

“ LA RÉSERVE FÉDÉRALE COMME LA BCE ONT RÉCEMMENT AFFIRMÉ QU'ELLES N'ÉTAIENT PAS PRESSÉES D'ABAISSEZ LES TAUX, COMPTE TENU DE L'INCERTITUDE ENTOURANT LES PERSPECTIVES D'INFLATION À COURT TERME. POUR AUTANT, IL N'Y A PAS D'INQUIÉTUDE À AVOIR : LES TAUX DIRECTEURS ONT ATTEINT LEUR PIC ET ILS DEVRAIENT REFLUER CETTE ANNÉE. ”



€



\$



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude.

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

---

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 9

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## BANQUES CENTRALES : PAS DE PRÉCIPITATION, PAS D'INQUIÉTUDE.

Christine Lagarde, présidente de la BCE, et Chris Waller, membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, lors d'interventions récentes, ont douché l'enthousiasme du marché sur le calendrier et le nombre des baisses de taux prévus cette année. Aux États-Unis, on estime qu'il n'y a pas lieu d'agir dans l'urgence ou de baisser les taux aussi rapidement que lors des cycles antérieurs, compte tenu de la bonne santé de l'économie. Dans la zone euro, malgré la baisse de l'inflation en 2023, les perspectives d'inflation restent incertaines, notamment en raison du rythme de croissance des salaires. En outre, on craint également que l'assouplissement des conditions financières, dû à des hypothèses de marché trop optimistes sur la trajectoire des taux directeurs, ne soit contreproductif du point de vue de la politique monétaire. La Réserve fédérale comme la BCE entendent ne pas prendre de décision à la légère concernant la date du début du cycle de détente monétaire. Il n'y a pas, toutefois, lieu de s'en inquiéter.

Verser un peu d'eau froide peut être un remède contre la surchauffe ! C'est ce qu'ont fait les autorités de la Réserve fédérale et de la BCE qui, dans des interventions et interviews récentes, ont douché l'enthousiasme du marché sur le calendrier et le nombre de baisses des taux cette année. Il n'en a pas fallu davantage pour entraîner un ajustement du marché aux États-Unis, désormais moins optimiste, tandis que l'effet en zone euro est resté très limité (graphiques 1 et 2). Aux États-Unis, Christopher Waller, membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, a qualifié la situation d'« aussi bonne que possible<sup>1</sup> », ajoutant que les données des derniers mois devraient permettre au FOMC d'envisager des baisses de taux en 2024. « *Cependant, compte tenu des inquiétudes entourant le caractère durable de cette tendance, les changements d'orientation de la politique monétaire doivent être calibrés avec soin et sans précipitation* ». De plus, poursuit-il, il n'y a aucune raison d'agir dans l'urgence ou de baisser les taux aussi rapidement que lors des cycles antérieurs compte tenu de la bonne santé de l'économie. Il s'agit là d'un message à peine voilé sur le positionnement excessif des marchés quant au début du cycle de détente monétaire et au nombre de baisses des taux cette année.

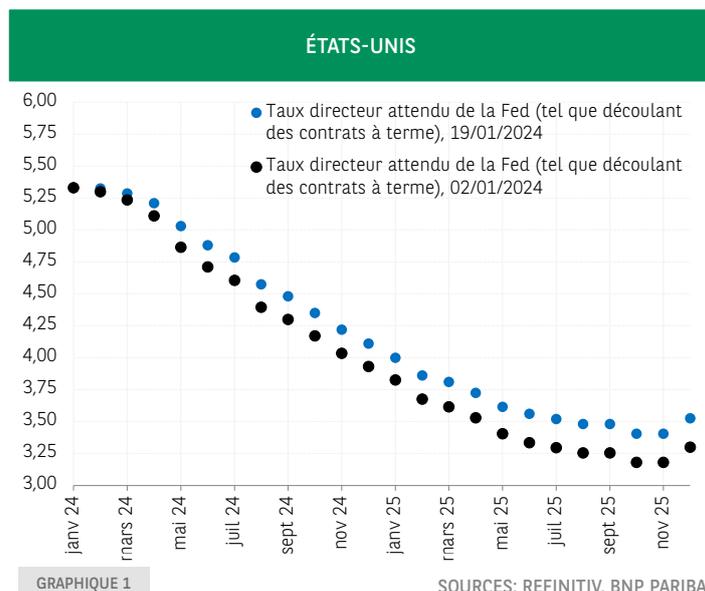
Dans une interview accordée à Bloomberg lors du Forum économique mondial de Davos, Christine Lagarde, présidente de la BCE, a également délivré un message en demi-teinte : les taux d'intérêt vont probablement baisser cette année mais pas avant cet été. Elle estime en effet qu'« *un niveau d'incertitude subsiste et que certains indicateurs ne sont pas ancrés au niveau auquel nous voudrions les voir*<sup>2</sup> ». Dans une interview récente<sup>3</sup>, Philip Lane, chef économiste de la BCE, a précisé le raisonnement de la Banque centrale européenne : des vents contraires demeurent pour l'inflation dans les services et les prix de l'énergie ne devraient pas reculer autant qu'en 2023.

