

“ POUR LES PAYS ÉMERGENTS, LES CONDITIONS MONÉTAIRES ET DE CHANGES SONT PLUS FAVORABLES EN CE DÉBUT D'ANNÉE QU'ELLES NE L'ÉTAIENT FIN 2022-DÉBUT 2023. L'ASSOUPLISSEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES PERMIS PAR LA DÉSINFLATION, ET DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE GLOBALEMENT RÉVISÉES À LA HAUSSE, ATTIRENT LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

Risque souverain dans les pays émergents: les maillons faibles sur la sellette

---

# 4

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

# 6

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : impulsion du crédit en zone euro

---

# 7

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

# 8

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## RISQUE SOUVERAIN DANS LES PAYS ÉMERGENTS: LES MAILLONS FAIBLES SUR LA SELLETTE

Pour les pays émergents, les conditions monétaires et de change sont plus favorables en ce début d'année qu'elles ne l'étaient fin 2022-début 2023. L'assouplissement des politiques monétaires permis par la désinflation, et des perspectives de croissance globalement révisées à la hausse, attirent les investissements de portefeuille. Malgré l'augmentation du risque géopolitique, le risque souverain devrait diminuer sauf pour les pays plus fragiles, déjà sur la sellette en 2023. Pour les pays à faible revenu, 2024 sera une année à haut risque car les échéanciers de dette extérieure des États resteront très chargés comme en 2023.

### DÉTENTE DES CONDITIONS FINANCIÈRES DANS LA PLUPART DES PAYS ÉMERGENTS ...

Les conditions monétaires et de change pour les principaux pays émergents se sont sensiblement détendues au dernier trimestre 2023 à la fois pour des raisons externes et internes : les anticipations d'un assouplissement monétaire américain, une appréciation quasi générale des monnaies contre dollar et la poursuite du ralentissement de l'inflation favorisée par la baisse des prix des matières premières. La plupart des banques centrales d'Amérique latine et d'Europe centrale ont continué d'abaisser progressivement leurs taux d'intérêt directeurs. Les rendements obligataires ont suivi le mouvement mais sans l'amplifier. Ils ont également diminué dans les pays où les taux directeurs sont restés inchangés (en Asie principalement), et même en Turquie, pourtant encore en phase de resserrement monétaire.

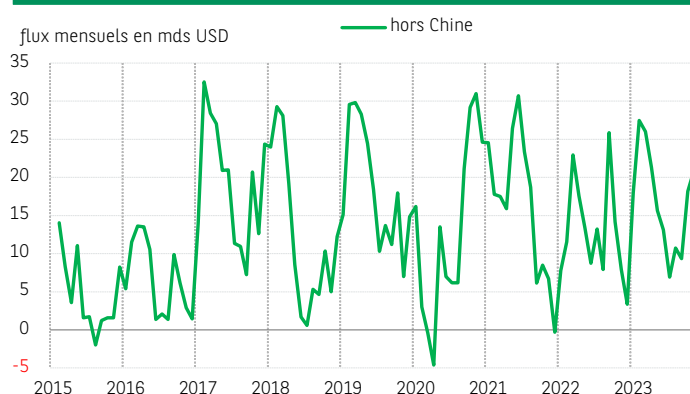
La dette domestique émergente est actuellement prisée par les gérants de fonds. Hors Chine, les investissements des non-résidents sur les marchés obligataires ont été particulièrement soutenus en novembre et décembre contrairement à ce qui avait été observé fin 2022 (cf. graphique). D'après les économistes du FMI, les rendements obligataires des pays émergents au cours de ce dernier cycle monétaire ont été moins sensibles que par le passé aux évolutions des taux d'intérêt aux États-Unis. Par rapport à l'épisode du *taper tantrum* de 2013, le coefficient de sensibilité s'est réduit de deux tiers pour les pays latino-américains et de 40% pour les pays d'Asie.

