

ECOWEEK

numéro 24.04
29 janvier 2024

“ À L’HEURE ACTUELLE, LE DÉBAT D’ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE PORTE TOUT ENTIER SUR LE MOMENT OÙ DÉBUTERA DE LA BAISSSE DES TAUX. DANS UN TEL DÉBAT, LE NARRATIF DU « DERNIER KILOMÈTRE » PERD RAPIDEMENT DE SA PERTINENCE. ”

ÉTUDES ÉCONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Le narratif du « dernier kilomètre » de la désinflation : un récit à bout de souffle

4

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : commerce international

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



LE NARRATIF DU « DERNIER KILOMÈTRE » DE LA DÉSINFLATION : UN RÉCIT À BOUT DE SOUFFLE

Le narratif du « dernier kilomètre », très répandu dans la sphère des banques centrales en 2023, reflète la crainte qu'après un déclin important de l'inflation, de nouvelles baisses serait difficiles à obtenir. Cependant, il semble qu'il soit de plus en plus remis en question. Le compte rendu de la réunion de décembre 2023 du Conseil des gouverneurs de la BCE mentionne qu'il a été l'objet de débats. Il semblerait que la désinflation de 2023 ait été plus rapide que lors d'épisodes précédents, soulevant des doutes quant à la pertinence de ce narratif. Un article de la Réserve fédérale d'Atlanta analyse le sujet pour le périmètre des États-Unis. En se fondant sur des recherches récentes relatives à la courbe de Phillips, il en a conclu que le « dernier kilomètre » n'est probablement pas beaucoup plus difficile à couvrir que l'ensemble du parcours. Par le passé, avant le pic du taux terminal, la référence au « dernier kilomètre » était une forme d'orientation implicite de la politique monétaire : il pourrait être nécessaire de fixer des taux plus élevés ou durablement élevés. À l'heure actuelle, le débat porte tout entier sur le moment où débutera la baisse des taux et le narratif du « dernier kilomètre » est en train de perdre rapidement de sa pertinence.

En 2023, le narratif selon lequel le dernier kilomètre de la désinflation est le plus dur à parcourir a été très répandu chez les banquiers centraux et les analystes qui suivent leurs actions¹. La crainte était, en effet, qu'après une forte décline, de nouvelles baisses de l'inflation soient plus difficiles à obtenir. Ayant abordé cette question avec un collègue, par ailleurs coureur de fond chevronné, celui-ci m'a fait remarquer que le plus dur n'était pas le dernier kilomètre, car l'approche de la ligne d'arrivée donnait un surcroît d'énergie. Ce sont plutôt les dix kilomètres précédant le dernier qui sont difficiles à couvrir. Cette métaphore n'était peut-être pas la plus indiquée. Il est intéressant de noter que certains économistes et banquiers centraux l'ont contestée récemment. Comme le note le compte rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne en décembre 2023, les membres ont débattu de la notion du « dernier kilomètre² ». S'il a été souligné que le coût de la désinflation avait été relativement modeste pour l'activité économique et qu'un atterrissage en douceur restait possible, il a été admis qu'avec une inflation dans le secteur des services toujours à 4 %, le « dernier kilomètre » pourrait être difficile à parcourir. Cependant, il a également été avancé que « la raison pour laquelle la nature du processus désinflationniste changerait à mesure que la cible se rapproche n'est pas claire ». De plus, il semble que la désinflation en 2023 ait été plus rapide que lors des épisodes précédents, remettant en question la pertinence du narratif du « dernier kilomètre ».