1 C. Waller se réfère ici à la croissance du produit intérieur brut réel, attendue entre 1 % et 2 % au quatrième trimestre (croissance annualisée corrigée des variations saisonnières par rapport au trimestre précédent), au taux de chômage toujours inférieur à 4 % et à l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des ménages (PCE) proche de 2 % (chiffre annualisé) sur les six derniers mois. Source : *Almost as Good as It Gets...But Will It Last?*, Discours de Christopher J. Waller, membre du Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale à la Brookings Institution, Washington, D.C., 16 janvier 2024.

2 Source : *Lagarde Says It's Likely ECB Will Cut Rates in Summer*, Bloomberg, 17 janvier 2024.

3 Source : BCE, Interview au Corriere della Sera. Entretien accordé par Philip R. Lane, membre du directoire de la BCE, à Federico Fubini, 13 janvier 2024.

4 « *Les données relatives aux comptes nationaux d'Eurostat comptent le jeu le plus complet de données. Celles concernant le premier trimestre ne seront pas disponibles avant la fin avril* ».



« *Pour le moment, la croissance des salaires reste bien supérieure à n'importe quel taux d'équilibre à long terme* » et « *il faudra du temps pour bien apprécier s'il y a ou non un ralentissement des négociations salariales*.<sup>4</sup> »

En insistant sur la baisse prochaine des taux mais selon une approche prudente et graduelle, les banques centrales cherchent à rassurer les ménages, les entreprises et les marchés financiers - une détente monétaire aura finalement lieu - tout en reconnaissant l'existence de nombreuses incertitudes entourant le processus de désinflation.

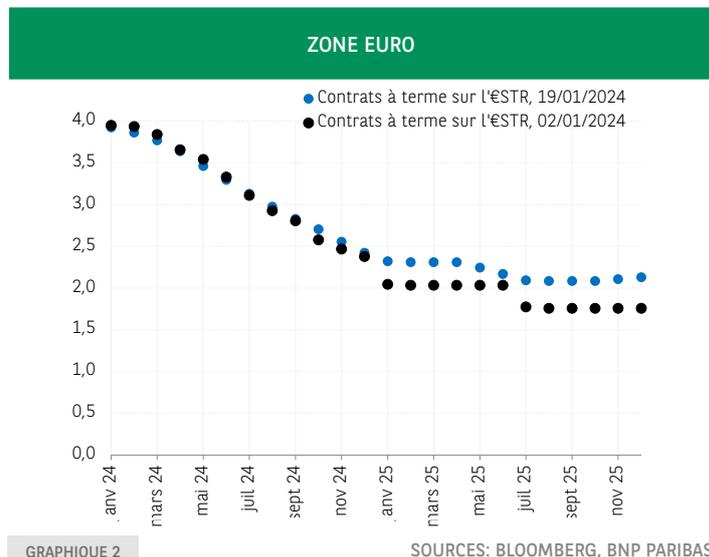
La Réserve fédérale comme la BCE ont récemment affirmé qu'elles n'étaient pas pressées d'abaisser les taux, compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation à court terme. Pour autant, il n'y a pas d'inquiétude à avoir : les taux directeurs ont atteint leur pic et ils devraient refluer cette année.



