

“ EN 2024, LA POURSUITE DE LA DÉINFLATION DEVRAIT PERMETTRE À LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET À LA BCE DE COMMENCER À ABAISSER LEURS TAUX DIRECTEURS. CES DEUX FACTEURS DEVRAIENT ÊTRE SUIVIS D'UNE REPRISE PROGRESSIVE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

2024 : baisse des taux directeurs par les banques centrales. Et après ?

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : indices PMI

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



2024 : BAISSÉ DES TAUX DIRECTEURS PAR LES BANQUES CENTRALES. ET APRÈS ?

La poursuite de la désinflation et la marge de manœuvre que cela crée pour les banques centrales en faveur d'un assouplissement de leur politique monétaire semblent être les seules « certitudes » économiques pour cette année 2024. Une liste de questions importantes demeure néanmoins, auxquelles une réponse devrait être apportée dans le courant de l'année. Quels seront le rythme et l'ampleur des baisses de taux ? Existe-t-il un risque que l'impact des hausses de taux passées soit sous-estimé et ne se soit pas encore pleinement fait sentir ? Qu'en est-il de la vigueur de la reprise économique et le moment où elle interviendra en réaction à la baisse de l'inflation et au début de la phase d'assouplissement de la politique monétaire ? Y a-t-il un revers de la médaille au scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine ? Les réponses à ces questions sont cruciales pour l'économie réelle, mais elles revêtent une importance toute particulière pour les marchés financiers et les anticipations d'évolution des taux directeurs.

D'un point de vue macroéconomique, l'une des caractéristiques essentielles de l'année 2023 a été la poursuite du resserrement monétaire, avec des hausses de taux plus importantes que prévu de la part de la Réserve fédérale et de la BCE. Ces décisions, conjuguées à l'accumulation, dans les derniers mois de l'année, de données indiquant une nette orientation à la baisse de l'inflation sous-jacente ont changé les perspectives pour les taux d'intérêt en 2024. 2022 a marqué le point de départ du cycle de resserrement, 2023 a été l'année où le taux terminal a été atteint et 2024 devrait être celle des baisses de taux directeurs. Aux États-Unis, les projections des membres du FOMC en décembre 2023 indiquent trois baisses de taux de 25 points de base en 2024. Le message de la BCE est plus opaque, même si des déclarations récentes de certains membres du Conseil des gouverneurs montrent que le débat a nettement évolué : la question n'est plus de savoir si de nouvelles hausses de taux sont justifiées, mais plutôt pendant combien de temps les taux doivent être maintenus au niveau actuel. Le consensus s'attend à ce que la BCE commence à abaisser les taux en juillet, ramenant le taux de dépôt à 3,25 % d'ici la fin de l'année, contre 4,00 % actuellement (graphique 1)¹. Les opérateurs de marché interrogés dans le cadre d'une enquête similaire aux États-Unis tablent sur une première baisse des taux par la Fed en juin et sur une diminution cumulée du taux des fonds fédéraux, cette année, de 125 points de base². L'évolution à la baisse des taux cette année ne fait donc guère débat. La poursuite de la désinflation devrait justifier une telle réduction des taux directeurs, ne serait-ce que pour éviter que les taux d'intérêt réels n'augmentent entraînant ainsi un nouveau resserrement indésirable des conditions monétaires.

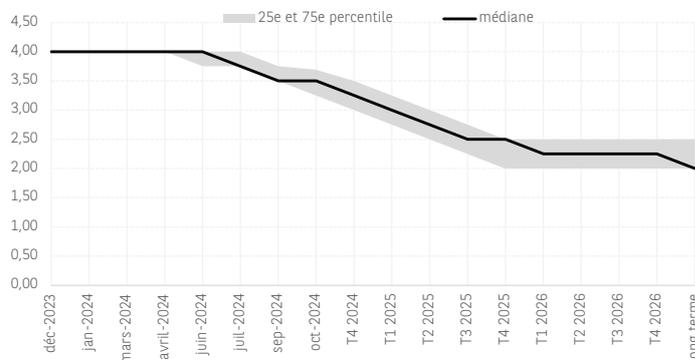
La poursuite de la désinflation et la marge de manœuvre que cela crée pour les banques centrales en faveur d'un assouplissement de leur politique monétaire semblent être les seules « certitudes » économiques pour cette année. Une liste de questions importantes demeure néanmoins, auxquelles une réponse devrait être apportée dans le courant de l'année. La première porte sur le rythme et l'ampleur des baisses de taux.