### ... MAIS LE RISQUE SOUVERAIN EST EN HAUSSE POUR LES PLUS FRAGILES D'ENTRE EUX ET LES PAYS À FAIBLE REVENU

D'une manière générale, la solvabilité des États des pays émergents devrait a priori s'améliorer en 2024 grâce à l'effet conjoint de la baisse des taux d'intérêt et des perspectives de croissance révisées à la hausse. Par rapport à ses prévisions d'octobre 2023, le FMI a réhaussé la croissance mondiale de +0,2 pp, notamment celle des États-Unis dont l'atterrissage se ferait beaucoup plus en douceur que prévu (2,1% en 2024 après 2,5% en 2023). Le Fonds a également revu à la hausse la croissance de plusieurs grandes économies émergentes (Brésil, Inde, Mexique, Russie). Il continue d'anticiper un ralentissement de la croissance chinoise (de 5,2% à 4,6%) toutefois moindre que dans les prévisions du dernier automne.

Néanmoins, au sein des pays émergents, le risque de défaut sur la dette publique a sensiblement augmenté pour les trois pays qui étaient déjà sur la sellette en 2023, à savoir, l'Argentine, l'Égypte et la Tunisie (cf. infra). En Tunisie, le besoin de financement a plus que doublé passant de 8% du PIB, avant la pandémie, à 17%.

#### FONDS INVESTIS SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ÉMERGENTS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : IFI, BNP PARIBAS

En Égypte, la charge d'intérêts va représenter 70% des revenus du gouvernement, un niveau a priori insoutenable.

En Argentine, la restructuration de la dette en 2020 avait permis d'alléger la charge d'intérêts de l'État mais celle de la banque centrale n'a cessé de s'alourdir afin d'éponger le financement monétaire du déficit budgétaire, le coût de stérilisation atteignant 8% du PIB. Par ailleurs, pour ces trois pays, l'État est endetté en devises alors que les réserves de change sont jugées très insuffisantes. L'Argentine est sous perfusion financière du FMI mais le soutien à l'Égypte s'est interrompu en 2023 et la Tunisie n'a toujours pas conclu d'accord.

L'année 2024 sera une année à haut risque également pour les pays à faible revenu. Le risque géopolitique reste très élevé avec l'enlisement de la guerre en Ukraine et les tensions au Moyen Orient. Or ce sont évidemment les pays les plus fragiles qui pâtissent le plus des conséquences économiques des conflits. L'Institute for International Finance rappelle qu'un peu plus de la moitié des 73 pays ayant eu accès au mécanisme de suspension de service de la dette ont un niveau de risque souverain élevé ou sont en situation de *debt distress* (15 sont en situation de défaut). Comme en 2023, les remboursements de dette extérieure à long terme de ces pays vont rester très élevés en 2024, à USD 78 milliards après USD 75 milliards en 2023, soit un doublement par rapport à 2020.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 26-1-24 au 2-2-24

↘ CAC 40	7 634	▶ 7 592	-0.5 %	
↗ S&P 500	4 891	▶ 4 959	+1.4 %	
↗ Volatilité (VIX)	13.3	▶ 13.9	+0.6 pb	
↗ Euribor 3m (%)	3.89	▶ 3.90	+1.3 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	5.58	▶ 5.55	-2.7 pb	
↘ OAT 10a (%)	2.70	▶ 2.66	-4.7 pb	
↘ Bund 10a (%)	2.27	▶ 2.20	-6.8 pb	
↘ US Tr. 10a (%)	4.15	▶ 4.03	-12.1 pb	
↘ Euro vs dollar	1.09	▶ 1.08	-0.6 %	
↗ Or (once, \$)	2 017	▶ 2 035	+0.9 %	
↘ Pétrole (Brent, \$)	82.0	▶ 77.5	-5.4 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)		+haut 24		+bas 24		Rendements (%)		+haut 24		+bas 24	
€ BCE	4.50	4.50	le 01/01	4.50	le 01/01	€ 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	2.65	2.99	le 19/01	2.53	le 01/02
Euribor 3m	3.90	3.97	le 18/01	3.88	le 01/02	Bund 10a	2.20	2.32	le 23/01	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.54	3.68	le 24/01	3.51	le 01/02	OAT 10a	2.66	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	3.88	4.06	le 17/01	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.55	5.59	le 01/01	5.53	le 01/02	\$ Treas. 2a	4.41	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	4.03	4.18	le 24/01	3.86	le 01/02
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.88	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.32	5.33	le 24/01	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.43	4.43	le 02/02	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	4.00	4.09	le 24/01	3.60	le 01/01