Une normalisation prématurée de la politique monétaire risquerait de déclencher une nouvelle vague d'inflation et d'obliger les banques centrales à relever de nouveau les taux. Il est, par ailleurs, à craindre que la détente des conditions financières – due à des hypothèses trop optimistes des marchés sur la trajectoire des taux directeurs – ne soit contre-productive du point de vue de la politique monétaire. C'est ce qu'a récemment souligné Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE<sup>5</sup>.

Pour conclure, la Réserve fédérale comme la BCE entendent ne pas prendre de décision à la légère concernant la date du début du cycle de détente monétaire. Il n'y a pas, toutefois, péril en la demeure. Après tout, les taux directeurs devraient être abaissés cette année. Tel était déjà le message de la représentation graphique des projections du taux cible des Fed Funds (dot plot) dans la synthèse des projections économiques du FOMC de décembre dernier et l'interview accordée par Christine Lagarde à Davos était aussi sans ambiguïté. Les investisseurs en produits de taux continueront d'intégrer dans les cours la possibilité d'une baisse intervenant plus tôt que prévu, mais ce pricing fluctuera en fonction des données et des commentaires des banques centrales. De même, il sera tentant de tabler sur une baisse rapide des taux par les banques centrales. Concernant la zone euro, Philip Lane a reconnu que le relèvement des taux de septembre dernier comportait un élément d'assurance, ajoutant : « *j'en tiendrai pleinement compte, le moment venu, s'agissant de l'ampleur et du calendrier d'ajustement des taux vers une orientation de politique monétaire plus neutre* ». Peut-être l'avenir nous réserve-t-il, après tout, d'heureuses surprises !

William De Vijlder



<sup>5</sup> « Les indicateurs déterminants pour les perspectives de l'inflation sous-jacente sont l'évolution des salaires, des bénéfices et de la productivité. Du fait de la détente attendue de la politique monétaire, les conditions financières se sont plutôt assouplies qu'elles ne se sont resserrées ces derniers temps ». Source : BCE, séance de questions/réponses sur X (ex-Twitter), Interview d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, réalisée et publiée le 10 janvier 2024.



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 12-1-24 au 19-1-24

↘ CAC 40	7 465	▶ 7 372	-1.3 %
↗ S&P 500	4 784	▶ 4 840	+1.2 %
↗ Volatilité (VIX)	12.7	▶ 13.3	+0.6 pb
↗ Euribor 3m (%)	3.93	▶ 3.96	+2.6 pb
↘ Libor \$ 3m (%)	5.58	▶ 5.58	-0.1 pb
↗ OAT 10a (%)	2.60	▶ 2.75	+14.9 pb
↗ Bund 10a (%)	2.14	▶ 2.31	+16.2 pb
↗ US Tr. 10a (%)	3.95	▶ 4.14	+18.5 pb
↘ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.09	-0.8 %
↘ Or (once, \$)	2 053	▶ 2 027	-1.2 %
↗ Pétrole (Brent, \$)	78.7	▶ 79.1	+0.5 %

## 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	2.99	2.99	le 19/01	2.68	le 01/01
Euribor 3m	3.96	3.97	le 18/01	3.89	le 16/01	Bund 10a	2.31	2.31	le 18/01	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.66	3.66	le 18/01	3.51	le 01/01	OAT 10a	2.75	2.76	le 18/01	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	4.05	4.06	le 17/01	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.58	5.59	le 01/01	5.56	le 16/01	\$ Treas. 2a	4.46	4.47	le 05/01	4.22	le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.14	4.14	le 18/01	3.87	le 01/01
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.98	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.32	5.33	le 17/01	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.31	4.37	le 17/01	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	4.02	4.07	le 17/01	3.60	le 01/01