¹ Le « consensus » correspond aux prévisions médianes figurant dans la dernière enquête de la BCE auprès des analystes monétaires, publiée le 18 décembre 2023. L'enquête a été réalisée sur la période du 27 au 30 novembre 2023 et 39 répondants y ont participé.

² Le « consensus » correspond aux prévisions médianes figurant dans la dernière enquête menée par la Réserve fédérale de New York auprès des opérateurs de marché. Les réponses de 27 opérateurs de marché ont été reçues le 4 décembre 2023.

³ Selon S&P Global, aux États-Unis, la dette non financière de catégorie spéculative arrivant à échéance en 2024 s'élèverait à USD 247,7 mds — soit un montant plus de deux fois supérieur à celui de 2023 — et elle devrait passer à USD 389,3 mds en 2025. Pour les émetteurs de la catégorie investissement, l'augmentation est beaucoup plus faible. Source : *Ballooning maturity wall a growing risk for speculative-grade companies*, S&P Global, 14 juin 2023.

CONSENSUS SUR LE TAUX DE DÉPÔT DE LA BCE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, ENQUÊTE AUPRÈS DES ANALYSTES MONÉTAIRES, DÉCEMBRE 2023, BNP PARIBAS

Les banquiers centraux ont maintes fois fait savoir que leur politique monétaire restait liée à l'évolution des données économiques. Les variables clés à surveiller étant le marché du travail — indicateur de résilience ou d'atonie économique —, la croissance des salaires, l'inflation et les anticipations d'inflation. La deuxième question est celle liée à la crainte persistante que l'impact des hausses de taux passées ne se soit pas encore pleinement matérialisé. Or, la réponse à cette question revêt une importance particulière pour les entreprises qui doivent refinancer la dette comme pour les ménages ayant souscrit des prêts hypothécaires à taux variable et qui se trouvent confrontés à une révision des taux d'intérêt. Concernant les premières, les facteurs clés sont l'ampleur de la dette à refinancer³, l'augmentation des charges d'intérêts et la manière dont ces entreprises vont faire face à cette hausse en abaissant leurs coûts, en réduisant leurs

En 2024, la poursuite de la désinflation devrait permettre à la Réserve fédérale et à la BCE de commencer à abaisser leurs taux directeurs. Ces deux facteurs devraient être suivis d'une reprise progressive de la croissance économique.



investissements ou simplement en acceptant une baisse des profits. De plus, les faillites, déjà en hausse, pourraient encore augmenter. Le rôle des crédits hypothécaires à taux variable dépend dans une large mesure du pays considéré. Aux États-Unis, les crédits hypothécaires sont, en général, à taux fixe, alors que dans la zone euro, il existe des différences significatives d'un pays à l'autre⁴. Même si l'impact macroéconomique de l'effet résiduel de la hausse des taux d'intérêt est très difficile à évaluer, le risque baissier pour la croissance et, par conséquent, pour l'inflation est clair. Cette question revêt également une importance particulière pour les marchés et les anticipations d'évolution des taux directeurs.

La troisième question concerne la vigueur de la reprise économique et le moment où elle interviendra. S'agissant de la zone euro, l'enquête du quatrième trimestre 2023 des prévisionnistes professionnels de la BCE anticipait une amélioration au premier semestre 2024⁵. Les projections de décembre 2023 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que la croissance devrait «*progressivement se renforcer à partir du premier trimestre 2024, sous l'effet de nouvelles hausses du revenu disponible réel et de la demande extérieure*»⁶. Nous tablons sur une reprise graduelle de la croissance trimestrielle passant d'un taux non-annualisé de 0,1 % au premier trimestre à 0,3 % au deuxième et 0,4 % aux troisième et quatrième trimestres. Aux États-Unis, la dernière enquête des prévisionnistes professionnels de la Réserve fédérale de Philadelphie anticipe un ralentissement du PIB réel au premier trimestre 2024, avant une nouvelle accélération à partir du deuxième trimestre⁷. Pour notre part, nous prévoyons une croissance atone au premier trimestre et une contraction de -0,3 % au deuxième trimestre, suivie

par une reprise très progressive au second semestre 2024, avec une progression trimestrielle en rythme non-annualisé de 0,2 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième trimestre. La question de la vigueur de la reprise et du moment où elle interviendra revêt une importance particulière pour les marchés financiers et pour le pricing de la trajectoire attendue des taux directeurs. Ce pricing dépendra également de la réponse à la quatrième et dernière question : y-a-t-il un revers de la médaille au scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine ? Un tel atterrissage implique en effet qu'après un resserrement monétaire suffisant, l'inflation converge de nouveau vers l'objectif sans être accompagnée d'une récession et d'une forte hausse du taux de chômage. Or, avec le redémarrage de l'activité, une rapide réapparition de goulets d'étranglement et donc de risques sur les perspectives d'inflation sont à craindre, ce qui s'accompagnerait d'une réévaluation des prévisions de politique monétaire — un arrêt plus rapide que prévu du cycle d'assouplissement — et, partant, d'une hausse des rendements obligataires.