La Banque de la Réserve fédérale d'Atlanta analyse cette question pour les États-Unis dans une étude récente et conclut que le « dernier kilomètre » « n'est probablement pas significativement plus difficile à couvrir que les autres³ ». L'auteur cite une recherche récemment publiée⁴ montrant que la courbe de Phillips est non linéaire, avec une pente raide et négative pour des taux d'inflation relativement élevés, avant de devenir relativement plate lorsque l'inflation reflue en dessous de 2 %. Cela signifierait que l'inflation pourrait revenir vers la cible sans avoir un impact nettement négatif sur le marché du travail et que le « dernier kilomètre » de la désinflation avant la cible n'est pas plus compliqué à couvrir⁵. Un autre argument possible en faveur du narratif du « dernier kilomètre » serait celui relatif à des anticipations d'inflation élevées, du fait de leur impact sur les revendications salariales et sur la fixation des prix par les entreprises. Or, les anticipations d'inflation à un an des entreprises américaines⁶ ont reculé de 3,8 % en mars 2022 à 2,4 % en décembre 2023 de sorte qu'il semble peu probable que le « dernier kilomètre » soit de ce fait plus difficile à parcourir. L'étude de la Réserve fédérale cite également la rigidité des prix dans les services comme une raison possible de la lenteur de la désinflation, faisant valoir que cette rigidité des prix ne signifie pas que la désinflation devient plus difficile, mais qu'elle prend simplement plus de temps et nécessite plus de patience de la part des autorités monétaires.

1 Voir : *Le dernier kilomètre de la désinflation*, BNP Paribas, EcoWeek, 13 novembre 2023.

2 Source : BCE, Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenu à Francfort-sur-le-Main le mercredi 13 et le jeudi 14 décembre 2023, 18 janvier 2024

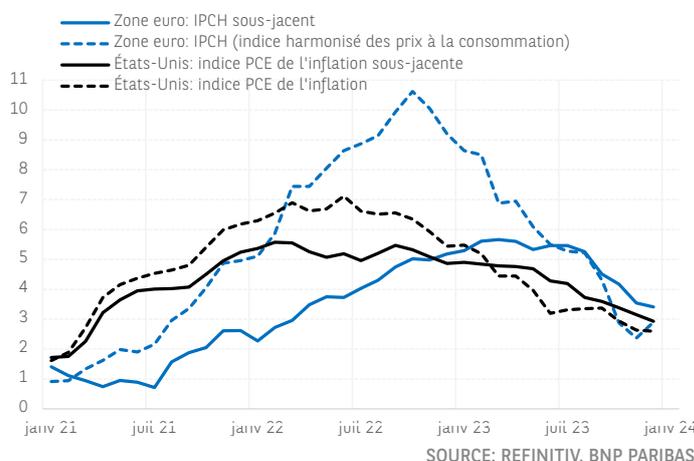
3 David Rapach, *Is the last mile more arduous?*, Federal Reserve Bank of Atlanta's policy hub, n°1-2024, janvier 2024.

4 Erin Crust, Kevin Lansing et Nicolas Petrosky-Nadeau, *Reducing inflation along a nonlinear Phillips curve*, Bulletin économique de la Banque de la Réserve fédérale de San Francisco, 2023-17.

5 La conclusion serait, à l'évidence, tout autre si le point d'inflexion de la courbe de Phillips estimée survenait alors que l'inflation est toujours bien supérieure à 2 %. Dans ce cas, la banque centrale devrait davantage resserrer sa politique ou maintenir les taux officiels à un niveau élevé plus longtemps, ce qui peserait sur l'activité et le marché de travail.

6 L'auteur fait référence aux résultats de l'enquête menée par la Banque de la Réserve fédérale d'Atlanta sur les anticipations d'inflation des entreprises.