Au 19-1-24

Au 19-1-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.09	1.10	le 01/01	1.08	le 17/01	-1.5%
GBP	0.86	0.87	le 02/01	0.86	le 18/01	-1.0%
CHF	0.95	0.95	le 19/01	0.93	le 08/01	+1.7%
JPY	161.18	161.18	le 19/01	155.33	le 02/01	+3.5%
AUD	1.65	1.66	le 17/01	1.62	le 02/01	+2.1%
CNY	7.83	7.86	le 10/01	7.79	le 03/01	-0.1%
BRL	5.36	5.38	le 04/01	5.32	le 12/01	-0.0%
RUB	95.72	100.17	le 03/01	95.72	le 19/01	-3.1%
INR	90.40	91.92	le 01/01	90.20	le 17/01	-1.7%

Au 19-1-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	79.1	79.1	le 19/01	75.8	le 08/01	+1.8%	+3.3%
Or (once)	2 027	2 067	le 02/01	2 010	le 17/01	-1.8%	-0.4%
Métaux, LME	3 616	3 762	le 01/01	3 596	le 17/01	-3.9%	-2.4%
Cuivre (tonne)	8 272	8 464	le 01/01	8 174	le 17/01	-2.3%	-0.8%
Blé (tonne)	221	2.3	le 01/01	216	le 16/01	-5.1%	-3.6%
Maïs (tonne)	164	1.7	le 01/01	163	le 17/01	-5.9%	-4.5%

Au 19-1-24

Variations

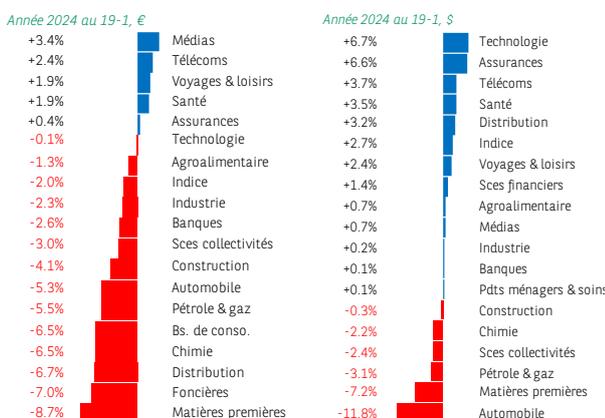
## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	3 175	3 175	le 19/01	3 114	le 04/01	+0.2%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 840	4 840	le 19/01	4 689	le 04/01	+1.5%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 449	4 522	le 01/01	4 403	le 17/01	-1.6%
CAC 40	7 372	7 543	le 01/01	7 319	le 17/01	-2.3%
DAX 30	16 555	16 769	le 02/01	16 432	le 17/01	-1.2%
IBEX 35	9 858	10 209	le 08/01	9 858	le 19/01	-2.4%
FTSE100	7 462	7 733	le 01/01	7 446	le 17/01	-3.5%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 288	1 299	le 15/01	1 242	le 03/01	+3.3%
Nikkei	35 963	35 963	le 19/01	33 288	le 04/01	+7.5%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	971	1 025	le 01/01	958	le 17/01	-5.2%
Chine	50	55	le 01/01	50	le 19/01	-9.7%
Inde	934	948	le 15/01	915	le 03/01	+1.2%
Brazil	1 694	1 800	le 01/01	1 685	le 18/01	-4.5%