William De Vijlder

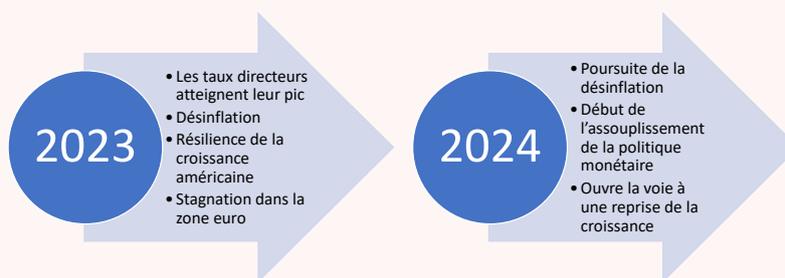
4 D'après des calculs de la BCE (données pour le mois de juillet 2023), le pourcentage de crédits hypothécaires à taux variable est élevé en Irlande (70,2 %), en Espagne (73,1 %) et très élevé au Portugal (85,7 %), en Grèce (89,8 %) et en Finlande (96,4 %). En Belgique, 67 % des crédits hypothécaires étaient assortis d'une période de fixité initiale du taux d'intérêt de plus de 10 ans. En France, le chiffre équivalent est de 78,4 %. Source : Des marchés immobiliers dans un environnement de coûts de financement élevés, BCE, Revue de la stabilité financière, novembre 2023.

5 Cette enquête a été publiée le 27 octobre 2023.

6 Les prévisions de croissance trimestrielle non-annualisée sont de 0,2 % au premier trimestre 2024, 0,3 % au deuxième trimestre, et de 0,4 % aux troisième et quatrième trimestres. Source : projections établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, BCE, décembre 2023.

7 La croissance trimestrielle annualisée était estimée à 1,3 % pour le quatrième trimestre 2023 et les projections prévoient qu'elle ralentirait à 0,8 % au premier trimestre 2024 avant de connaître une nouvelle accélération à 1,3 %, 1,5 % et 1,7 % aux deuxième, troisième et quatrième trimestres, respectivement. Source : Réserve fédérale de Philadelphie, enquête des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2023, 13 novembre 2023.

2023 ET PERSPECTIVES 2024



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 29-12-23 au 5-1-24

↘ CAC 40	7 543	▶ 7 421	-1.6 %		
↘ S&P 500	4 770	▶ 4 697	-1.5 %		
↗ Volatilité (VIX)	12.5	▶ 13.4	+0.9 pb		
↗ Euribor 3m (%)	3.91	▶ 3.94	+2.7 pb		
↘ Libor \$ 3m (%)	5.59	▶ 5.59	-0.2 pb		
↗ OAT 10a (%)	2.47	▶ 2.59	+12.0 pb		
↗ Bund 10a (%)	2.00	▶ 2.11	+10.8 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	3.87	▶ 4.05	+18.1 pb		
↘ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	-0.6 %		
↘ Or (once, \$)	2 065	▶ 2 056	-0.5 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	77.7	▶ 79.0	+1.7 %		

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	2.84	2.84	le 05/01	2.68	le 01/01
Euribor 3m	3.94	3.94	le 05/01	3.91	le 02/01	Bund 10a	2.11	2.11	le 05/01	1.99	le 03/01
Euribor 12m	3.58	3.58	le 05/01	3.51	le 01/01	OAT 10a	2.59	2.59	le 05/01	2.47	le 01/01
\$ FED	5.50	5.50	le 01/01	5.50	le 01/01	Corp. BBB	3.96	3.96	le 05/01	3.75	le 01/01
Libor 3m	5.59	5.59	le 01/01	5.59	le 02/01	\$ Treas. 2a	4.47	4.47	le 05/01	4.33	le 01/01
Libor 12m	6.04	6.04	le 01/01	6.04	le 01/01	Treas. 10a	4.05	4.05	le 05/01	3.87	le 01/01
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 01/01	5.25	le 01/01	High Yield	8.10	8.10	le 05/01	7.82	le 01/01
Libor 3m	5.32	5.32	le 01/01	5.32	le 03/01	£ Gilt. 2a	4.22	4.22	le 05/01	3.98	le 01/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 01/01	0.81	le 01/01	Gilt. 10a	3.87	3.87	le 05/01	3.60	le 01/01

