

“ LA HAUSSE RÉCENTE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AMÉRICAINES ENTRAÎNE UN RESSERREMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES. CELA POURRAIT CONVAINCRE LE FOMC QU'IL NE SERAIT PAS JUDICIEUX DE RELEVER UNE FOIS DE PLUS LES TAUX AVANT LA FIN DE L'ANNÉE. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

États-Unis : la hausse des rendements des *Treasuries*, énigmatique peut-être, préoccupante sans aucun doute

---

# 6

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

# 8

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : les indicateurs PMI

---

# 10

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

# 11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ÉTATS-UNIS : LA HAUSSE DES RENDEMENTS DES TREASURIES, ÉNIGMATIQUE PEUT-ÊTRE, PRÉOCCUPANTE SANS AUCUN DOUTE

Les rendements des obligations d'État américaines ont sensiblement augmenté depuis la fin du mois de juillet, une dynamique qui s'est accélérée au cours des trois dernières semaines. La hausse de la prime de terme semble déterminante même si les causes sous-jacentes ne sont pas clairement identifiées. En revanche, les conséquences ne font aucun doute : elles sont négatives pour l'économie. L'un des principaux canaux de transmission est le marché immobilier, et la demande de crédit en général devrait en pâtir. L'autre facteur à surveiller est le marché actions, le rendement des bénéficiers (*earnings yield*) du S&P500 étant à présent inférieur à celui des obligations d'État à 10 ans. Tous ces facteurs freinent la croissance et pourraient convaincre le FOMC qu'il ne serait pas judicieux de relever une fois de plus les taux avant la fin de l'année, ce qui a priori devrait ramener les investisseurs vers le marché des *Treasuries*. Le pic des rendements n'aura peut-être été alors qu'un mauvais moment à passer.

Comme l'a déclaré Austan Goolsbee, président de la Banque de la Réserve fédérale de Chicago, le *timing* de la forte hausse récente des rendements obligataires constitue un casse-tête : pourquoi s'est-elle produite au cours des trois dernières semaines et pas plus tôt ?

Il est difficile de répondre à cette question. L'évolution des taux d'intérêt à long terme est soumise à un grand nombre de facteurs dont les effets divergent parfois : les anticipations relatives aux perspectives de croissance et d'inflation, les surprises liées à l'écart entre les données économiques publiées et les anticipations du marché, la politique monétaire, la communication des banques centrales, les besoins d'emprunt du secteur public, les évolutions de la demande des investisseurs, les rachats des banques centrales, le resserrement quantitatif, etc. Cette liste non-exhaustive témoigne de la complexité de l'univers des marchés obligataires. Il est néanmoins possible de regrouper certains facteurs. Au final, ce qui compte c'est le taux d'intérêt réel attendu, l'inflation anticipée et la prime de terme (*figure 1*)<sup>2</sup>.

Le taux réel attendu est étroitement lié au cycle conjoncturel et reflète les anticipations relatives à la politique monétaire. L'inflation anticipée dépend de nombreux déterminants : les évolutions de l'inflation récente, l'orientation de la politique monétaire, la confiance dans l'efficacité de la politique monétaire, la crédibilité de la banque centrale, etc. Enfin, la prime de terme correspond à la somme de la prime de risque du taux d'intérêt réel et de la prime de risque d'inflation ; elle englobe les facteurs qui ne sont pas pris en compte dans les anticipations relatives aux taux d'intérêt réels à court terme et à l'inflation.

<sup>1</sup> Source : *Chicago Fed's Austan Goolsbee Sees 'Puzzle' In Recent Rate Spike*, Bloomberg, 5 octobre 2023.

<sup>2</sup> Le schéma est une version modifiée de celui présenté dans le discours intitulé « The yield curve and QE », prononcé par Gertjan Vlieghe, membre extérieur du Comité de politique monétaire, Banque d'Angleterre, 25 septembre 2018.