Au 2-2-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.08	le 29/01	-2.2%
GBP	0.85	0.87	le 02/01	0.85	le 29/01	-1.5%
CHF	0.94	0.95	le 22/01	0.93	le 08/01	+0.6%
JPY	160.16	161.18	le 19/01	155.33	le 02/01	+2.8%
AUD	1.66	1.66	le 17/01	1.62	le 02/01	+2.4%
CNY	7.76	7.86	le 10/01	7.75	le 29/01	-1.0%
BRL	5.37	5.41	le 22/01	5.32	le 12/01	+0.0%
RUB	97.92	100.17	le 03/01	95.72	le 19/01	-0.8%
INR	89.58	91.92	le 01/01	89.58	le 02/02	-2.6%

Au 2-2-24

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	77.5	82.8	le 30/01	75.8	le 08/01	-0.2%	+2.1%
Or (once)	2 035	2 067	le 02/01	2 010	le 17/01	-1.5%	+0.8%
Métaux, LME	3 667	3 762	le 01/01	3 596	le 17/01	-2.5%	-0.3%
Cuivre (tonne)	8 374	8 512	le 30/01	8 174	le 17/01	-1.1%	+1.2%
Blé (tonne)	225	2.3	le 01/01	216	le 16/01	-3.5%	-1.3%
Maïs (tonne)	165	1.7	le 01/01	163	le 17/01	-5.2%	-3.0%

Au 2-2-24

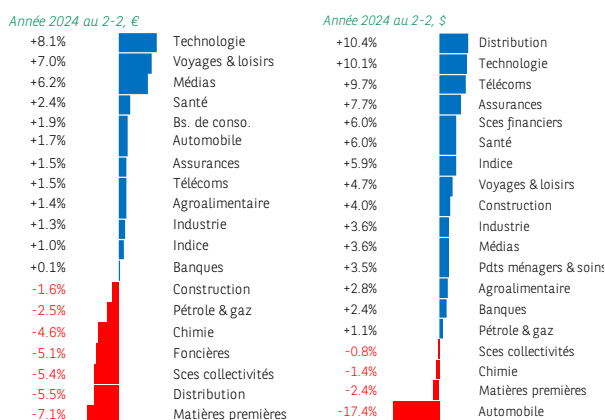
Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	3 248	3 248	le 02/02	3 114	le 04/01	+2.5%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 959	4 959	le 02/02	4 689	le 04/01	+4.0%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 655	4 663	le 30/01	4 403	le 17/01	+2.9%
CAC 40	7 592	7 677	le 30/01	7 319	le 17/01	+0.7%
DAX 30	16 918	16 972	le 30/01	16 432	le 17/01	+1.0%
IBEX 35	10 063	10 209	le 08/01	9 858	le 19/01	-0.4%
FTSE100	7 616	7 733	le 01/01	7 446	le 17/01	-1.5%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 308	1 312	le 31/01	1 242	le 03/01	+4.9%
Nikkei	36 158	36 547	le 22/01	33 288	le 04/01	+8.0%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	988	1 025	le 01/01	958	le 17/01	-3.5%
Chine	50	55	le 01/01	49	le 22/01	-10.2%
Inde	951	951	le 02/02	915	le 03/01	+2.9%
Bésil	1 678	1 800	le 01/01	1 665	le 22/01	-4.6%

Au 2-2-24

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

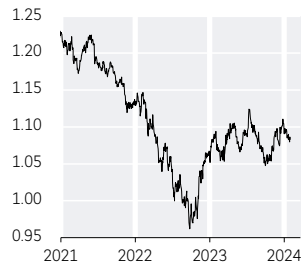


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# REVUE DES MARCHÉS

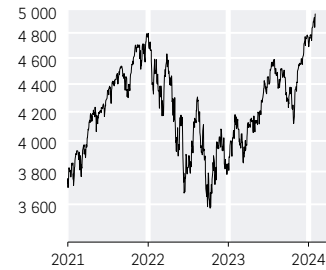
**EURO-DOLLAR**



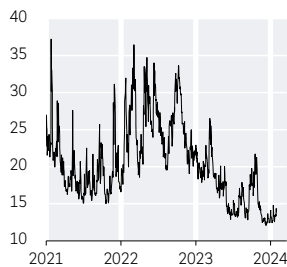
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