Au 5-1-24

Au 5-1-24

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 24		+bas 24		2024
USD	1.10	1.10	le 01/01	1.09	le 03/01	-0.6%
GBP	0.86	0.87	le 02/01	0.86	le 05/01	-0.6%
CHF	0.93	0.93	le 04/01	0.93	le 02/01	+0.1%
JPY	158.24	158.45	le 04/01	155.33	le 02/01	+1.6%
AUD	1.63	1.63	le 04/01	1.62	le 02/01	+0.7%
CNY	7.86	7.86	le 05/01	7.79	le 03/01	+0.3%
BRL	5.35	5.38	le 04/01	5.35	le 05/01	-0.3%
RUB	99.74	100.17	le 03/01	98.76	le 01/01	+1.0%
INR	91.30	91.92	le 01/01	90.83	le 03/01	-0.7%

Au 5-1-24

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 24		+bas 24		2024	2024(€)
Pétrole, Brent	79.0	79.0	le 05/01	76.2	le 02/01	+1.7%	+2.3%
Or (once)	2 056	2 067	le 02/01	2 034	le 03/01	-0.5%	+0.2%
Métaux, LME	3 674	3 762	le 01/01	3 670	le 04/01	-2.3%	-1.7%
Cuivre (tonne)	8 361	8 464	le 01/01	8 361	le 05/01	-1.2%	-0.6%
Blé (tonne)	229	2.3	le 01/01	222	le 03/01	-1.6%	-1.0%
Maïs (tonne)	170	1.7	le 01/01	170	le 05/01	-2.3%	-1.7%

Au 5-1-24

Variations

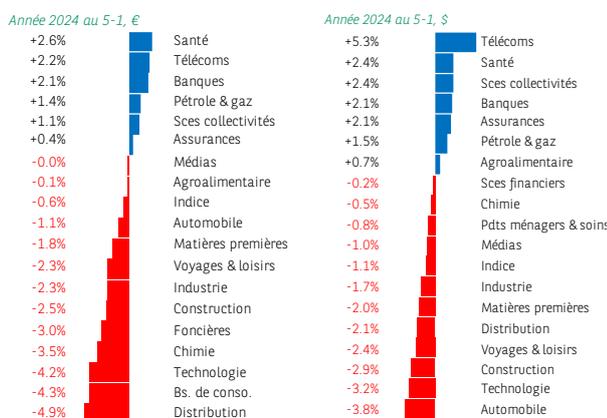
INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 24		+bas 24		2024
Monde						
MSCI Monde	3 121	3 169	le 01/01	3 114	le 04/01	-1.5%
Amérique du Nord						
S&P500	4 697	4 770	le 01/01	4 689	le 04/01	-1.5%
Europe						
EuroStoxx50	4 464	4 522	le 01/01	4 448	le 03/01	-1.3%
CAC 40	7 421	7 543	le 01/01	7 412	le 03/01	-1.6%
DAX 30	16 594	16 789	le 02/01	16 538	le 03/01	-0.9%
IBEX 35	10 165	10 182	le 04/01	10 053	le 03/01	+0.6%
FTSE100	7 690	7 733	le 01/01	7 682	le 03/01	-0.6%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 249	1 249	le 05/01	1 242	le 03/01	+0.2%
Nikkei	33 377	33 464	le 01/01	33 288	le 04/01	-0.3%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	1 002	1 025	le 01/01	1 002	le 05/01	-2.1%
Chine	54	55	le 01/01	54	le 05/01	-2.6%
Inde	927	927	le 05/01	915	le 03/01	+0.5%
Brésil	1 773	1 800	le 01/01	1 747	le 04/01	-1.2%

Au 5-1-24

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

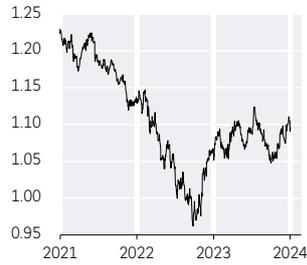


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



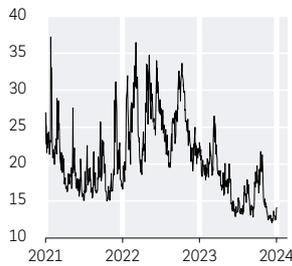
EUROSTOXX50



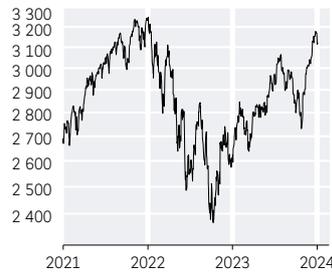
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



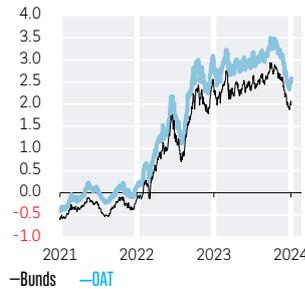
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

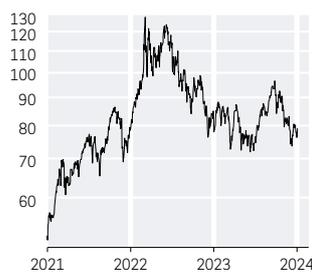


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2024 au 5-1

4.02%	Grèce	191 pb
3.67%	Italie	155 pb
3.08%	Espagne	97 pb
2.72%	Belgique	61 pb
2.71%	Autriche	60 pb
2.70%	Portugal	59 pb
2.65%	Finlande	53 pb
2.59%	France	47 pb
2.45%	Irlande	34 pb
2.45%	P-Bas	33 pb
2.11%	Allemagne	

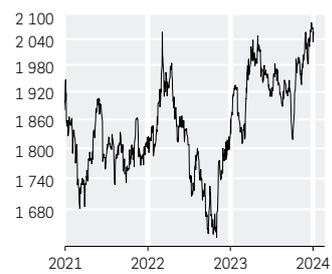
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BAROMÈTRE

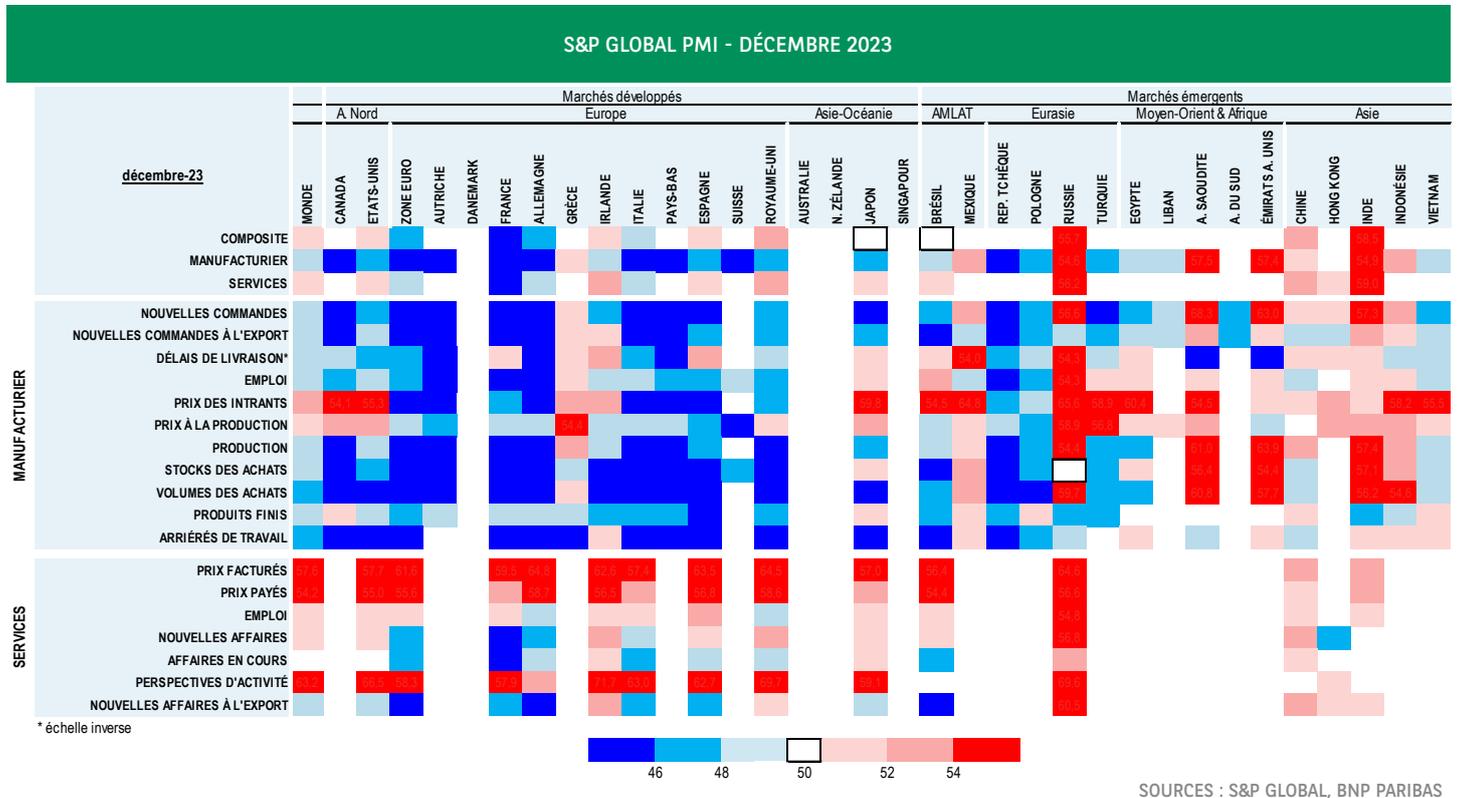
DES NOUVELLES ENCOURAGEANTES POUR LA CROISSANCE MONDIALE, BIEN QUE DES DISPARITÉS SECTORIELLES PERSISTENT