INFLATION AUX ÉTATS-UNIS ET EN ZONE EURO, GLISSEMENT ANNUEL



SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

Cette interprétation est discutable : dans la mesure où la persistance de l'inflation dans le secteur des services implique le maintien de taux directeurs élevés plus longtemps, l'effet préjudiciable sur l'activité, la demande et le marché du travail pourrait être significatif. Sans surprise, ces questions sont également débattues dans la zone euro. D'après le compte rendu de la réunion de la BCE, « il a été avancé que la principale condition qui pourrait rendre l'inflation plus persistante à l'approche de la cible d'inflation serait la perte d'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui dépend in fine de la crédibilité de la politique monétaire ». Il est intéressant de souligner que l'argument de la crédibilité a également été invoqué pour cesser de faire référence au « dernier kilomètre », car cela « pourrait réduire la confiance dans le fait que la cible d'inflation de la BCE sera atteinte au plus tôt ». Cela nous amène à nous poser la question sur les raisons du recours à ce narratif. Par le passé, avant le pic du taux terminal, on pouvait avancer que le narratif du « dernier kilomètre » contribuait, dans le cadre d'une orientation prospective donnée, à mettre l'accent sur la nécessité de taux plus hauts ou de leur maintien à des niveaux élevés plus longtemps. À l'heure actuelle, le débat d'orientation porte tout entier sur la date du début de la baisse des taux. Dans un tel débat, le narratif du « dernier kilomètre » perd rapidement de sa pertinence.

William De Vijlder



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-1-24 au 26-1-24

➔ CAC 40	7 372	▶ 7 634	+3.6 %	
➔ S&P 500	4 840	▶ 4 891	+1.1 %	
⬇ Volatilité (VIX)	13.3	▶ 13.3	-0.0 pb	
⬇ Euribor 3m (%)	3.96	▶ 3.89	-7.1 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	5.58	▶ 5.58	+0.2 pb	
⬇ OAT 10a (%)	2.75	▶ 2.70	-4.2 pb	
⬇ Bund 10a (%)	2.31	▶ 2.27	-4.0 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.14	▶ 4.15	+1.1 pb	
⬇ Euro vs dollar	1.09	▶ 1.09	-0.2 %	
⬇ Or (once, \$)	2 027	▶ 2 017	-0.5 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	79.1	▶ 82.0	+3.6 %	

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	2.91	2.99	le 19/01	2.68	le 01/01
Euribor 3m	3.89	3.97	le 18/01	3.89	le 26/01	Bund 10a	2.27	2.32	le 23/01	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.60	3.68	le 24/01	3.51	le 01/01	OAT 10a	2.70	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	3.92	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	4.45	4.48	le 24/01	4.22	le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.15	4.18	le 24/01	3.87	le 01/01
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.85	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.33	5.33	le 24/01	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.35	4.40	le 24/01	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	4.05	4.09	le 24/01	3.60	le 01/01

Au 26-1-24

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.09	1.10	le 01/01	1.08	le 25/01	-1.7%
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 25/01	-1.5%
CHF	0.94	0.95	le 22/01	0.93	le 08/01	+0.9%
JPY	160.86	161.18	le 19/01	155.33	le 02/01	+3.3%
AUD	1.65	1.66	le 17/01	1.62	le 02/01	+1.8%
CNY	7.80	7.86	le 10/01	7.76	le 25/01	-0.4%
BRL	5.34	5.41	le 22/01	5.32	le 12/01	-0.4%
RUB	97.68	100.17	le 03/01	95.72	le 19/01	-1.1%
INR	90.29	91.92	le 01/01	90.02	le 25/01	-1.8%

Au 26-1-24

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	82.0	82.0	le 26/01	75.8	le 08/01	+5.5%	+7.3%
Or (once)	2 017	2 067	le 02/01	2 010	le 17/01	-2.4%	-0.7%
Métaux, LME	3 736	3 762	le 01/01	3 596	le 17/01	-0.7%	+1.0%
Cuivre (tonne)	8 448	8 478	le 25/01	8 174	le 17/01	-0.2%	+1.5%
Blé (tonne)	223	2.3	le 01/01	216	le 16/01	-3.9%	-2.3%
Maïs (tonne)	167	1.7	le 01/01	163	le 17/01	-4.5%	-2.9%

