

“ La reprise devrait être très progressive. Dans un tel contexte, l'évolution de l'inflation reste déterminante par son impact sur la confiance et le pouvoir d'achat des ménages, sur la base de coûts des entreprises et, surtout, par son incidence sur les orientations prospectives et les décisions de la BCE. ”



EUROPEAN CENTRAL BANK  
EUROSYSTEM

Logistics Area  
(Ladehof)

Anlieferung / Deliveries  
Sonnemannstrasse 22  
60314 Frankfurt am Main

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Zone euro : le printemps économique viendra, mais à petits pas

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

## 8

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ZONE EURO : LE PRINTEMPS ÉCONOMIQUE VIENDRA, MAIS À PETITS PAS

Un large consensus se dessine parmi les prévisionnistes économiques : celui d'une reprise progressive de la croissance trimestrielle du PIB réel dans la zone euro en 2024, portée par la décrue persistante de l'inflation, les baisses de taux directeurs ainsi que par les investissements dans la transition énergétique et ceux liés au programme NextGeneration EU. Le commerce extérieur pourrait aussi jouer un rôle. Les données d'enquête de la Commission européenne et de S&P Global se sont améliorées depuis l'automne dernier mais leur niveau reste inférieur à la moyenne historique. Sur la base des relations historiques, le momentum positif de ces données - observations récentes supérieures à celles d'il y a trois mois - vient conforter la probabilité d'une augmentation de la croissance du PIB au premier trimestre par rapport au quatrième trimestre 2023.

Un large consensus se dessine parmi les prévisionnistes économiques : celui d'une reprise progressive de la croissance trimestrielle du PIB réel dans la zone euro en 2024. L'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, publiée en janvier, indique un lent redressement de l'activité économique tout au long de cette année (voir tableau)<sup>1</sup>. Les projections macroéconomiques de décembre 2023, établies par les services de l'Eurosystème, tablent également sur une amélioration<sup>2</sup>. Dans ses prévisions économiques de l'hiver 2024, la Commission européenne souligne que « les perspectives restent mesurées pour le premier trimestre de 2024, mais que les conditions d'une accélération progressive de l'activité économique cette année sont toujours en place »<sup>3</sup>. Nos prévisions vont dans le même sens. La poursuite de la décrue de l'inflation, les baisses des taux directeurs - ce qui devrait améliorer les conditions de financement - ainsi que les investissements dans la transition énergétique et ceux liés au programme NextGeneration EU constituent les principaux déterminants de la reprise attendue. Avant la première réduction des taux par la BCE, cette perspective peut d'ores et déjà soutenir la confiance des agents économiques par le biais d'une diminution de l'incertitude sur les taux d'intérêt - plus précisément, la disparition des craintes de hausses des taux - et d'un assouplissement des conditions financières. Dans une communication récente, Isabel Schnabel de la BCE a évoqué le fait que : « L'économie redémarre alors que le pic de la transmission pourrait avoir été atteint<sup>4</sup> ». Autrement dit, la restriction monétaire devrait constituer un frein moins important qu'auparavant. Enfin, l'environnement international pourrait également jouer un rôle positif<sup>5</sup>.

Que nous disent les données ? Nombre de données subjectives (soft data) - enquêtes auprès des entreprises et des ménages - sont publiées plus tôt que les données objectives (hard data) - activité, demande, emploi. Au vu des relations historiques entre ces deux types de données on peut déterminer s'il existe déjà dans les premières des signes indiquant une amélioration des secondes.

1 Source : BCE, *Enquête auprès des prévisionnistes professionnels*, janvier 2024. Il convient de noter que le profil de croissance trimestrielle est légèrement inférieur à celui de l'enquête précédente (octobre 2023).