En décembre, l'indice PMI composite S&P Global de l'activité mondiale a de nouveau légèrement progressé (+0,5 point), pour atteindre 51, soit son niveau le plus élevé depuis août 2023. Il s'agit du deuxième mois consécutif de hausse, après cinq mois de baisse. Le signal reste donc encourageant pour l'activité mondiale à la fin du 4e trimestre 2023. Toutefois, cette amélioration masque une divergence assez nette entre le secteur des services et le secteur manufacturier. En décembre, l'indice mondial relatif aux services a atteint son plus haut niveau depuis août 2023 (51,6) tandis que celui relatif au secteur manufacturier enregistrait son plus bas niveau depuis ce même mois (49).

Dans les services, l'indice s'est redressé en décembre dans la plupart des pays de l'enquête (à l'exception de l'Allemagne, de l'Irlande et du Brésil). Au niveau mondial, les quatre composantes suivantes (sur les six que couvre l'enquête) sont en hausse : « nouvelles affaires », « emploi », « prix des intrants » et « perspectives d'activité ».

Le tableau est très différent pour l'indice PMI manufacturier : 15 des 28 pays pour lesquels les données de décembre sont disponibles ont indiqué un repli du climat des affaires dans ce secteur (12 une amélioration). Au niveau mondial, la baisse des composantes « nouvelles commandes », « production » et « emploi » retient plus particulièrement l'attention. La poursuite de la remontée de la composante relative aux délais de livraison (depuis la mi-2023) est aussi à surveiller, notamment au regard des tensions actuelles sur le trafic maritime en Mer Rouge. Au niveau des pays, on observe un recul du PMI manufacturier assez marqué aux États-Unis, au Canada, en France, au Royaume-Uni, en Irlande, au Brésil, en République tchèque, en Pologne, en Inde. *A contrario*, l'indice continue de se redresser en zone euro, en Allemagne, en Grèce et en Suisse et, dans une moindre mesure, en Chine.

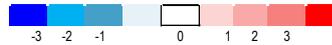
Tarik Rharrab



BAROMÈTRE

ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (DÉCEMBRE VS. NOVEMBRE 2023)