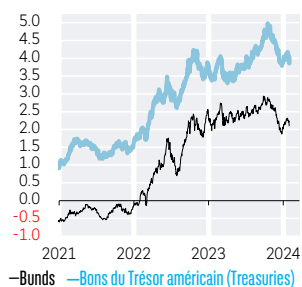
**MSCI MONDE (USD)**



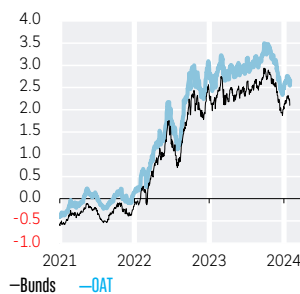
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2024 au 2-2

3.89%	Grèce	169 pb
3.82%	Italie	161 pb
3.12%	Espagne	92 pb
2.95%	Portugal	75 pb
2.77%	Belgique	57 pb
2.74%	Autriche	54 pb
2.70%	Finlande	50 pb
2.66%	France	46 pb
2.53%	P-Bas	33 pb
2.51%	Irlande	31 pb
2.20%	Allemagne	

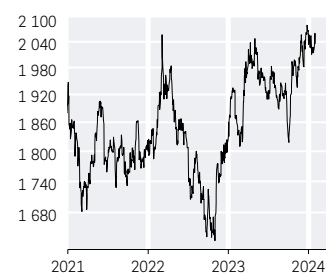
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## ZONE EURO : LES EFFETS DU FREINAGE DU CRÉDIT BANCAIRE SUR L'ACTIVITÉ ET L'INFLATION SONT PALPABLES

Le resserrement de la politique monétaire de la BCE entre l'été 2022 et septembre 2023 a continué de produire ses effets sur les évolutions du crédit bancaire dans la zone euro au quatrième trimestre 2023. Toutefois, en lien avec l'absence de tour de vis supplémentaire depuis septembre 2023, ceux-ci ne s'intensifient plus. Les encours de prêts bancaires au secteur privé ont même modestement accéléré, en glissement annuel, au quatrième trimestre (+0,5% en décembre 2023 contre +0,3% en septembre), à l'instar du PIB (+0,1% au quatrième trimestre contre 0,0% au troisième). L'impulsion du crédit, toujours négative, se redressait légèrement, pour la première fois depuis le début du relèvement de ses taux directeurs par la BCE, en juillet 2022.

Les 157 banques interrogées par la BCE entre le 8 décembre 2023 et le 2 janvier 2024 indiquaient avoir légèrement durci les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises. Les principales raisons avancées étaient les craintes liées au contexte macroéconomique et le jugement porté sur la situation individuelle des entreprises. La décélération des encours de prêts aux entreprises (+0,33% en glissement annuel en décembre 2023 vs +3,8% en décembre 2022) a procédé à effets retardés de la hausse des taux cumulée depuis 2022 et du recul de la demande. Ce dernier a plus particulièrement concerné les concours bancaires à long terme et les dépenses d'investissement. Après avoir atteint un creux en octobre 2023, l'impulsion demeurait certes négative en décembre 2023 (-5,9) mais s'était redressée au regard des mois précédents (août-novembre 2023), à la faveur d'une remontée principalement technique (effet de base favorable fin 2022). Elle était désormais bien supérieure aux niveaux qui prévalaient en 2009, au lendemain de la crise financière, et se rapprochait des niveaux observés à l'été 2021 (-5,6 en août 2021).

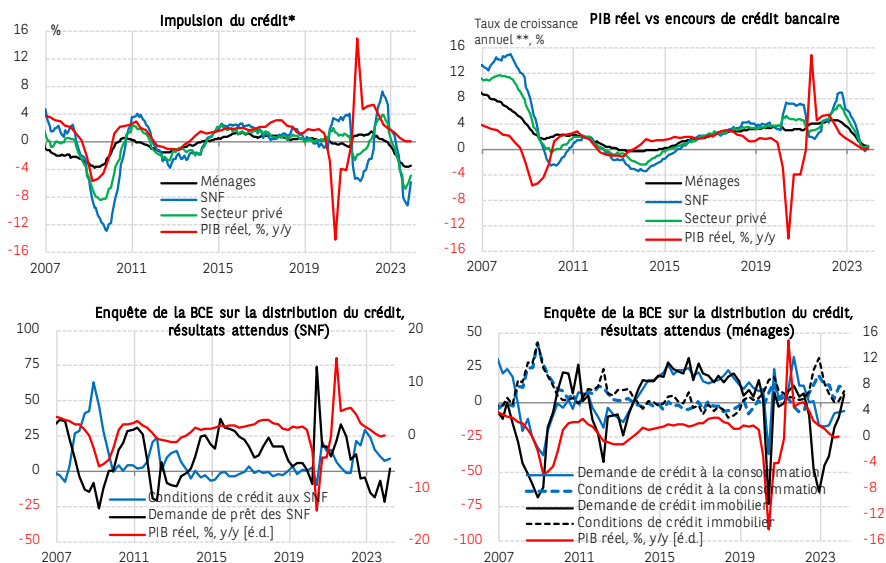
Concernant les prêts aux ménages, les banques interrogées indiquaient également avoir resserré les critères d'octroi des prêts aux ménages au quatrième trimestre 2023, de manière limitée au titre de l'habitat et plus sensible pour les prêts à la consommation. La hausse du risque perçu indépendamment de l'objet et la moindre tolérance au risque pour les prêts à la consommation constituent les principaux motifs avancés. Outre le renchérissement du crédit, la faiblesse de la confiance des ménages et la dégradation des perspectives des marchés immobiliers ont pesé sur la demande de financements. Dans la lignée de la tendance entamée à l'été 2022, l'encours des prêts aux ménages a continué de décélérer au quatrième trimestre (+0,3% en glissement annuel en décembre 2023 contre +0,8% en septembre) tandis que l'impulsion du crédit aux ménages demeurait relativement stable depuis août 2023 (-3,6 en décembre).

Le resserrement de la politique monétaire et le freinage appuyé des encours de prêts au secteur privé ont contribué à la forte décélération, depuis le printemps 2021, puis au recul, en glissement annuel entre juillet et décembre 2023, de l'agrégat monétaire M3. Ce repli, inédit depuis 2009 et, surtout, d'une ampleur inégalée (-1,3% en août 2023) depuis l'origine de la série rétroalée publiée par la BCE (1981) a contribué au reflux de l'inflation sous-jacente. Selon l'estimation préliminaire de la BCE, l'agrégat se serait quasiment stabilisé, en glissement annuel, en janvier 2024 (+0,1%). L'inflation *core* (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a, dans le même temps, poursuivi sa décroissance (+3,3%, contre +3,4% en décembre), à l'instar de l'inflation totale (+2,8% vs +2,9%).

Pour le premier trimestre 2024, les banques tablaient sur la poursuite du resserrement des critères d'octroi de prêts aux entreprises. Elles anticipaient, dans le même temps, un léger raffermissement de la demande de prêts aux entreprises pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2022. Il pourrait toutefois ne s'agir que d'un rebond ponctuel. La BCE souligne, en effet, à plusieurs reprises dans sa *Bank Lending Survey* les propriétés d'indicateur avancé des critères d'octroi des prêts aux entreprises quant aux évolutions d'encours et ce, à un horizon de cinq à six trimestres. Celles-ci, conjuguées à la persistance des effets retardés des hausses de taux passées, suggèrent au contraire que la demande de prêts des entreprises resterait très contenue dans la zone euro sur l'ensemble de l'année 2024, en dépit de l'amorce du desserrement des taux directeurs et de la reprise de l'activité attendues au second semestre. Du côté des ménages, si les banques envisageaient une poursuite de la contraction de la demande de prêts à la consommation au premier trimestre 2024, elles prévoyaient en revanche une reprise de la demande de prêts à l'habitat, pour la première fois depuis le premier trimestre 2022. Une appréciation à mettre en relation avec la détente des marchés obligataires entre octobre et décembre 2023 qui laissait alors entrevoir des révisions à la baisse des grilles de taux fixes sensibles au moment de l'enquête. Mais les évolutions observées depuis lors ont effacé une partie de la baisse des rendements constatée au moment de l'enquête et la perception serait sans doute moins favorable aujourd'hui. Sur l'ensemble de l'année, la demande de prêts resterait contrainte par des coûts de financement encore élevés au regard de ceux qui prévalaient avant 2022 et pénalisée par les anticipations d'ajustement des marchés immobiliers.