Au 26-1-24

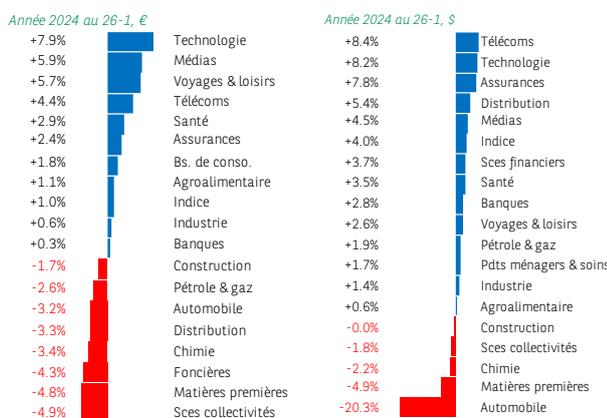
Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
Monde						
MSCI Monde	3 216	3 216	le 26/01	3 114	le 04/01	+1.5%
Amérique du Nord						
S&P500	4 891	4 894	le 25/01	4 689	le 04/01	+2.5%
Europe						
EuroStoxx50	4 635	4 635	le 26/01	4 403	le 17/01	+2.5%
CAC 40	7 634	7 634	le 26/01	7 319	le 17/01	+1.2%
DAX 30	16 961	16 961	le 26/01	16 432	le 17/01	+1.3%
IBEX 35	9 937	10 209	le 08/01	9 858	le 19/01	-1.6%
FTSE100	7 635	7 733	le 01/01	7 446	le 17/01	-1.3%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 291	1 303	le 23/01	1 242	le 03/01	+3.5%
Nikkei	35 751	36 547	le 22/01	33 288	le 04/01	+6.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	985	1 025	le 01/01	958	le 17/01	-3.8%
Chine	52	55	le 01/01	49	le 22/01	-6.7%
Inde	924	948	le 15/01	915	le 03/01	+0.2%
Brésil	1 714	1 800	le 01/01	1 665	le 22/01	-3.6%

Au 26-1-24

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



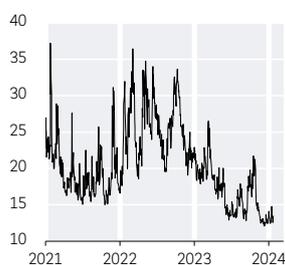
EUROSTOXX50



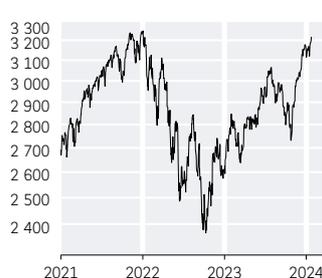
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



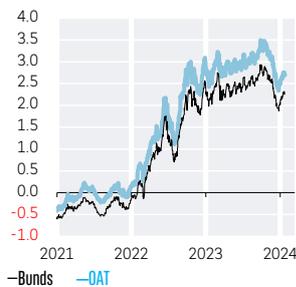
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

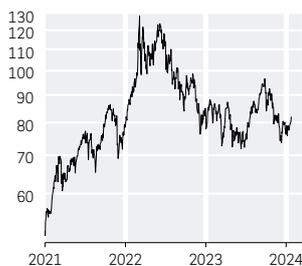


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

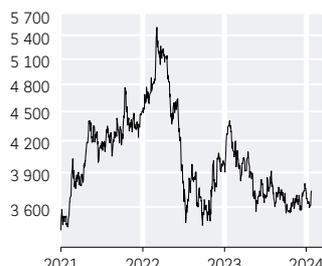
Année 2024 au 26-1

3.94%	Grèce	167 pb
3.65%	Italie	138 pb
3.15%	Espagne	88 pb
2.81%	Belgique	54 pb
2.79%	Autriche	52 pb
2.78%	Portugal	51 pb
2.74%	Finlande	47 pb
2.70%	France	43 pb
2.58%	P-Bas	31 pb
2.56%	Irlande	29 pb
2.27%	Allemagne	