	Marchés développés																			Marchés émergents															
	A Nord			Europe										Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique		Asie											
	MONDE	CANADA	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÈQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM
COMPOSITE	0.5	0.2	0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.4	-0.8	0.5	0.6	1.4	0.4	0.4	0.4	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.5	-1.4	-1.3	0.8	0.2	0.1	-1.1	0.0	0.4	1.0	0.1	1.1	0.5	1.6	
MANUFACTURIER	-0.3	-2.3	-1.5	0.2	-0.2	-0.8	0.7	0.4	-1.1	0.9	-0.1	-0.1	0.9	-1.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-1.0	-0.5	-1.4	-1.3	0.8	0.2	0.1	-1.1	0.0	0.4	0.1	-1.1	0.5	1.6		
SERVICES	-1.0	0.6	0.1	0.1	0.1	0.3	-0.3	-1.0	0.3	0.5	2.5	0.7	2.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	-0.7	-0.7	-1.3	0.9	1.4	0.9	1.4	-1.2	0.2	1.4	1.2	2.1	0.1	1.1		
NOUVELLES COMMANDES	-0.4	-3.0	-2.5	0.5	1.3	-2.2	2.2	1.7	-2.2	0.8	0.2	-0.7	0.9	0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-2.9	-1.2	-3.6	-3.1	-0.5	1.0	-0.4	-1.7	2.0	-1.4	2.5	0.5	1.0	-1.5	1.1	1.6
NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	-0.1	-2.0	-1.4	0.4	2.6	-2.4	0.4	0.9	2.7	0.5	-1.0	1.7	0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.9	1.4	-5.0	-1.0	-1.4	-0.4	2.5	-1.7	5	0.8	-2.1	0.5	1.3	-0.3	0.8	0.9
DÉLAIS DE LIVRAISON	0.3	2.3	1.4	-1.3	-0.1	0.8	-2.3	-1.7	-2.5	-0.1	-2.0	-0.4	-0.2	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-2.2	0.4	-2.9	1.4	-1.6	0.9	-0.8	3.6	-0.3	-1.1	-1.8	-0.2	0.3	0.1		
EMPLOI	-0.5	-3.4	-0.2	0.0	-1.1	0.7	-0.4	0.3	-1.2	2.0	-0.4	-0.5	3.2	-1.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	-1.9	-1.3	0.9	1.4	0.9	1.4	-1.2	0.2	-1.5	-1.3	0.1	1.1			
PRIX DES INTRANTS	0.4	-1.5	2.9	0.5	1.7	-2.6	1.1	2.1	4.5	-0.4	-0.3	-1.3	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.5	2.6	3.3	-1.0	-0.6	-1.7	-0.9	-0.7	-1.9	-0.7	-2.5	0.1	-0.5	-0.4		
PRIX À LA PRODUCTION	0.6	-2.0	2.0	1.7	3.1	-1.0	2.5	2.4	1.8	3.3	1.1	-1.2	-3.0	-0.1	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-1.4	1.2	2.4	-0.9	0.0	0.6	-2.7	-0.1	1.9	0.0	0.0	0.1	-1.9			
PRODUCTION	-0.4	-0.8	-2.3	-0.2	-2.2	-0.4	-0.4	-0.3	-0.7	1.2	-0.8	0.9	-3.7	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.7	0.6	-3.6	-0.9	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.0	0.5	-1.1	0.4	3.3			
STOCKS DES ACHATS	-0.3	-2.0	0.9	-1.3	1.3	-0.8	-1.4	-1.7	-3.8	-0.6	-1.8	-1.0	4.4	-1.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-4.8	1.6	3.9	-1.0	-0.5	-0.5	-0.2	1.5	-3.9	-0.6	-1.2	0.8	1.5			
VOLUMES DES ACHATS	-1.3	-5.0	0.3	1.1	1.1	-0.9	2.1	-0.6	-2.9	-0.1	-1.3	-0.9	0.1	0.1	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-0.6	0.1	-2.5	-2.1	4.9	-0.6	-0.4	-3.0	-2.4	-0.7	-3.0	1.1	0.7			
PRODUITS FINIS	0.0	-0.2	0.8	0.8	1.8	2.1	0.8	1.1	0.4	-0.6	0.2	0.9	-0.7	-0.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	-2.7	-0.6	-0.7	-0.6	4.0	-1.8	-1.0	-3.0	-2.4	-0.7	-1.0	0.4	0.9	0.2		
ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	-0.7	-0.3	-1.9	1.3	1.3	0.0	2.5	-0.6	0.2	1.7	-0.9	-2.6	0.6	0.6	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0	2.2	-1.4	-1.5	-0.6	-1.0	1.1	-1.2	-1.3	0.0	0.3	1.9				
PRIX FACTURÉS	0.6	1.2	-1.0	-1.0	-1.0	-2.7	0.2	2.6	-1.6	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-2.1	0.7	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	1.8	-1.3	1.8	-1.3	0.1	0.1				
PRIX PAYÉS	-0.2	-1.2	1.1	1.1	1.1	-0.8	2.8	1.6	1.6	1.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.1					
EMPLOI	0.6	1.7	0.0	0.0	0.0	0.2	-1.0	-1.4	0.8	1.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	0.7	2.7	2.7	2.7	2.7	0.5	0.5	0.5	0.3						
NOUVELLES AFFAIRES	1.2	1.2	0.4	0.4	0.4	0.8	-0.2	-1.2	-0.2	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-1.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	2.5	-1.7	2.5	-1.7	0.3					
AFFAIRES EN COURS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	-0.1	-1.2	-0.9	0.2	2.5	2.5	2.5	2.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-3.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8					
PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	1.4	2.6	1.3	1.3	1.3	2.5	0.1	2.2	1.3	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2					
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	-0.3	-1.0	-1.9	-1.9	-1.9	-0.9	-4.8	0.6	1.0	-1.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	-5.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	1.2	0.6	1.2	-0.3				