Au 19-1-24

Variations

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

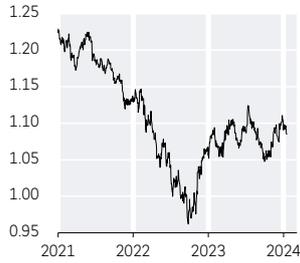


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

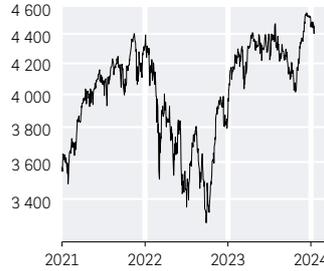


# REVUE DES MARCHÉS

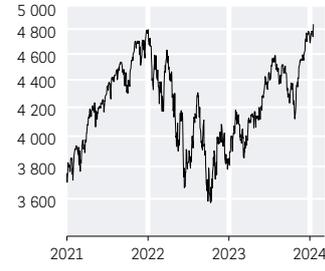
**EURO-DOLLAR**



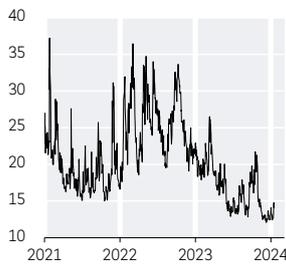
**EUROSTOXX50**



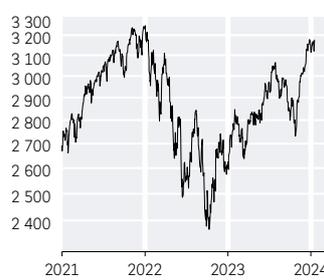
**S&P500**



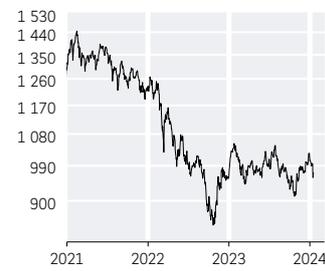
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



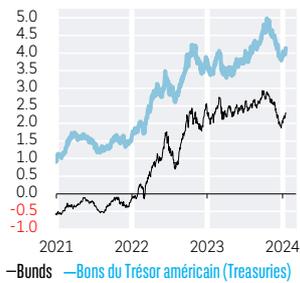
**MSCI MONDE (USD)**



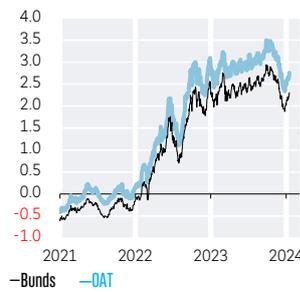
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

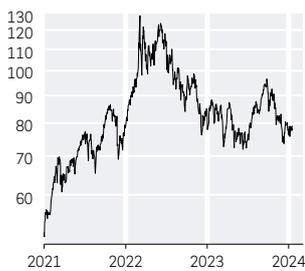


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

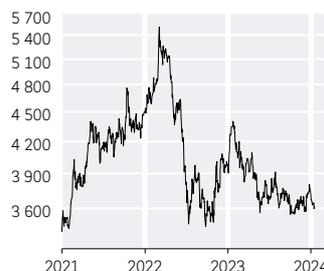
Année 2024 au 19-1

3.98%	Grèce	167 pb
3.72%	Italie	141 pb
3.20%	Espagne	89 pb
2.87%	Belgique	56 pb
2.85%	Autriche	54 pb
2.83%	Portugal	52 pb
2.81%	Finlande	50 pb
2.75%	France	44 pb
2.62%	P-Bas	31 pb
2.60%	Irlande	29 pb
2.31%	Allemagne	

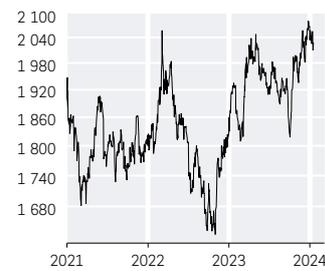
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# BAROMÈTRE

7

## CHINE : FRAGILE

Au T4 2023, la croissance économique chinoise a légèrement accéléré à 5,2% en glissement annuel (g.a.) contre 4,9% au T3, mais elle a perdu en vigueur en rythme trimestriel (+1% t/t après +1,5% au T3).

Notre baromètre semble indiquer une amélioration généralisée de l'activité au dernier trimestre par rapport au trimestre précédent, mais celle-ci s'explique toujours largement par la normalisation post-Covid de la demande intérieure et d'importants effets de base. L'économie chinoise continue en réalité de faire face à un grand nombre de fragilités, qui devraient persister à court terme.