2 Source : BCE, *Projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème*, décembre 2023 (europa.eu).

3 Source : Commission européenne, *European Economic Forecast, winter 2024, document institutionnel 268*, Février 2024.

4 Source : BCE, *Has the fight against inflation been won?* Isabel Schnabel, membre du directoire de la Banque centrale européenne, conférence sur la politique monétaire et la politique financière, Bocconi University, Milan, 23 février 2024. Dans son intervention, I. Schnabel fournit des estimations, basées sur des modèles, relatives à l'impact des variations des anticipations de taux d'intérêt à court terme entre décembre 2021 et février 2024, ainsi que des variations des anticipations relatives au bilan de la BCE entre octobre 2021 et février 2024 sur la croissance du PIB réel. L'impact moyen ressort à -4,0 % en 2023, -2,0 % en 2024 et à près de zéro en 2025.

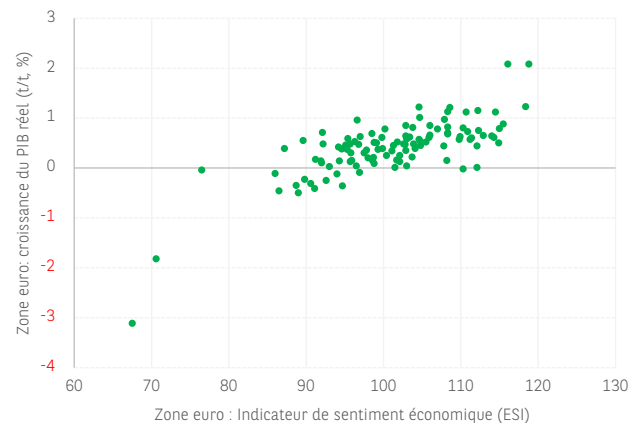
5 Dans ses commentaires sur les projections des services de l'Eurosystème de décembre 2023, la BCE a cité à titre de facteur supplémentaire l'amélioration de l'environnement international.

### ZONE EURO : PIB REEL (VARIATION T/T EN %, NON ANNUALISÉE)

	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024
ECB Survey of Professional Forecasters Q1 2024	0.0	0.1	0.3	0.3	
December 2023 Eurosystem staff macroeconomic projections	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
European Commission Winter forecast	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
BNP Paribas	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4

SOURCE: BCE, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

### ZONE EURO: SENTIMENT ECONOMIQUE ET PIB



SOURCES: COMMISSION EUROPÉENNE, REFINITIV, BNP PARIBAS. DONNÉES DEPUIS LE T2 1995. LES DONNÉES POUR 2020 ONT ÉTÉ EXCLUES

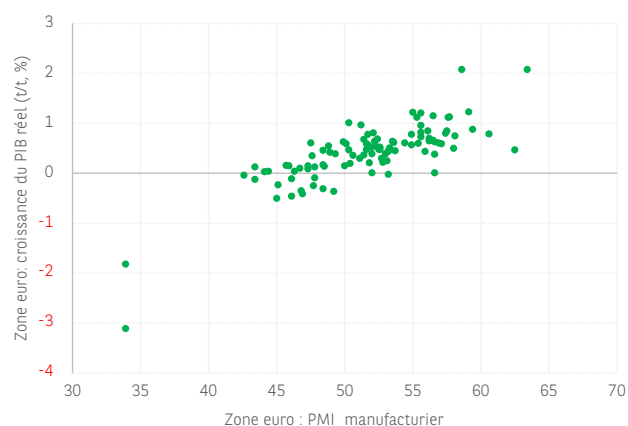
La reprise devrait être très progressive. Dans un tel contexte, l'évolution de l'inflation reste déterminante par son impact sur la confiance et le pouvoir d'achat des ménages, sur la base de coûts des entreprises et, surtout, par son incidence sur les orientations prospectives et les décisions de la BCE.