<sup>3</sup> Dans un tel environnement, les ménages seront préoccupés par l'augmentation de l'incertitude sur les revenus du travail — crainte d'une hausse du taux de chômage —, mais aussi par la possibilité d'une baisse de la valeur des actifs plus risqués comme les actions ou d'une diminution des dividendes. La perte de revenu et de richesse qui s'ensuivraient pourraient compromettre leurs comportements de consommation. C'est la raison pour laquelle ils investiront davantage dans les obligations, car elles leur offrent avec certitude un flux de revenu donné, faisant ainsi reculer les rendements obligataires, et moins dans les actifs risqués. De la même façon, les investisseurs professionnels arbitreront les actifs risqués en faveur de titres qui le sont moins s'ils s'attendent à une détérioration de la conjoncture avec ses impacts négatifs sur les perspectives de bénéfices des entreprises.

### LES DÉTERMINANTS DES TAUX LONGS NOMINAUX

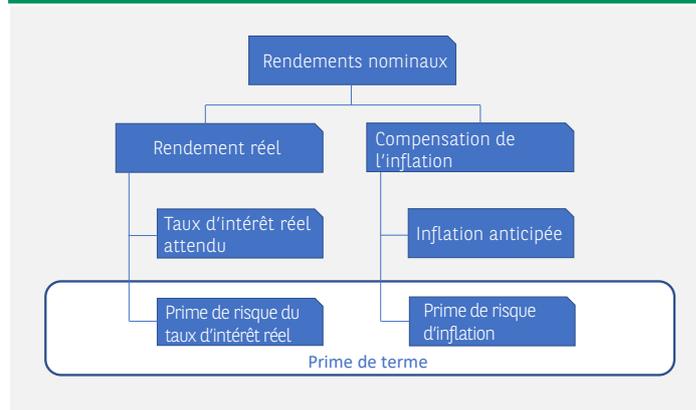


FIGURE 1

SOURCES : BANQUE D'ANGLETERRE, BNP PARIBAS

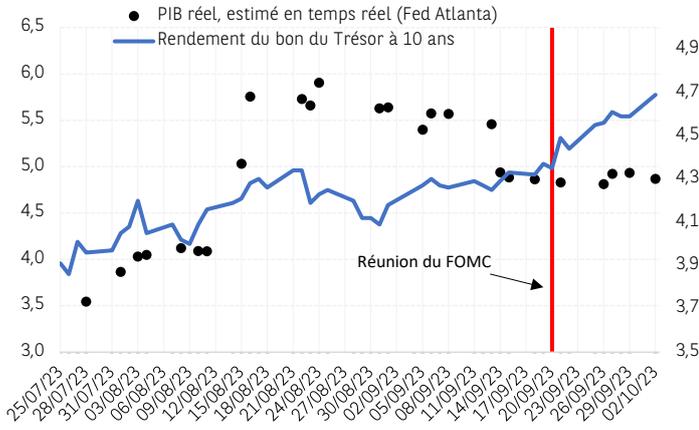
L'un de ces facteurs est la préférence pour la sécurité des rendements en période de fléchissement de la croissance économique<sup>3</sup>. La prime de risque d'inflation dépend de la volatilité de l'inflation et du niveau de confiance dans la trajectoire d'inflation attendue.



La hausse récente des rendements des obligations d'État américaines entraîne un resserrement des conditions financières. Cela pourrait convaincre le FOMC qu'il ne serait pas judicieux de relever une fois de plus les taux avant la fin de l'année.



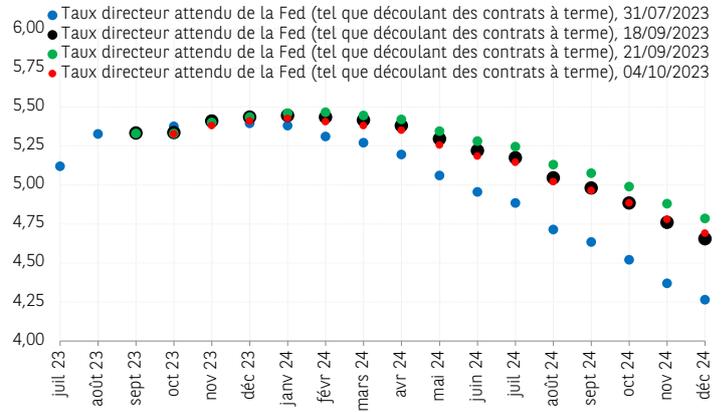
ÉTATS-UNIS : RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR À 10 ANS ET ESTIMATION DU PIB EN TEMPS RÉEL



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

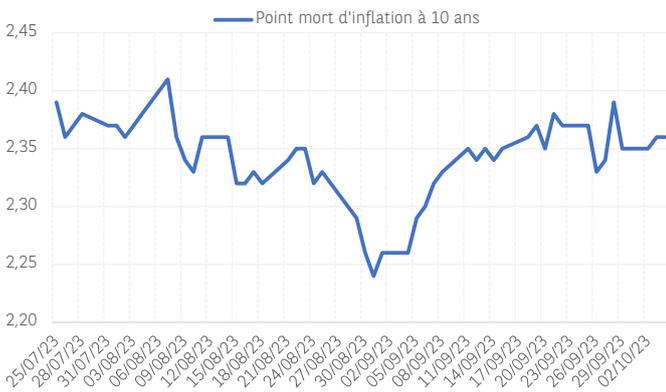
ÉTATS-UNIS : COURBE DES CONTRATS À TERME SUR LES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

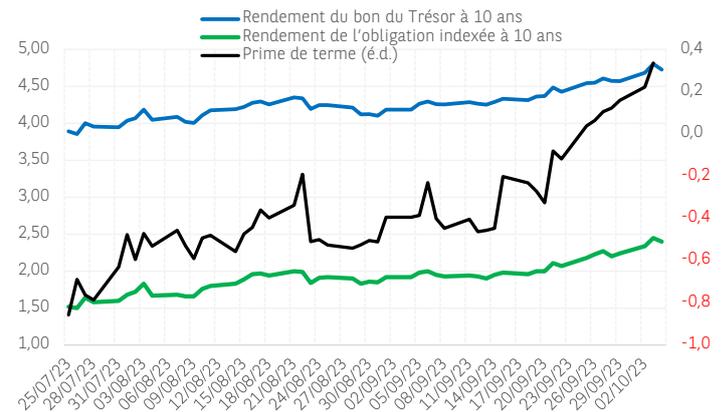
ÉTATS-UNIS : POINT MORT D'INFLATION



GRAPHIQUE 3

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

ÉTATS-UNIS : RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR À 10 ANS, RENDEMENT DE L'OBLIGATION INDEXÉE À 10 ANS ET PRIME DE TERME



GRAPHIQUE 4

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

Les facteurs qui influent sur l'offre ou la demande — projections de déficits budgétaires, assouplissement quantitatif ou resserrement quantitatif, réallocations de portefeuille opérés par les investisseurs — auront aussi une influence sur la prime de terme<sup>4</sup>. Dans un tel contexte, comment expliquer la hausse significative des rendements des obligations d'État américaines depuis la fin juillet et l'accélération de cette dynamique au cours des trois dernières semaines? Les données publiées au mois d'août ont fait ressortir l'étonnante vigueur de l'économie. Comme le montre le *nowcast* de la Banque de la Réserve fédérale d'Atlanta pour le troisième trimestre, la croissance du PIB aurait quasiment atteint, au mois d'août, 6,0 % (taux trimestrielle annualisé corrigé des variations saisonnières) (graphique 1).

Cette estimation de la croissance s'est par la suite repliée — tout en restant élevée —, ce qui n'explique donc pas la hausse récente des rendements. Le message *hawkish* de la réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) du 20 septembre — indiquant une orientation restrictive de la politique monétaire — a provoqué un bond des rendements, mais il n'explique pas pourquoi ces derniers ont continué à grimper par la suite.

Après la réunion du FOMC, les marchés ont intégré dans les cours un taux des fonds fédéraux en 2024 plus élevé, mais ce mouvement s'est stabilisé depuis (graphique 2).

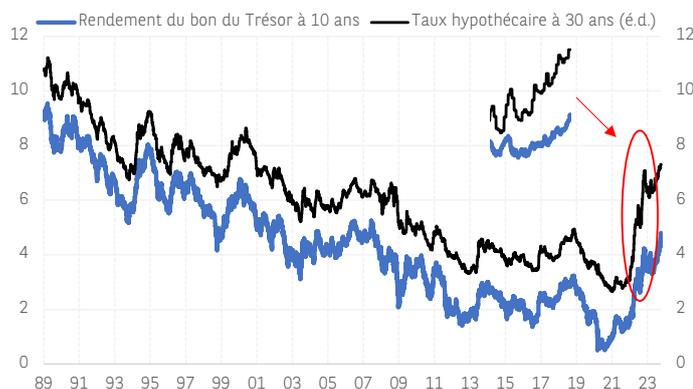
S'agissant des perspectives d'inflation, entre autres causes possibles, le graphique 3 montre que le point mort d'inflation<sup>5</sup> est resté stable au cours des trois dernières semaines. Après avoir diminué en août et rebondi début septembre, il a retrouvé son niveau de fin juillet.

<sup>4</sup> L'un des objectifs explicites de l'assouplissement quantitatif est de faire reculer la prime de terme et d'abaisser ainsi les rendements obligataires.

<sup>5</sup> Le point mort d'inflation correspond à la différence entre le rendement nominal d'un emprunt d'État et le rendement d'une obligation indexée sur l'inflation de même échéance.



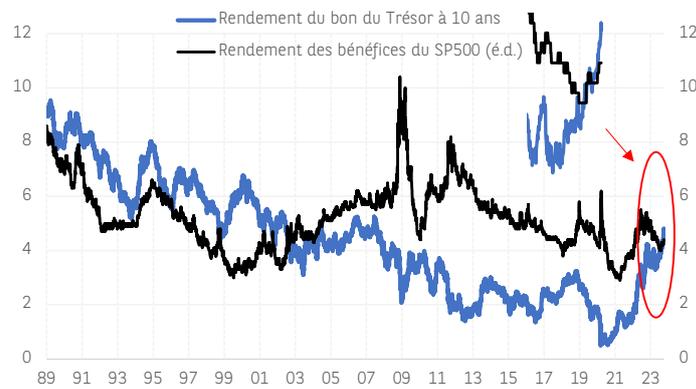
## ÉTATS-UNIS : RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR À 10 ANS ET TAUX HYPOTHÉCAIRE



GRAPHIQUE 5

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, BNP PARIBAS

## ÉTATS-UNIS : RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR À 10 ANS ET RENDEMENT DES BÉNÉFICES DU SP500



GRAPHIQUE 6

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST LOUIS, REFINITIV, BNP PARIBAS

Ces différentes observations suggèrent que l'augmentation des rendements nominaux reflète essentiellement une hausse des rendements réels, qui résulte à son tour et en grande partie de l'accroissement de la prime de terme (*graphique 4*).

Différents facteurs peuvent expliquer l'évolution de cette dernière. L'un d'eux a trait à la bataille au Congrès pour remonter le plafond de la dette et éviter le risque d'une mise à l'arrêt de l'administration américaine (*shutdown*). Deuxième facteur : la perspective d'importants besoins d'emprunts publics bruts aux États-Unis l'année prochaine, conjuguée à une réduction de la taille du bilan de la Fed (resserrement quantitatif).

Cela fait des mois que ces deux sujets sont sur la table, mais, curieusement, il semble que les investisseurs commencent à peine à s'y intéresser. Enfin, la hausse des rendements a peut-être provoqué des ordres de vente destinés à limiter les pertes (*stop-loss selling*), et entraîné une accélération de la dynamique récente.

Malgré le nombre d'explications possibles — et la liste n'est pas exhaustive —, le sentiment subsiste que les causes de la récente hausse sont difficiles à cerner. Austan Goolsbee a raison de parler à cet égard de « casse-tête ».

Cependant, une question encore plus importante se pose : la hausse des rendements a-t-elle des conséquences sur l'économie ? La réponse est sans ambiguïté « oui ». L'un des principaux canaux de transmission est le marché immobilier. Le taux des prêts hypothécaires à 30 ans a atteint un niveau inédit depuis la fin des années 1990 (*graphique 5*) et la demande de crédit en général devrait en pâtir. L'autre facteur à surveiller est le marché actions, le rendement des bénéfices (*earnings yield*) — l'inverse du ratio cours/bénéfices ou PER — du S&P500 étant à présent inférieur à celui des emprunts d'État américains à 10 ans (*graphique 6*).

Pour conclure, la hausse des rendements des obligations d'État américaines entraîne un resserrement des conditions financières. Les coûts d'emprunt augmentent, la propension des investisseurs à prendre des risques peut diminuer et le malaise grandit lorsque l'on envisage les conséquences possibles qui tardent à se faire sentir. Tous ces facteurs freinent la croissance et pourraient convaincre le FOMC qu'il ne serait pas judicieux de relever une fois de plus les taux avant la fin de l'année, ce qui *a priori* devrait ramener les investisseurs vers le marché des *Treasuries*. Le pic des rendements n'aura peut-être été qu'un mauvais moment à passer.

**William De Vijlder**



## REVUE DES MARCHÉS

6

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 29-9-23 au 6-10-23

➔ CAC 40	7 135	▶	7 060	-1.0	%		
➔ S&P 500	4 288	▶	4 309	+0.5	%		
➔ Volatilité (VIX)	17.5	▶	17.5	-0.1	pb		
➔ Euribor 3m (%)	3.95	▶	3.98	+3.1	pb		
➔ Libor \$ 3m (%)	5.66	▶	5.67	+1.1	pb		
➔ OAT 10a (%)	3.35	▶	3.46	+10.9	pb		
➔ Bund 10a (%)	2.81	▶	2.85	+4.3	pb		
➔ US Tr. 10a (%)	4.57	▶	4.80	+22.4	pb		
➔ Euro vs dollar	1.06	▶	1.05	-0.5	%		
➔ Or (once, \$)	1 857	▶	1 830	-1.5	%		
➔ Pétrole (Brent, \$)	95.4	▶	84.7	-11.3	%		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01		
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01		
Euribor 3m	3.98	3.98	le 06/10	2.16	le 02/01		
Euribor 12m	4.19	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01		
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01		
Libor 3m	5.67	5.68	le 29/08	4.77	le 02/01		
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03		
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01		
Libor 3m	5.41	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01		
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01		

Au 6-10-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01		
Bund 2a	3.22	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03		
Bund 10a	2.85	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01		
OAT 10a	3.46	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01		
Corp. BBB	4.90	4.94	le 04/10	3.95	le 02/02		
\$ Treas. 2a	5.15	5.22	le 03/10	3.85	le 04/05		
Treas. 10a	4.80	4.80	le 03/10	3.30	le 06/04		
High Yield	9.30	9.30	le 06/10	7.94	le 02/02		
£ Gilt. 2a	4.88	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02		
Gilt. 10a	4.58	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02		

Au 6-10-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =							
USD	1.05	1.12	le 14/07	1.05	le 03/10	-1.3%	
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-2.6%	
CHF	0.96	1.00	le 24/01	0.95	le 05/09	-2.5%	
JPY	157.41	159.39	le 30/08	138.02	le 03/01	+11.8%	
AUD	1.66	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+5.5%	
CNY	7.70	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+3.7%	
BRL	5.47	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09	-3.0%	
RUB	106.23	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+36.3%	
INR	87.73	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	-0.6%	

Au 6-10-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	84.7	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06	-0.3%	+0.9%
Or (once)	1 830	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+0.8%	+2.1%
Métaux, LMEX	3 599	4 404	le 26/01	3 551	le 05/10	-9.7%	-8.5%
Cuivre (tonne)	7 971	9 331	le 23/01	7 824	le 05/10	-4.7%	-3.5%
Blé (tonne)	199	2.9	le 13/02	168	le 29/09	-30.2%	-29.4%
Maïs (tonne)	181	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-30.6%	-29.7%

Au 6-10-23

Variations

## INDICES ACTIONS

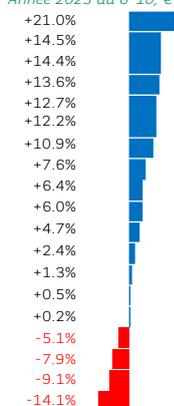
	Cours						
<b>Monde</b>							
MSCI Monde	2 845	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+9.3%	
<b>Amérique du Nord</b>							
S&P500	4 309	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01	+12.2%	
<b>Europe</b>							
EuroStoxx50	4 144	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01	+9.2%	
CAC 40	7 060	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+9.1%	
DAX 30	15 230	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01	+9.4%	
IBEX 35	9 236	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01	+12.2%	
FTSE100	7 495	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+0.6%	
<b>Asie Pacifique</b>							
MSCI, loc.	1 182	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01	+10.7%	
Nikkei	30 995	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+18.8%	
<b>Emergents</b>							
MSCI Emergents (\$)	937	1 052	le 26/01	928	le 04/10	-2.0%	
Chine	57	75	le 27/01	56	le 04/10	-9.8%	
Inde	823	843	le 15/09	703	le 16/03	+7.4%	
Brsil	1 471	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	-0.9%	

Au 6-10-23

Variations

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

Année 2023 au 6-10, €



Année 2023 au 6-10, \$



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

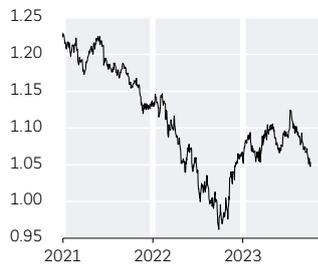


BNP PARIBAS

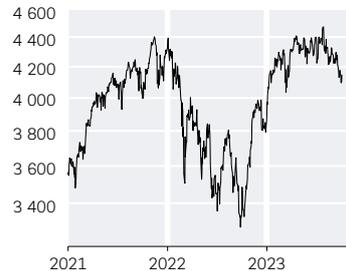
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

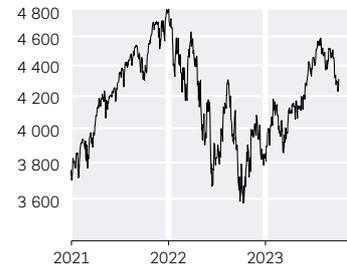
**EURO-DOLLAR**



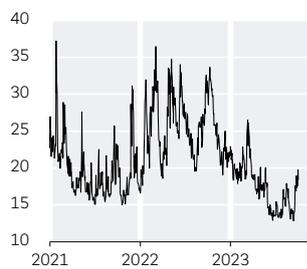
**EUROSTOXX50**



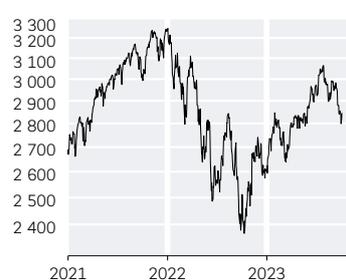
**S&P500**



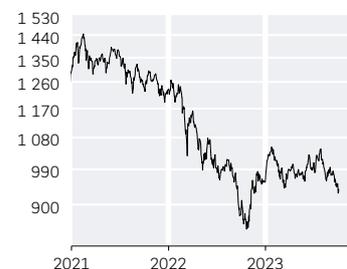
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



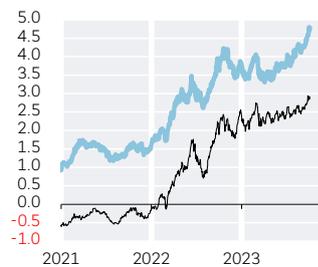
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



-Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



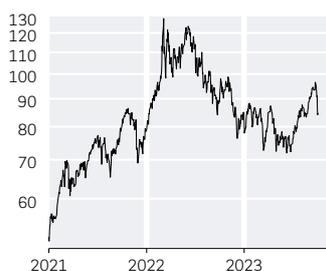
-Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

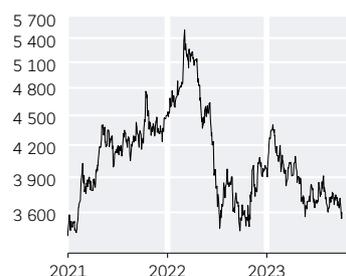
Année 2023 au 6-10

4.78%	Italie	192 pb
4.44%	Grèce	158 pb
3.96%	Espagne	111 pb
3.58%	Belgique	72 pb
3.55%	Autriche	69 pb
3.54%	Portugal	68 pb
3.46%	Finlande	60 pb
3.46%	France	60 pb
3.32%	Irlande	46 pb
3.27%	P-Bas	41 pb
2.85%	Allemagne	

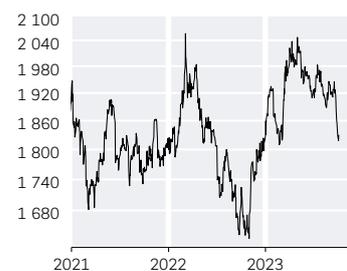
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## PMI : L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE MONDIALE EN PANNE À LA FIN DU TROISIÈME TRIMESTRE