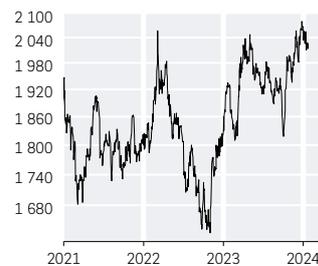
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

COMMERCE INTERNATIONAL : LE TRANSPORT MARITIME FACE À UN NOUVEAU CHOC

Les répercussions du conflit en mer Rouge sur le transport maritime mondial sont déjà notables. Si le prix du fret maritime est, à ce stade, encore très en dessous des niveaux observés en 2021, lors du redémarrage de l'économie mondiale post-confinement, la hausse au cours du mois de janvier 2024 a été abrupte. L'indice Freightos (graphique 5) indique, en moyenne, un triplement des coûts de transport par rapport à la fin de l'année dernière. Du fait de leurs positionnements géographiques, la Chine et l'Europe sont les régions les plus directement affectées par ces perturbations, et font déjà face à des hausses de coûts de transport allant d'un facteur trois (trajet Chine-Europe) à cinq (trajet Europe-Chine). Par ailleurs, les effets se répercutent progressivement à l'ensemble des voies de navigation mondiales. Les coûts de transport entre la Chine et la côte ouest des États-Unis ont, par exemple, plus que doublé en janvier, toujours selon les données de Freightos.

De même, les indices PMI pour le mois de janvier font état d'un rallongement des délais d'acheminement des marchandises dans la plupart des régions, avec une détérioration parfois importante (graphique 6). C'est notamment le cas au Royaume-Uni, où l'indice « delivery times » a chuté de 8 points en janvier (une baisse indique un rallongement des temps de transport), la dégradation la plus importante jamais enregistrée sur un mois, hors période de confinement. L'indice agrégé de la Réserve fédérale de New York (graphique 3), mesurant les tensions sur les chaînes de valeur, a légèrement baissé en décembre mais il rebondira très vraisemblablement en janvier.

Cela dit, il convient aussi de noter que tous les indicateurs ne se détériorent pas encore de manière significative : l'indice « Baltic Dry » (graphique 4), qui mesure le coût du transport de vrac sec, est resté stable en janvier. Le prix des porte-conteneurs (indice Harpex) se maintient aussi à un niveau historiquement bas, conséquence d'un excès de capacité toujours important pour ce type d'infrastructure.

Ce début d'année 2024 est marqué par de nouvelles tensions sur les échanges mondiaux, alors que ces derniers avaient déjà accusé un repli en 2023. Selon le CPB (graphique 1), en cumul sur les onze premiers mois de l'année, les exportations en volume ont reculé de 0,9% par rapport à la même période en 2022. Une baisse est visible dans la plupart des régions (-2,7% en zone euro, -1,8% au Japon, -1,4% en Amérique Latine et en Afrique/Moyen-Orient, et -4,0% en Asie hors Chine), sauf aux États-Unis et en Chine qui enregistrent une hausse respectivement de 3,4 et 2,3%.

Guillaume Derrien

INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Indice des exportations en volume (2010=100)



Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial
Nouvelles commandes à l'exportation



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



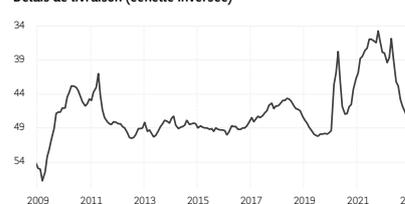
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial
Délais de livraison (échelle inversée)



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

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 mai.