Les principaux facteurs d'inquiétude concernent la demande intérieure. En particulier, la crise du secteur immobilier s'est encore aggravée en fin d'année. L'investissement immobilier a continué de se contracter. Les volumes de transactions ont chuté de -23% en g.a. en décembre, après une contraction de -20% en g.a. sur les trois mois précédents, et la reprise apparente des mises en chantier observée en novembre (après 31 mois consécutifs de baisse) s'est interrompue. Seul le nombre de chantiers terminés continue de s'améliorer (+12% en g.a. au T4 2023). Le recul des prix immobiliers s'est poursuivi, y compris dans les grandes villes. En décembre, la baisse moyenne des prix des logements dans les 70 principales villes de Chine a atteint -4,1% en g.a. et -0,8% en rythme mensuel, soit la baisse la plus marquée depuis le début de la correction du secteur immobilier en 2021.

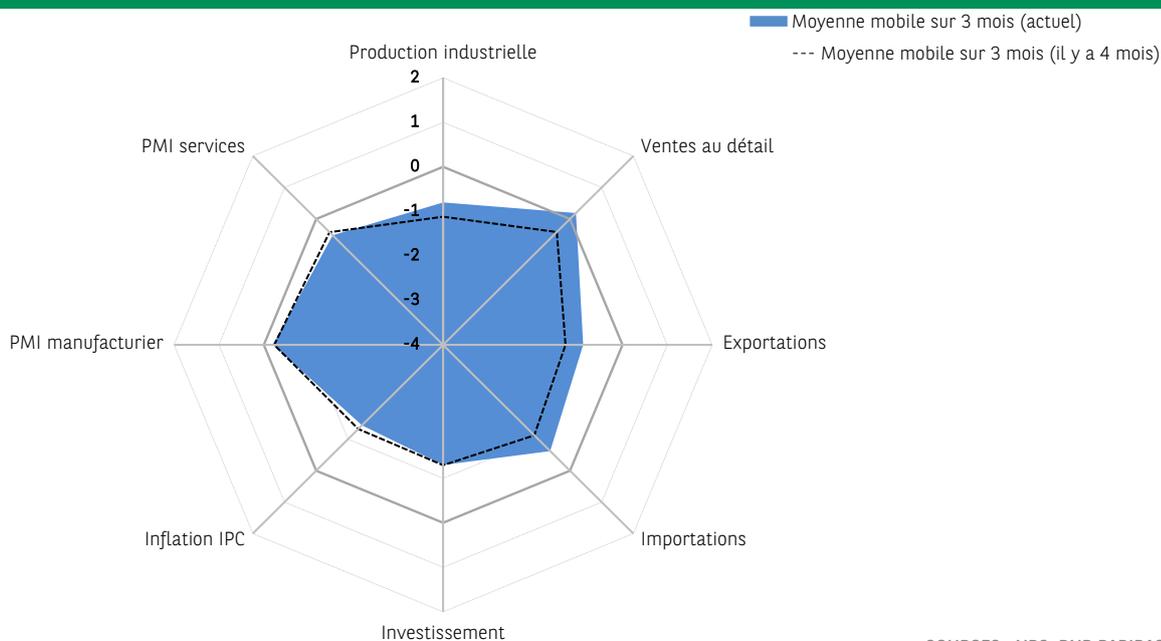
La faiblesse de la demande et des niveaux de confiance du secteur privé chinois persiste. Du côté des ménages, la croissance des volumes de ventes au détail a déçu en décembre (passant à +7,7% en g.a. contre +10,6% le mois précédent). La croissance de l'activité dans les services a également ralenti (+8,5% en g.a.), interrompant quatre mois d'accélération graduelle.

Au T4 2023, les pressions déflationnistes ont résulté, en particulier, de la faiblesse de la demande intérieure, de la baisse des prix alimentaires, de la correction des prix des matières premières et du recul des prix immobiliers résidentiels. Ainsi, les prix à la consommation ont chuté de -0,3% en g.a. en décembre, tirés par la baisse des prix alimentaires (-3,7% en g.a. en décembre) et des prix de l'essence (-1,4%). L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à +0,6% en g.a. en octobre-décembre, contre +0,7% sur les six mois précédents, un niveau faible par rapport aux années pré-Covid (l'inflation sous-jacente était de 1,6% en moyenne en 2019).

La performance du secteur manufacturier et exportateur s'est quant à elle renforcée en fin d'année, contrastant avec celle des secteurs tournés vers le marché intérieur. La croissance de la production industrielle a accéléré encore légèrement en décembre (+6,8% en g.a.) et s'est établie à +6% en g.a. au T4 2023, contre +4,2% au T3. Les exportations de marchandises se sont stabilisées en novembre et ont augmenté de 2,3% en g.a. en dollars courants en décembre, après six mois de baisse. Enfin, l'investissement dans le secteur manufacturier s'est légèrement redressé au T4 2023. Sa croissance a atteint 6,5% sur l'ensemble de 2023, contre 9,1% en 2022.

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.


**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# 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

%	GDP Growth				Inflation			
	2022	2023 e	2024 e	2025 e	2022	2023 e	2024 e	2025 e
United-States	1,9	2,4	0,9	1,3	8,0	4,1	2,7	2,3
Japan	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,2	2,3	1,9
United-Kingdom	4,4	0,3	-0,1	1,1	9,1	7,4	2,2	2,3
Euro Area	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,4	1,9	2,0
Germany	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
Italy	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	6,1	1,9	1,9
Spain	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,4	2,0	2,0
China	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,4	1,5	1,7
India*	7,2	7,5	7,0	6,5	6,7	5,8	5,7	4,5
Brazil	2,9	3,1	1,8	1,8	9,3	4,6	3,6	3,9

Source : BNP Paribas (e: Estimates & forecasts)

Last update: 18 January 2024

\* Fiscal year from 1st April of year n to March 31st of year n+1

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
	Treas. 10a	4,15	4,00	3,95	3,95	4,00
Zone euro	Taux de dépôt	4,00	3,50	3,00	2,75	2,50
	Bund 10a	2,45	2,35	2,20	2,20	2,50
	OAT 10a	3,02	2,91	2,75	2,75	3,05
	BTP 10 ans	4,25	4,00	3,95	3,90	4,20
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
	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		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,14	1,15	1,18
	USD / JPY	145	141	138	135	130
	GBP / USD	1,26	1,29	1,31	1,32	1,36
EUR	EUR / GBP	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	158	157	155	153
Pétrole		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	78	81	86	83	82

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 18 janvier 2024



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">EcoTV 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
<a href="#">Économie mondiale : l'année change, la conjoncture reste mitigée</a>	EcoWeek	16 janvier 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Janvier 2024 - Remontée de l'inflation en zone euro et aux États-Unis en décembre</a>	EcoCharts	12 janvier 2024
<a href="#">Perspectives 2024: la baisse de l'inflation et des taux officiels devraient soutenir la croissance</a>	EcoTVWeek	12 janvier 2024
<a href="#">Les difficultés de recrutement s'intensifient au Japon</a>	Graphique de la Semaine	10 janvier 2024
<a href="#">Économie mondiale — 2024 : baisse des taux directeurs par les banques centrales. Et après ?</a>	EcoWeek	9 janvier 2024
<a href="#">France : une remontée des défaillances en 2023 qui s'est accentuée au 4e trimestre</a>	EcoBrief	8 janvier 2024
<a href="#">Economie mondiale : 2023, une année de transition pleine de surprises</a>	EcoWeek	22 décembre 2023
<a href="#">Numéro de décembre 2023</a>	EcoPulse	21 décembre 2023
<a href="#">Afrique sub-saharienne : les créanciers multilatéraux redoublent d'efforts pour financer la région</a>	Graphique de la Semaine	19 décembre 2023
<a href="#">Problématiques d'offre dans le logement en France : une équation insoluble ?</a>	EcoConjoncture	15 décembre 2023
<a href="#">2023, une année surprenante jusqu'au bout</a>	EcoTVWeek	15 décembre 2023
<a href="#">États-Unis : un air de fête à l'approche de Noël</a>	EcoWeek	15 décembre 2023
<a href="#">Zone euro : pour la BCE, l'heure du relâchement n'a pas sonné</a>	EcoBrief	14 décembre 2023
<a href="#">États-Unis : La hausse des taux d'intérêt alimente les arbitrages des hedge funds</a>	Graphique de la Semaine	13 décembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Décembre 2023</a>	EcoChart	8 décembre 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](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](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: Givaga