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1er semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre après +0,6% t/t au 2nd semestre 2022), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3e trimestre a même été plus élevée qu'au 1er semestre (1,2% t/t selon la dernière estimation disponible). Un tassement net au 4e trimestre continue toutefois d'être anticipé, sous l'effet de la diminution du surcroît d'épargne des ménages et de l'essoufflement du moteur de la consommation privée qui devrait s'ensuivre. L'économie échapperait à la récession, même technique, mais pas à une contraction ponctuelle de son PIB au T2 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la dérive de l'inflation sous-jacente se poursuit et s'accroît. L'inflation devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Les progrès seraient jugés suffisants par la Fed pour amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de mai. Il s'agirait d'éviter une hausse des taux réels, la politique monétaire resterait en territoire restrictif. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique a rebondi début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais ce rebond s'est essouffé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Depuis l'été, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance. L'activité s'est renforcée et l'inflation est restée très faible. A court terme, la croissance devrait se stabiliser. L'action des autorités reste contrainte par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Selon les chiffres préliminaires, le PIB de la zone euro a enregistré une légère contraction au T3 2023 (-0,1% t/t) après deux trimestres déjà de faible croissance. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. Hormis la possibilité d'une récession technique, de faible ampleur au second semestre 2023, l'activité devrait se stabiliser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour avril. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% en fin d'année : les taux réels et le degré de restriction monétaire resteraient à peu près inchangés. Le reflux de l'inflation apporterait toutefois, avec le dynamisme des salaires, un soutien non négligeable au pouvoir d'achat et à la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

FRANCE

La croissance a été négative au 3e trimestre 2023 (-0,1% t/t), après un T2 (+0,6% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Si la consommation a connu un léger mieux au T3 2023, elle reste déprimée, au contraire de l'investissement des entreprises, qui a connu une nouvelle progression marquée (+0,5% t/t au T3). Si l'inflation a diminué (4,1% a/a en décembre contre 5,7% a/a en septembre selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T4, nous tablons donc sur une croissance nulle. Au global, la croissance est attendue à 0,8% en 2023 et 0,6% en 2024.

TAUX & CHANGE

Les dernières réunions de 2023 de la Réserve fédérale et de la BCE ont confirmé que la hausse de 25 pb des Fed funds en juillet et des taux directeurs de la BCE en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) était très probablement la dernière de ce cycle exceptionnel de resserrement monétaire. La possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'est toujours pas totalement et formellement exclue mais elle a fortement diminué à la faveur de la baisse de l'inflation qui se rapproche

un peu plus nettement de la cible de 2%. Les développements positifs sur le front de l'inflation conjointement à l'affaiblissement attendu de la croissance ouvrent la voie à l'amorce des baisses de taux à partir d'avril pour la BCE et de mai pour la Fed. Des deux côtés de l'Atlantique, la baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening. À ce propos, nous tablons sur un arrêt au printemps 2024 des réinvestissements de la BCE dans le cadre du PEPP.

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

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

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

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

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

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
	Treas. 10a	4,15	4,00	3,95	3,95	4,00
	Zone euro	4,00	3,75	3,50	3,25	2,50
	Bund 10a	2,45	2,35	2,20	2,20	2,50
	OAT 10a	3,02	2,91	2,75	2,75	3,05
Royaume-Uni	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	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75
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						
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	85	86	91	88	85

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 15 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

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
Zone euro : pour la BCE, l'heure du relâchement n'a pas sonné	EcoBrief	14 décembre 2023
États-Unis : La hausse des taux d'intérêt alimente les arbitrages des hedge funds	Graphique de la Semaine	13 décembre 2023
Baromètre de l'inflation - Décembre 2023	EcoChart	8 décembre 2023
Zone euro : un peu moins d'incertitude autour du retour à la cible d'inflation en 2024	EcoTVWeek	8 décembre 2023
France : les défaillances d'entreprises dans la construction rattrapent celles dans le commerce	Graphique de la Semaine	6 décembre 2023
Union européenne : fragmentation des marchés de capitaux et coût de l'absence d'union de ces marchés	EcoWeek	4 décembre 2023
Allemagne : les exportations pénalisent la croissance	EcoBrief	4 décembre 2023
Les federal home loan banks : leur soutien à la liquidité bancaire remis en cause	EcoTVWeek	1 décembre 2023
La BCE s'accorde deux années supplémentaires avant de lancer l'euro numérique	En Eco dans le texte	30 novembre 2023
Emploi en France : le 3e trimestre confirme une situation qui a viré au gris	EcoBrief	30 novembre 2023
Haute tension sur le marché des véhicules électriques	Graphique de la Semaine	29 novembre 2023
Zone euro : la situation se stabilise mais le point de retournement n'a pas encore été atteint	EcoWeek	27 novembre 2023
Chine : Stabilisation et morosité	EcoTVWeek	24 novembre 2023
Numéro de novembre 2023	EcoPulse	23 novembre 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

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