L'indice du sentiment économique (ESI) de la Commission européenne a légèrement reculé en février (de 96,1 à 95,4). S'agissant des composantes de cet indice, le sentiment dans l'industrie a enregistré un léger repli. La construction et, en particulier, le commerce de détail ont connu un ralentissement plus marqué. La confiance des ménages s'est améliorée tandis que le sentiment dans les services s'est dégradé. Dans une perspective légèrement plus longue, l'indice du sentiment économique est ressorti, après plusieurs mois de repli, à un point bas de 93,9, en septembre et octobre 2023 et il s'est redressé ensuite pour atteindre 96,4 en décembre, avant de fléchir en janvier et, de nouveau, en février. Comme le montre le graphique 1, étant donné que l'indice est toujours inférieur à 100, sa moyenne de long terme, le risque que la croissance trimestrielle du PIB réel soit négative demeure.<sup>6</sup> Par ailleurs, l'indice affiche un momentum positif avec une moyenne sur les trois derniers mois supérieure à celle des trois mois précédents. Une autre mesure consiste à comparer la dernière lecture avec celle enregistrée trois mois plus tôt. Malgré son ralentissement récent, l'indice du sentiment économique de février ne s'inscrit pas moins à un niveau supérieur à celui d'il y a trois mois. Le momentum reste positif sur la base de cette mesure également. Une amélioration du momentum des données d'enquête indique-t-elle une évolution comparable de la croissance du PIB réel ? Dans l'affirmative, ce serait le signe d'une amélioration de la croissance du PIB réel au premier trimestre par rapport au quatrième trimestre 2023. C'est précisément ce que nous enseignent les données historiques : lorsque l'indice ESI du dernier mois d'un trimestre est plus élevé qu'à la fin du trimestre précédent, la croissance du PIB réel au cours de ce même trimestre est supérieure à celle du trimestre précédent dans 60 % des cas<sup>7</sup>. Comme la croissance du PIB réel (t/t) a été positive dans 51 % des cas, la prise en compte du momentum de l'indice ESI devrait présenter une valeur ajoutée lors de l'estimation de la croissance trimestrielle du PIB.

Autre enquête importante relative au climat des affaires : celle servant à calculer l'indice des directeurs d'achat de S&P Global (PMI). Le momentum – défini comme la variation entre la moyenne des trois derniers mois et celle des trois mois précédents – a été positif, dans l'industrie manufacturière comme dans les services, mais il convient de rappeler que cette évolution part d'une base faible, en particulier dans le secteur manufacturier. Comme le montre le graphique 2, plus le PMI manufacturier recule en deçà de 50, plus la probabilité d'une croissance négative du PIB en glissement trimestriel se renforce<sup>8</sup>. À cet égard, le chiffre de 46,5 pour le mois de février interpelle. Le momentum du PMI est-il utile pour déterminer si la croissance du PIB réel, au cours d'un trimestre donné, peut être plus élevée que celle du trimestre précédent ?

### ZONE EURO: PMI MANUFACTURIER ET PIB



SOURCES: S&P GLOBAL, REFINITIV, BNP PARIBAS.  
DONNÉES DEPUIS LE T3 1997. LES DONNÉES POUR 2020 ONT ÉTÉ EXCLUES

La réponse est manifestement positive : lorsque le PMI manufacturier du dernier mois d'un trimestre est supérieur à la valeur enregistrée trois mois plus tôt, la croissance du PIB réel augmente par rapport au trimestre précédent dans 64 % des cas. Comme la dernière valeur du PMI manufacturier est bien supérieure à celle de décembre (46,5 contre 44,4), il semble probable que le chiffre du mois de mars soit plus élevé que celui du dernier mois de 2023, suggérant un momentum positif. Cela indiquerait avec une forte probabilité que la croissance du PIB au premier trimestre sera meilleure qu'au dernier trimestre de l'année dernière. Pour conclure, en ce début mars, il est tentant d'évoquer l'arrivée du printemps pour décrire les perspectives économiques. D'autant que les mois écoulés ont été pareils à un hiver économique en termes d'activité et de demande. On a principalement observé une stagnation du PIB réel en même temps qu'une amélioration des données sur la confiance, malgré le fléchissement récent de l'indice de la Commission européenne. Cependant, à l'instar d'un hiver économique clément – pas de récession dans la zone euro –, le printemps devrait être marqué par une reprise en douceur et donc très progressive. Dans un tel contexte, l'évolution de l'inflation reste déterminante par son impact sur la confiance et le pouvoir d'achat des ménages, sur la base de coûts des entreprises et, surtout, par son incidence sur les orientations prospectives et les décisions de la BCE.

William De Vijlder

<sup>6</sup> Les données d'enquête et celles relatives au PIB pour l'année 2020 ont été exclues compte tenu des fluctuations extrêmes liées à la pandémie de Covid-19.

<sup>7</sup> Les données relatives à 2020 ont été exclues. Les résultats obtenus grâce à cette mesure du momentum sont meilleurs que ceux basés sur la moyenne trimestrielle de l'indicateur ESI.

<sup>8</sup> Le choix du PMI manufacturier plutôt que du PMI composite – moyenne pondérée des enquêtes dans l'industrie manufacturière et les services – s'explique par la disponibilité de séries chronologiques plus longues.



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 23-2-24 au 1-3-24

▼ CAC 40	7 967	▶ 7 934	-0.4 %	
▶ S&P 500	5 089	▶ 5 137	+0.9 %	
▼ Volatilité (VIX)	13.8	▶ 13.1	-0.6 pb	
▶ Euribor 3m (%)	3.93	▶ 3.94	+0.5 pb	
▶ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.59	+0.1 pb	
▶ OAT 10a (%)	2.78	▶ 2.88	+10.6 pb	
▶ Bund 10a (%)	2.34	▶ 2.40	+5.7 pb	
▼ US Tr. 10a (%)	4.27	▶ 4.19	-8.4 pb	
▶ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.08	+0.1 %	
▶ Or (once, \$)	2 033	▶ 2 074	+2.0 %	
▶ Pétrole (Brent, \$)	82.4	▶ 84.2	+2.1 %	

## 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	3.03	le 27/02	2.53	le 01/02
Euribor 3m	3.94	3.97	le 18/01	3.88	le 01/02	Bund 10a	2.40	2.44	le 28/02	2.02	le 03/01
Euribor 12m	3.74	3.75	le 29/02	3.51	le 01/02	OAT 10a	2.88	2.88	le 01/03	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	4.03	4.06	le 28/02	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.59	5.60	le 27/02	5.53	le 01/02	\$ Treas. 2a	4.58	4.72	le 27/02	4.22	le 15/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.19	4.34	le 21/02	3.86	le 01/02
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	7.87	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.33	5.33	le 23/02	5.31	le 16/01	£ Gilt. 2a	4.57	4.68	le 13/02	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	4.12	4.22	le 13/02	3.60	le 01/01

Au 1-3-24

Au 1-3-24

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.08	1.10	le 01/01	1.07	le 13/02	-1.9%
GBP	0.86	0.87	le 02/01	0.85	le 13/02	-1.2%
CHF	0.96	0.96	le 01/03	0.93	le 08/01	+3.2%
JPY	162.67	163.58	le 26/02	155.33	le 02/01	+4.5%
AUD	1.66	1.67	le 28/02	1.62	le 02/01	+2.4%
CNY	7.80	7.86	le 10/01	7.71	le 13/02	-0.4%
BRL	5.36	5.41	le 22/01	5.31	le 13/02	-0.1%
RUB	99.47	102.67	le 23/02	95.72	le 19/01	+0.7%
INR	89.84	91.92	le 01/01	88.97	le 13/02	-2.3%

Au 1-3-24

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	84.2	84.2	le 01/03	75.8	le 08/01	+8.4%	+10.5%
Or (once)	2 074	2 074	le 01/03	1 989	le 14/02	+0.4%	+2.3%
Métaux, LMEX	3 696	3 762	le 01/01	3 558	le 09/02	-1.8%	+0.1%
Cuivre (tonne)	8 416	8 512	le 30/01	8 065	le 09/02	-0.6%	+1.4%
Blé (tonne)	215	2.3	le 01/01	213	le 15/02	-7.7%	-5.9%
Maïs (tonne)	154	1.7	le 01/01	148	le 23/02	-11.5%	-9.8%

Au 1-3-24

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	3 364	3 364	le 01/03	3 114	le 04/01	+6.1%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	5 137	5 137	le 01/03	4 689	le 04/01	+7.7%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 895	4 895	le 01/03	4 403	le 17/01	+8.3%
CAC 40	7 934	7 967	le 23/02	7 319	le 17/01	+5.2%
DAX 30	17 735	17 735	le 01/03	16 432	le 17/01	+5.9%
IBEX 35	10 065	10 209	le 08/01	9 858	le 19/01	-0.4%
FTSE100	7 683	7 733	le 01/01	7 446	le 17/01	-0.7%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 380	1 380	le 01/03	1 242	le 03/01	+10.7%
Nikkei	39 911	39 911	le 01/03	33 288	le 04/01	+19.3%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 025	1 029	le 22/02	958	le 17/01	+0.1%
Chine	54	55	le 01/01	49	le 22/01	-2.2%
Inde	981	981	le 01/03	915	le 03/01	+6.1%
Bésil	1 697	1 800	le 01/01	1 665	le 22/01	-4.0%

Au 1-3-24

Variations

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

	Année 2024 au 1-3, €		Année 2024 au 1-3, \$
Technologie	+13.6%	Technologie	+16.1%
Automobile	+12.0%	Automobile	+14.6%
Voyages & loisirs	+9.6%	Voyages & loisirs	+12.3%
Médias	+9.6%	Médias	+11.9%
Bs. de conso.	+8.8%	Bs. de conso.	+9.6%
Industrie	+7.4%	Industrie	+9.3%
Assurances	+5.4%	Assurances	+8.8%
Santé	+5.3%	Santé	+8.8%
Banques	+4.3%	Banques	+7.6%
Indice	+3.9%	Indice	+6.0%
Construction	+3.2%	Construction	+5.6%
Télécoms	+0.2%	Télécoms	+4.9%
Chimie	-0.7%	Chimie	+4.8%
Agroalimentaire	-1.9%	Agroalimentaire	+4.5%
Distribution	-2.3%	Distribution	+3.9%
Pétrole & gaz	-2.6%	Pétrole & gaz	+0.3%
Foncières	-8.5%	Foncières	-1.0%
Scs collectivités	-9.4%	Scs collectivités	-2.4%
Matières premières	-10.1%	Matières premières	-12.9%
		Distribution	
		Technologie	
		Construction	
		Assurances	
		Indice	
		Scs financiers	
		Voyages & loisirs	
		Santé	
		Industrie	
		Banques	
		Télécoms	
		Pétrole & gaz	
		Médias	
		Pdts ménagers & soins	
		Chimie	
		Agroalimentaire	
		Scs collectivités	
		Matières premières	
		Automobile	

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

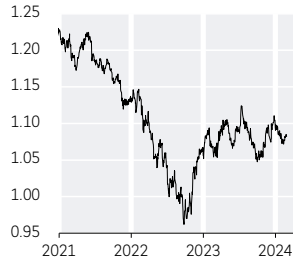


BNP PARIBAS

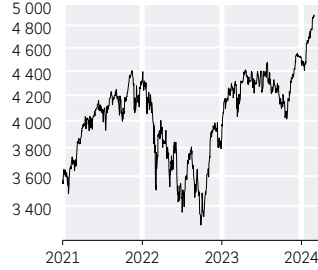
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



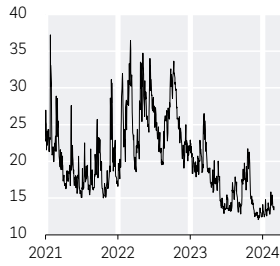
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



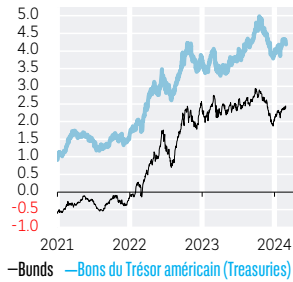
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

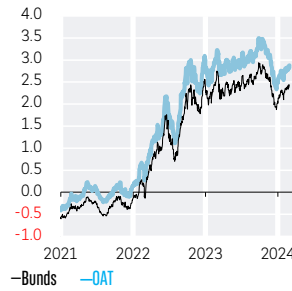


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

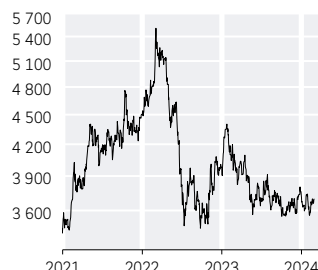
Année 2024 au 1-3

3.98%	Grèce	158 pb
3.90%	Italie	150 pb
3.32%	Espagne	92 pb
3.07%	Portugal	67 pb
2.91%	Belgique	51 pb
2.90%	Autriche	50 pb
2.88%	France	48 pb
2.86%	Finlande	46 pb
2.69%	Irlande	29 pb
2.68%	P-Bas	27 pb
2.40%	Allemagne	

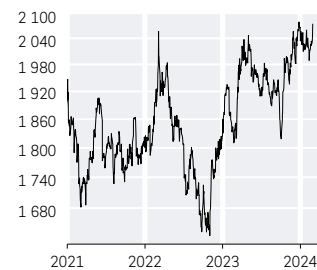
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# 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 de l'avancée trimestrielle sans trimestre de contraction au S1 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente se poursuit et s'accroît. L'inflation devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Les progrès seraient jugés suffisants par la Fed, qui peut entrevoir un atterrissage en douceur et amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de juin.

## CHINE

Le rebond post-Covid de l'activité économique s'est essouffé rapidement en 2023 et s'est révélé moins robuste qu'initialement espéré. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, des défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le moteur exportateur s'est enrayé l'an dernier en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. Toutefois, les exportations chinoises ont récemment repris de la vigueur et cette dynamique devrait se poursuivre à court terme. Par ailleurs, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance depuis l'été. L'activité s'est renforcée légèrement et l'inflation est restée très faible. Les autorités devraient maintenir une politique accommodante à court terme, toujours contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

## ZONE EURO

La zone euro a échappé de justesse à la contraction économique au dernier trimestre 2023. Le PIB réel est resté stable au T4, et la croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. L'activité devrait légèrement progresser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. Ce reflux de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

## FRANCE

La croissance a été nulle au 3e trimestre (0% t/t) et très faible au 4e trimestre 2023 (0,1% t/t), après un T2 (+0,6% 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 des ménages, tandis que leur consommation a stagné. Si l'inflation a diminué (3,1% a/a en février 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 0,7% en 2024 (après 0,9% en 2023).

## TAUX & CHANGE

Les dernières réunions de 2023 de la Réserve fédérale et de la BCE ont confirmé que la hausse de 25 pb des Fed funds en juillet et des taux directeurs de la BCE en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) était très probablement la dernière de ce cycle exceptionnel de resserrement monétaire. La possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'est toujours pas totalement et formellement exclue mais elle a fortement diminué à la faveur de la baisse de l'inflation. Les développements positifs sur le front de l'inflation, qui se rapproche un peu plus nettement de la cible de 2%, conjointement à l'affaiblissement attendu de la croissance ouvrent la voie à l'amorce des baisses de taux à partir de juin pour la BCE. Du côté de la Fed, la résistance de la

croissance et de l'inflation décale cette première baisse à juin. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening.

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	2.4
Japon	0.9	1.9	0.4	0.9	2.5	3.2	2.2	2.0
Royaume-Uni	4.4	0.1	-0.1	1.1	9.1	7.4	2.0	2.4
Zone euro	3.4	0.5	0.7	1.6	8.4	5.4	2.2	1.9
Allemagne	1.9	-0.1	0.2	1.3	8.7	6.1	2.3	2.0
France	2.5	0.9	0.6	1.4	5.9	5.7	2.4	1.8
Italie	3.9	0.7	0.9	1.5	8.7	6.0	1.2	1.8
Espagne	5.8	2.5	1.8	2.1	8.3	3.4	2.7	2.0
Chine	3.0	5.2	4.5	4.3	2.0	0.2	1.5	1.7
Inde*	7.2	7.5	7.3	6.7	6.7	5.8	5.5	4.7
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 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, %