Laurent Quignon

### ZONE EURO : IMPULSION DU CRÉDIT



\*L'IMPULSION DU CRÉDIT EST MESURÉE COMME LA VARIATION ANNUELLE DU TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES PRÊTS DES IFM \*\* CORRIGÉS DES TITRISATIONS

SOURCE : BCE, ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS 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 décade 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

La zone euro a échappé de justesse à la contraction économique au dernier trimestre 2023. Le PIB réel est resté stable au T4, et la croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. L'activité devrait légèrement progresser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour avril. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. 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 nulle tant au 3e trimestre qu'au 4e trimestre 2023, après un T2 (+0,7% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Au T4, l'investissement des entreprises a subi une contraction (après plusieurs trimestres de hausse), tout comme l'investissement et la consommation des ménages. Si l'inflation a diminué (3,4% a/a en janvier 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T1, nous tablons donc sur une croissance de 0,1% t/t. Au global, la croissance est attendue à 0,6% en 2024 (après 0,9% en 2023).

## TAUX & CHANGE

Les dernières réunions de 2023 de la Réserve fédérale et de la BCE ont confirmé que la hausse de 25 pb des Fed funds en juillet et des taux directeurs de la BCE en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) était très probablement la dernière de ce cycle exceptionnel de resserrement monétaire. La possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'est toujours pas totalement et formellement exclue mais elle a fortement diminué à la faveur de la baisse de l'inflation 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	3.2	2.1	1.9
Royaume-Uni	4.4	0.3	-0.1	1.1	9.1	7.4	2.2	2.3
Zone euro	3.4	0.5	0.7	1.6	8.4	5.4	2.1	1.9
Allemagne	1.9	-0.1	0.2	1.3	8.7	6.1	2.2	2.0
France	2.5	0.9	0.6	1.4	5.9	5.7	2.2	1.6
Italie	3.9	0.7	0.9	1.5	8.7	6.0	1.5	2.5
Espagne	5.8	2.5	1.8	2.1	8.3	3.4	2.4	1.5
Chine	3.0	5.2	4.5	4.3	2.0	0.4	1.5	1.7
Inde*	7.2	7.5	7.0	6.5	6.7	5.8	5.7	4.5
Brésil	2.9	3.1	1.8	1.8	9.3	4.6	3.6	3.9

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 1 février 2024

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

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

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						
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

<a href="#">Balance commerciale française en 2023 : un déficit qui se réduit y compris en volume</a>	EcoBrief	5 février 2024
<a href="#">Sri Lanka: les réserves de change augmentent mais la situation reste fragile</a>	Graphique de la semaine	31 janvier 2024
<a href="#">2024 : année critique</a>	EcoPerspectives	30 janvier 2024
<a href="#">Zone euro : pas de récession en 2023 mais des fortunes diverses entre les États membres</a>	EcoBrief	30 janvier 2024
<a href="#">Le narratif du «dernier kilomètre» de la désinflation : un récit à bout de souffle</a>	EcoWeek	30 janvier 2024
<a href="#">France : un climat des affaires en ligne avec la poursuite de la désinflation</a>	EcoBrief	25 janvier 2024
<a href="#">France : Le taux d'épargne financière des ménages demeure élevé malgré la forte contraction des flux de placements</a>	Graphique de la semaine	24 janvier 2024
<a href="#">Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude</a>	EcoWeek	22 janvier 2024
<a href="#">Le Graph · Électricité : la France entre en 2024 en forme olympique</a>	EcoTV	22 janvier 2024
<a href="#">LE PETIT ATLAS DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE - JANVIER 2024</a>	EcoCharts	19 janvier 2024
<a href="#">«Prêteurs d'avant-dernier ressort»: un habit taillé trop grand pour les Federal Home Loan Banks ?</a>	EcoFlash	18 janvier 2024
<a href="#">Le marché immobilier résidentiel en zone euro à l'épreuve de la normalisation monétaire</a>	EcoConjoncture	17 janvier 2024
<a href="#">2024 : deux anniversaires ... et l'espoir d'une inversion de la courbe des émissions</a>	Graphique de la Semaine	17 janvier 2024
<a href="#">Transition «verte» : ce qu'il en coûte</a>	Podcast - En éco dans le texte	16 janvier 2024
<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





# 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 (2024). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas](http://www.group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder  
Copyright: Sasirin Pamai