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

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 accompagnera le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. Le reflux de l'inflation, 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 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, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction

monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. Et la baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening. À ce propos, nous tablons sur un arrêt au printemps 2024 des réinvestissements de la BCE dans le cadre du PEPP.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 31 octobre dernier, sa politique de contrôle des taux d'intérêt en autorisant une plus grande fluctuation des taux d'intérêt souverains à dix ans autour de la cible de 1%. De nouveaux ajustements, plus significatifs, de sa politique monétaire sont probables, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Nous prévoyons que la BoJ mettra fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs lors de la réunion de politique monétaire de mars ou avril, tout en assouplissant de manière importante sa politique de contrôle de la courbe des taux obligataires.

Nous restons baissiers sur le dollar, plus nettement à partir du T2 2024 et plus particulièrement vis-à-vis de l'euro, du fait notamment d'un nombre de baisses de taux moindre du côté de la BCE que de la Fed. Le yen devrait également se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ, du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger et de la baisse des taux longs américains.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023 e	2024 e	2025 e	2022	2023 e	2024 e	2025 e
États-Unis	1,9	2,5	2,0	1,4	8,0	4,1	2,7	2,3
Japon	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,3	2,1	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,3	-0,1	1,1	9,1	7,3	2,2	2,3
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,4	2,0	1,9
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,7	6,0	2,0	2,1
France	2,5	0,8	0,6	1,4	5,9	5,7	2,2	1,6
Italie	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	5,9	1,4	2,0
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,4	1,8	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 29 janvier 2024

* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
	Treas. 10a	4,15	4,00	3,95	3,95	4,00
Zone euro	Taux de dépôt	4,00	3,50	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
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		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

8

France : un climat des affaires en ligne avec la poursuite de la désinflation	EcoBrief	25 janvier 2024
France : Le taux d'épargne financière des ménages demeure élevé malgré la forte contraction des flux de placements	Graphique de la semaine	24 janvier 2024
Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude	EcoWeek	22 janvier 2024
Le Graph · Électricité : la France entre en 2024 en forme olympique	EcoTV	22 janvier 2024
LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - JANVIER 2024	EcoCharts	19 janvier 2024
«Prêteurs d'avant-dernier ressort»: un habit taillé trop grand pour les Federal Home Loan Banks ?	EcoFlash	18 janvier 2024
Le marché immobilier résidentiel en zone euro à l'épreuve de la normalisation monétaire	EcoConjoncture	17 janvier 2024
2024 : deux anniversaires ... et l'espoir d'une inversion de la courbe des émissions	Graphique de la Semaine	17 janvier 2024
Transition «verte» : ce qu'il en coûte	Podcast - En éco dans le texte	16 janvier 2024
Économie mondiale : l'année change, la conjoncture reste mitigée	EcoWeek	16 janvier 2024
Baromètre de l'inflation - Janvier 2024 - Remontée de l'inflation en zone euro et aux États-Unis en décembre	EcoCharts	12 janvier 2024
Perspectives 2024: la baisse de l'inflation et des taux officiels devraient soutenir la croissance	EcoTVWeek	12 janvier 2024
Les difficultés de recrutement s'intensifient au Japon	Graphique de la Semaine	10 janvier 2024
Économie mondiale — 2024 : baisse des taux directeurs par les banques centrales. Et après ?	EcoWeek	9 janvier 2024
France : une remontée des défaillances en 2023 qui s'est accentuée au 4e trimestre	EcoBrief	8 janvier 2024
Economie mondiale : 2023, une année de transition pleine de surprises	EcoWeek	22 décembre 2023
Numéro de décembre 2023	EcoPulse	21 décembre 2023
Afrique sub-saharienne : les créanciers multilatéraux redoublent d'efforts pour financer la région	Graphique de la Semaine	19 décembre 2023
Problématiques d'offre dans le logement en France : une équation insoluble ?	EcoConjoncture	15 décembre 2023
2023, une année surprenante jusqu'au bout	EcoTVWeek	15 décembre 2023
États-Unis : un air de fête à l'approche de Noël	EcoWeek	15 décembre 2023



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:

