mesure, de certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE) sur les perspectives de politique monétaire a clos 2023 sur une bonne surprise et une note d'espoir pour 2024.

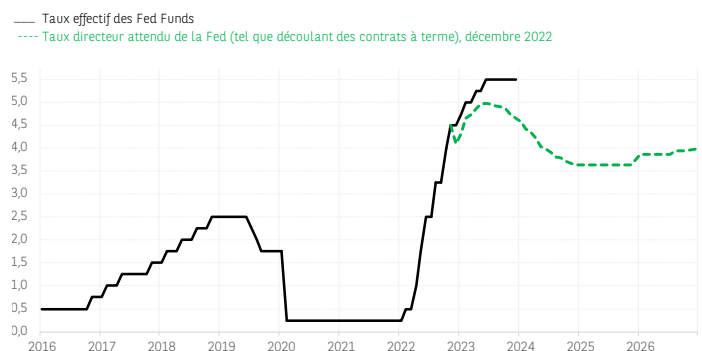
TAUX COURT TERME EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BCE, BNP PARIBAS

FED FUNDS : TAUX EFFECTIF ET ANTICIPATIONS DU MARCHÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS



La Réserve fédérale a mené une politique plus restrictive que prévu par les membres du FOMC, le marché (graphique 2) et par nous-mêmes. L'erreur de prévision la plus importante concerne la croissance du PIB aux États-Unis : il y a un an, la projection médiane des membres du FOMC s'établissait à 0,5 %, contre 2,6 % aujourd'hui. Notre prévision était alors de -0,1 % contre 2,4 %, selon notre estimation actuelle. Ces chiffres témoignent de la résilience remarquable de l'économie américaine dans un environnement de hausse des taux d'intérêt et de conditions de crédit plus restrictives. Il existe plusieurs explications possibles à cette très bonne surprise de la croissance. Les crédits hypothécaires à taux fixe protègent les ménages contre l'augmentation des charges d'intérêts sur l'encours de leur dette hypothécaire. Par ailleurs, la majeure partie de la dette des sociétés non financières est constituée d'obligations d'entreprises à taux fixe, émises avant 2022, de sorte que le taux d'intérêt moyen sur la dette reste faible³. Ces deux facteurs ont pour effet de ralentir la transmission de la hausse des taux d'intérêt à l'économie réelle. La vigueur du marché du travail joue également un rôle. Même si le rythme des offres d'emploi a marqué le pas, il demeure bien supérieur à la moyenne de long terme. Le taux de chômage reste très faible et la rétention de la main-d'œuvre par les entreprises a limité l'augmentation du taux de licenciement lorsque la croissance a ralenti après la très forte reprise initiale post-Covid-19⁴.

À ces facteurs s'ajoute l'excédent d'épargne accumulée pendant la pandémie de Covid-19, qui, cette année, a dopé les dépenses des ménages, moins soucieux de serrer les cordons de la bourse.

Autre surprise : le mode « risk-on » des investisseurs, qui ont gardé un appétit élevé pour le risque. Malgré la hausse des taux d'intérêt directeurs, les principaux indices boursiers ont affiché de solides performances tandis que les spreads des obligations d'entreprise restent étroits. Les investisseurs ont probablement été rassurés par la résilience de la croissance économique américaine et par celle du marché du travail aux États-Unis comme dans la zone euro. Alors que les taux directeurs convergent vers leur valeur terminale, les marchés se mettent de plus en plus à se projeter au-delà du pic, anticipant les baisses de taux à compter du printemps 2024. Le changement de ton de la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, de certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE est venu conforter ce scénario. L'année 2023 se termine donc sur une bonne surprise et sur une note d'espoir pour 2024⁵.

William De Vijlder

³ Ce point a été soulevé dans *U.S. Economic Outlook and Monetary Policy Transmission*, Remarques de Philip N. Jefferson, Vice-président, Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale lors de la conférence « Beyond the Business Cycle: Adapting to a New Global Paradigm », 65ème réunion annuelle de la National Association for Business Economics, Dallas, Texas, 9 octobre 2023.

⁴ La rétention de main-d'œuvre correspond à la réticence des entreprises à « congédier les travailleurs en phase de ralentissement de la croissance, de crainte d'avoir des difficultés à réembaucher en cas de besoin ». Source : *From hiring difficulties to labour hoarding?*, Bulletin économique de la Banque de la Réserve fédérale de San Francisco, 18 décembre 2023.

⁵ Les sujets de cet éditorial ont également été abordés dans notre récente vidéo : *2023 une année surprenante jusqu'au bout*, EcoTV Week, BNP Paribas, 15 décembre 2023.

PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS POUR 2023

	BNP Paribas		Projections des services de la BCE		Synthèse des projections économiques de la Réserve fédérale	
	déc-22	déc-23	déc-22	déc-23	déc-22	déc-23
Zone euro						
Croissance du PIB réel (%)	-0,5	0,5	0,5	0,6		
Inflation totale (%)	5,6	5,5	6,3	5,4		
Taux de rémunération des dépôts de la	3,0	4,0				
États-Unis						
Croissance du PIB réel (%)	-0,1	2,4			0,5	2,6
Inflation totale (%)	4,4	4,1				
Inflation PCE sous-jacente					3,5	3,2
Taux des <i>Fed funds</i> (en fin d'année)	5,25 (limite supérieure de la fourchette cible)	5,5 (limite supérieure de la fourchette cible)			5,1 (point médian de la fourchette cible)	5,4 (point médian de la fourchette cible)

SOURCES : BNP PARIBAS, BCE, RÉSERVE FÉDÉRALE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 8-12-23 au 15-12-23

➔ CAC 40	7 527	▶ 7 597	+0.9 %	
➔ S&P 500	4 604	▶ 4 719	+2.5 %	
⬇ Volatilité (VIX)	12.4	▶ 12.3	-0.1 pb	
⬇ Euribor 3m (%)	3.95	▶ 3.92	-3.0 pb	
⬇ Libor \$ 3m (%)	5.63	▶ 5.63	-0.2 pb	
⬇ OAT 10a (%)	2.74	▶ 2.47	-27.1 pb	
⬇ Bund 10a (%)	2.24	▶ 1.99	-25.1 pb	
⬇ US Tr. 10a (%)	4.23	▶ 3.92	-31.7 pb	
➔ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.09	+1.4 %	
➔ Or (once, \$)	2 004	▶ 2 035	+1.5 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	75.8	▶ 76.6	+1.1 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01			
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	Bund 2a	2.78	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03			
Euribor 3m	3.92	4.00	le 19/10	2.16	le 02/01	Bund 10a	1.99	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01			
Euribor 12m	3.64	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01	OAT 10a	2.47	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01			
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01	Corp. BBB	3.82	5.00	le 19/10	3.82	le 15/12			
Libor 3m	5.63	5.69	le 10/10	4.77	le 02/01	\$ Treas. 2a	4.49	5.28	le 18/10	3.85	le 04/05			
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03	Treas. 10a	3.92	4.98	le 19/10	3.30	le 06/04			
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01	High Yield	7.98	9.48	le 20/10	7.94	le 02/02			
Libor 3m	5.34	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01	£ Gilt. 2a	4.29	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02			
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	£ Gilt. 10a	3.77	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02			

Au 15-12-23

Au 15-12-23

TAUX DE CHANGE

1€ =														
USD	1.09	1.12	le 14/07	1.05	le 03/10									+2.3%
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07									-3.1%
CHF	0.95	1.00	le 24/01	0.94	le 06/12									-4.2%
JPY	154.73	163.97	le 15/11	138.02	le 03/01									+9.9%
AUD	1.62	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01									+3.2%
CNY	7.75	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01									+4.4%
BRL	5.40	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09									-4.2%
RUB	98.73	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01									+26.7%
INR	90.60	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03									+2.6%

Au 15-12-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$														
Pétrole, Brent	76.6	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06									-9.8%
Or (once)	2 035	2 056	le 01/12	1 810	le 24/02									+12.1%
Métaux, LME	3 712	4 404	le 26/01	3 551	le 05/10									-6.8%
Cuivre (tonne)	8 455	9 331	le 23/01	7 824	le 05/10									-1.2%
Blé (tonne)	233	2.9	le 13/02	168	le 29/09									-18.4%
Maïs (tonne)	175	2.7	le 13/02	161	le 21/08									-34.3%

Au 15-12-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours													
Monde														
MSCI Monde	3 126	3 129	le 14/12	2 595	le 05/01									+20.1%
Amérique du Nord														
S&P500	4 719	4 720	le 14/12	3 808	le 05/01									+22.9%
Europe														
EuroStoxx50	4 549	4 549	le 15/12	3 856	le 02/01									+19.9%
CAC 40	7 597	7 597	le 15/12	6 595	le 02/01									+17.3%
DAX 30	16 751	16 794	le 11/12	14 089	le 02/01									+20.3%
IBEX 35	10 096	10 258	le 06/12	8 370	le 02/01									+22.7%
FTSE100	7 576	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07									+1.7%
Asie Pacifique														
MSCI, loc.	1 227	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01									+14.9%
Nikkei	32 971	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01									+26.4%
Emergents														
MSCI Emergents (\$)	1 001	1 052	le 26/01	911	le 26/10									+4.7%
Chine	55	75	le 27/01	54	le 11/12									-13.3%
Inde	911	911	le 15/12	703	le 16/03									+18.6%
Brésil	1 722	1 750	le 14/12	1 296	le 23/03									+10.6%

Au 15-12-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2023 au 15-12, €		Année 2023 au 15-12, \$	
Technologie	+34.9%		+62.9%	Automobile
Distribution	+34.7%		+58.5%	Technologie
Construction	+30.7%		+31.1%	Distribution
Médias	+23.5%		+30.8%	Voyages & loisirs
Automobile	+22.4%		+30.3%	Construction
Industrie	+20.6%		+20.4%	Indice
Voyages & loisirs	+20.0%		+15.2%	Scs financiers
Banques	+19.0%		+13.4%	Médias
Bs. de conso.	+16.5%		+11.9%	Industrie
Foncières	+12.8%		+10.0%	Assurances
Indice	+12.2%		+8.0%	Matières premières
Chimie	+12.1%		+3.5%	Banques
Scs collectivités	+10.2%		+3.4%	Pts ménagers & soins
Assurances	+8.3%		+3.4%	Chimie
Santé	+4.1%		-4.1%	Santé
Télécoms	+3.1%		-5.5%	Télécoms
Pétrole & gaz	+1.7%		-6.8%	Pétrole & gaz
Agroalimentaire	-7.2%		-10.0%	Agroalimentaire
Matières premières	-8.4%		-12.3%	Scs collectivités

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

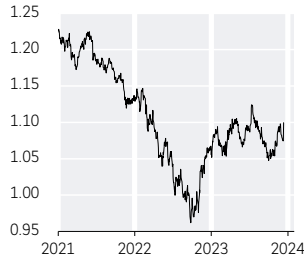


BNP PARIBAS

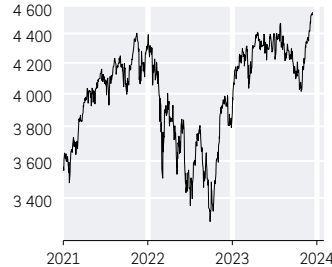
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



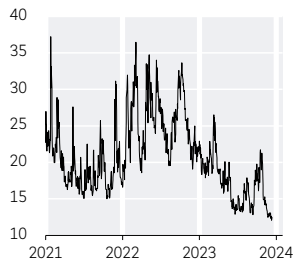
EUROSTOXX50



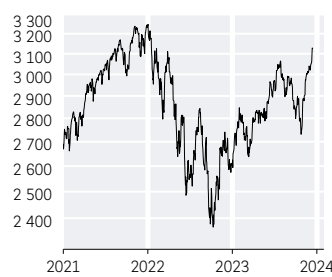
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



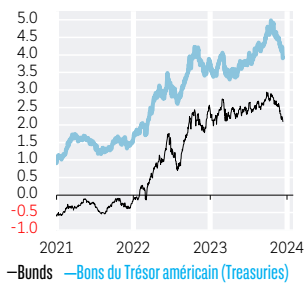
MSCI MONDE (USD)



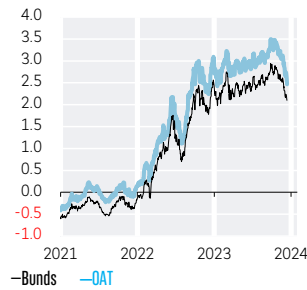
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

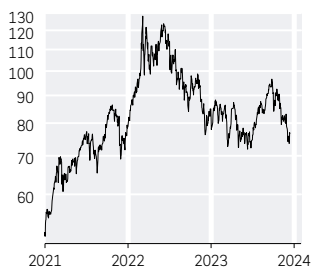


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

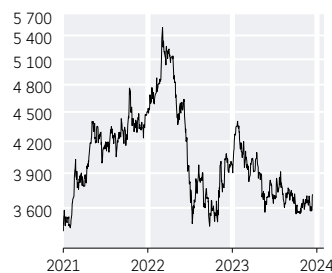
Année 2023 au 15-12

3.92%	Grèce	193 pb
3.56%	Italie	157 pb
2.95%	Espagne	96 pb
2.60%	Belgique	60 pb
2.57%	Portugal	58 pb
2.57%	Autriche	58 pb
2.52%	Finlande	53 pb
2.47%	France	48 pb
2.33%	P-Bas	34 pb
2.32%	Irlande	33 pb
1.99%	Allemagne	

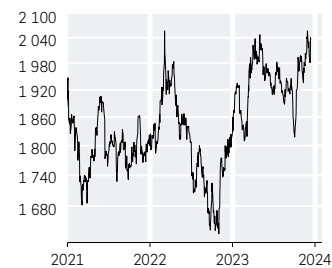
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE : TABLEAU MITIGÉ

Les dernières données d'activité de l'économie chinoise rappellent une nouvelle fois la fragilité de la dynamique de rebond post-Covid. La demande intérieure se redresse notamment grâce à la normalisation de la consommation privée, mais d'importants freins persistent. La performance du secteur exportateur semble s'être légèrement améliorée.

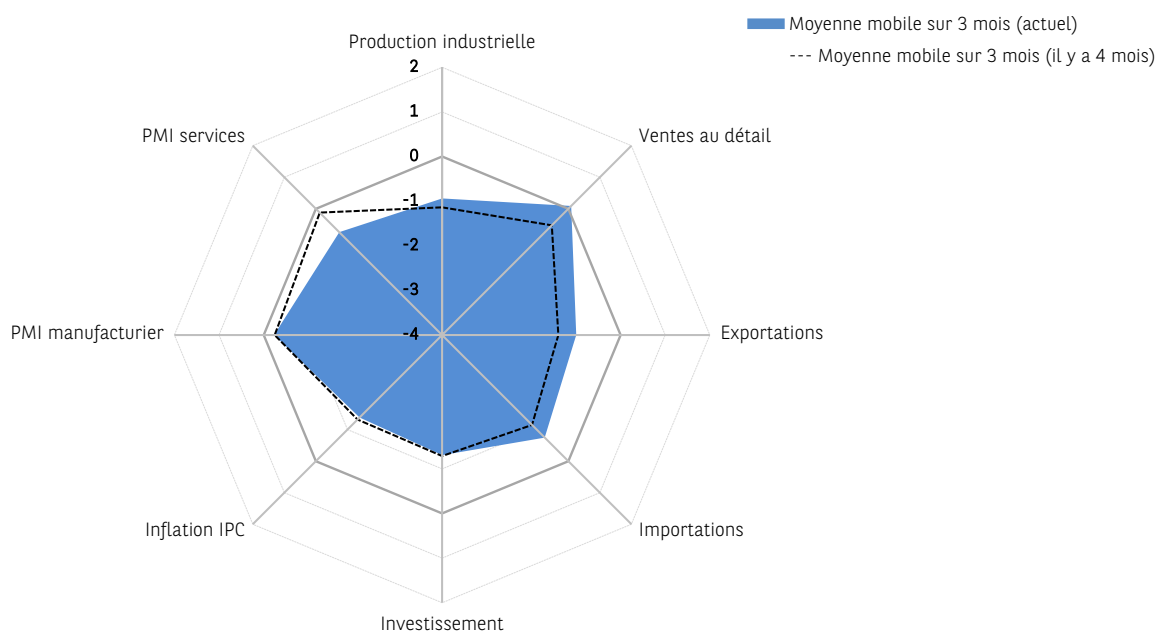
Au mois de novembre 2023, l'activité dans les services a continué d'accélérer (+9,3% en g.a. contre +7,7% en octobre), notamment soutenue par les ventes au détail (+10,6% en g.a. en volume contre +7,8% en octobre). Le rebond affiché reste en partie dû à de simples effets de base (l'activité dans les services et les ventes au détail s'étaient contractées en novembre 2022). La consommation des ménages bénéficie également de l'amélioration des conditions sur le marché du travail et d'une légère remontée du niveau de confiance. Toutefois, plusieurs éléments signalent le manque de vigueur de la demande privée. D'abord, les prix à la consommation ont poursuivi leur baisse en novembre 2023 (l'inflation s'est établie à -0,2% en g.a. en moyenne sur les trois derniers mois).

Ensuite, le secteur immobilier ne montre pas de signe de redressement, ce qui continue de peser sur l'activité des autres secteurs et sur la confiance des ménages et des créanciers. Les volumes de transactions immobilières se sont contractés de -21% en g.a. en novembre, après une baisse de -17% en g.a. sur les dix premiers mois de 2023. La progression apparente des mises en chantier en novembre 2023 (+5% en g.a.) succède à 31 mois consécutifs de baisse et est surtout liée à des effets de base (étant donné l'effondrement des mises en chantier sur les deux derniers mois de 2022). L'investissement dans le secteur immobilier continue de chuter. Les promoteurs restent confrontés à d'énormes difficultés financières ainsi qu'à des stocks de logements invendus excessivement élevés.

L'activité dans le secteur manufacturier a continué de se redresser en novembre 2023. La production industrielle a augmenté de +6,6% en g.a. contre +4,6% en octobre, avec une accélération observée dans un grand nombre de secteurs, et en particulier dans le secteur automobile. Les exportations de marchandises se sont stabilisées en novembre (+0,5% en g.a. en dollars courants) après six mois de baisse. Ceci constitue une performance meilleure que prévu malgré un environnement international peu porteur. Le secteur exportateur manufacturier montre de fait une solide capacité à développer sa gamme de produits (des biens de consommation à faible valeur ajoutée aux produits de technologie verte) et à diversifier ses marchés pour tenter de compenser la baisse des ventes aux États-Unis et à l'Union Européenne.

Christine Peltier

INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



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 (1,3% t/t selon la deuxième estimation). 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 essouffé 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 prochain. Le reflux de l'inflation se poursuivra mais la hausse des prix à la consommation resterait néanmoins supérieure à 2% a/a en fin d'année prochaine, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif. Ce reflux apportera, avec le dynamisme des salaires et la résistance du marché du travail, 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 continué de baisser (3,8% a/a en novembre 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

Aux États-Unis, la hausse de 25 pb des taux directeurs en juillet devrait être la dernière de la Réserve fédérale. Du côté de la BCE, le relèvement de 25 pb de ses taux en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) devrait aussi marquer la fin du cycle de resserrement. L'incertitude sur la possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'a pas totalement disparu mais elle a 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 négatif au cours du premier trimestre 2024, 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	2,6	2,3
Japon	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,2	2,4	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,5	0,0	1,1	9,1	7,4	2,5	2,1
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,5	2,0	2,0
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,6	6,1	2,4	2,1
France	2,5	0,8	0,6	1,4	5,9	5,7	2,4	1,8
Italie	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	6,1	1,7	1,8
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,5	2,5	1,9
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 20 décembre 2023

* 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
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
Japon	Gilt 10a	3,90	3,75	3,65	3,55	3,65
	Taux BoJ	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75
	JGB 10a	0,95	1,20	1,35	1,35	1,35
Taux de change						
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
Pétrole						
Moyenne trimestrielle		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Pétrole	USD/baril	85	86	91	91	85

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strategy, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 4 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

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
Haute tension sur le marché des véhicules électriques	Graphique de la Semaine	29 novembre 2023
Zone euro : la situation se stabilise mais le point de retournement n'a pas encore été atteint	EcoWeek	27 novembre 2023
Chine : Stabilisation et morosité	EcoTVWeek	24 novembre 2023
Numéro de novembre 2023	EcoPulse	23 novembre 2023
Malaisie : les comptes extérieurs restent sous pression	Graphique de la Semaine	22 novembre 2023
Numéro de novembre 2023	Petit Atlas de l'économie	21 novembre 2023
Économie mondiale : l'épargne des ménages joue son rôle outre-Atlantique, pas (encore ?) dans la zone euro	EcoWeek	20 novembre 2023
Europe : des pénuries de main d'œuvre moins généralisées mais toujours aussi prégnantes	EcoFlash	17 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