Fin de période		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.50	5.25	5.00	4.50	3.25
	Treas. 10a	4.15	4.00	3.95	3.95	4.00
Zone euro	Taux de dépôt	4.00	3.75	3.25	3.00	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	0.80	0.90	1.00	1.20	1.35

#### Taux de change

Fin de période		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
USD	EUR / USD	1.10	1.12	1.14	1.15	1.18
	USD / JPY	145	141	138	135	130
	GBP / USD	1.33	1.35	1.37	1.39	1.42
EUR	EUR / GBP	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
	EUR / JPY	160	158	157	155	153

#### Pétrole

Moyenne trimestrielle		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
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 29 février 2024



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

8

<a href="#">Février 2024</a>	Ecopulse	1er mars 2024
<a href="#">Tunisie : sombres perspectives</a>	Graphique de la Semaine	28 février 2024
<a href="#">États-Unis : les conséquences économiques de la polarisation politique</a>	EcoWeek	26 février 2024
<a href="#">United Kingdom: a Spring budget with no room for maneuver</a>	EcoTV	23 février 2024
<a href="#">France : certaines grandes entreprises réarbitrent en faveur des financements de marché</a>	Graphique de la semaine	21 février 2024
<a href="#">Relever le défi de la dette publique au sein de l'UE : le rôle de la nouvelle gouvernance économique</a>	EcoWeek	20 février 2024
<a href="#">Zone euro : dynamique positive du climat des affaires, mais attention aux prix</a>	EcoTV	15 février 2024
<a href="#">Électricité européenne : le verdissement s'accélère</a>	Graphique de la semaine	14 février 2024
<a href="#">Le «frein à l'endettement» allemand : avantages et inconvénients des règles budgétaires</a>	EcoWeek	12 février 2024
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Février 2024   La désinflation devrait se poursuivre</a>	EcoChart	9 février 2024
<a href="#">L' Afrique verra-t-elle l'essor du libre-échange en 2024 ?</a>	EcoTV	8 février 2024
<a href="#">Appétit sélectif pour la dette émergente</a>	EcoEmerging	7 février 2024
<a href="#">Risque souverain dans les pays émergents: les maillons faibles sur la sellette</a>	EcoWeek	5 février 2024
<a href="#">Balance commerciale française en 2023 : un déficit qui se réduit y compris en volume</a>	EcoBrief	5 février 2024
<a href="#">Sri Lanka: les réserves de change augmentent mais la situation reste fragile</a>	Graphique de la semaine	31 janvier 2024
<a href="#">2024 : année critique</a>	EcoPerspectives	30 janvier 2024
<a href="#">Zone euro : pas de récession en 2023 mais des fortunes diverses entre les États membres</a>	EcoBrief	30 janvier 2024
<a href="#">Le narratif du «dernier kilomètre» de la désinflation : un récit à bout de souffle</a>	EcoWeek	30 janvier 2024
<a href="#">France : un climat des affaires en ligne avec la poursuite de la désinflation</a>	EcoBrief	25 janvier 2024
<a href="#">France : Le taux d'épargne financière des ménages demeure élevé malgré la forte contraction des flux de placements</a>	Graphique de la semaine	24 janvier 2024
<a href="#">Banques centrales : pas de précipitation, pas d'inquiétude</a>	EcoWeek	22 janvier 2024





# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31    william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Adjointe au chef économiste - Responsable

+33 1 58 16 03 63    helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77    stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Zone euro, Royaume-Uni, Grèce - Commerce international

+33 1 55 77 71 89    guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anis Bensaidini  
États-Unis, Japon

+33 1 87 74 01 51    anis.bensaidini@bnpparibas.com

Lucie Barette  
Europe du Sud

+33 1 87 74 02 08    lucie.barette@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+33 1 58 16 73 32    jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54    laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54    celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77    thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11    marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82    francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27    christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04    stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51    pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00    helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26    salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32    cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84    johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18    lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59    mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## 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: Niyazz