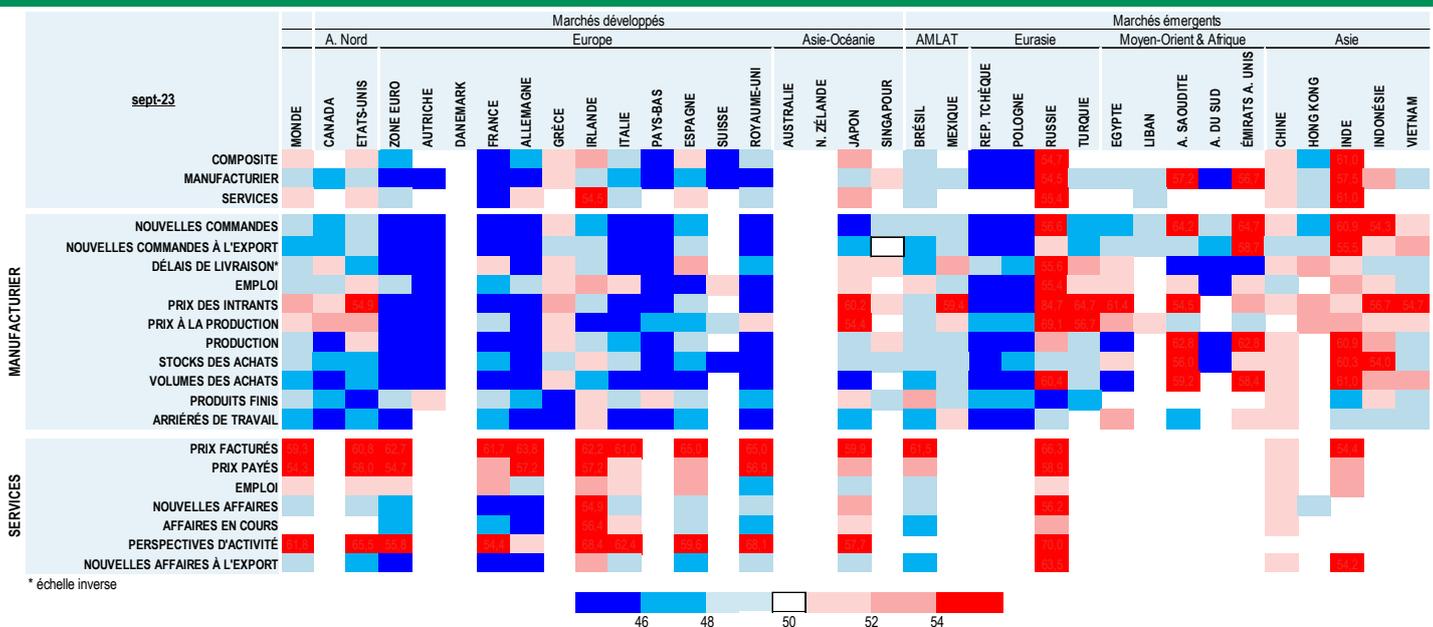
Le troisième trimestre 2023 s'est achevé sur une huitième baisse consécutive de l'indice PMI composite de S&P Global. C'est la preuve de plus en plus tangible d'un ralentissement de l'économie mondiale et le signal négatif est renforcé par le niveau de l'indice proche désormais du seuil des 50 séparant la zone d'expansion de la zone de contraction de l'activité (50,5 contre 50,6 en août). Alors que le PMI manufacturier atteint 49,1 (contre 49,0 en août), indiquant toujours une contraction, le PMI services a continué de se détériorer pour le huitième mois d'affilée.

Dans les services, sur les 16 pays pour lesquels les données de septembre sont disponibles, dix ont indiqué une baisse de l'indice par rapport au mois précédent. La baisse est marquée en Russie, au Brésil, en France et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Irlande. En Chine, l'indice atteint son niveau le plus bas depuis décembre 2022 alors que le pays levait ses restrictions sanitaires. L'évolution marquante de l'enquête de septembre est la remontée de l'indice en Allemagne : il a gagné trois points, repassant ainsi dans la zone de l'expansion (50,3 contre 47,3 en août). L'indice espagnol est également revenu dans la zone d'expansion (50,5 contre 49,3 en août). Au global, le secteur des services est tiré vers le bas par la baisse des nouveaux contrats pour les prestataires, des nouvelles commandes à l'export, les perspectives d'activité et les prix de vente.

Le tableau est très différent pour l'indice PMI manufacturier. Treize des 31 pays de l'enquête ont indiqué une hausse sous l'effet des nouvelles commandes et de la production, notamment aux États-Unis, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et en Russie. En Allemagne, l'indice manufacturier s'est amélioré grâce aux nouvelles commandes, mais il reste loin de la barre des 50. À l'inverse, l'indice a baissé aux Pays-Bas, en Grèce, en France (le plus bas niveau depuis mai 2020) et, dans une moindre mesure, en zone euro. En Chine, l'indice s'est replié légèrement après le rebond du mois d'août mais il reste en zone d'expansion. Les nouvelles sur les prix sont mauvaises avec une remontée des sous-composantes relatives aux prix des intrants et aux prix de vente, dans le sillage de la hausse des prix du pétrole. Du côté de l'emploi, les nouvelles sont également mauvaises : l'indice est repassé en zone de contraction, une première depuis décembre dernier, sous l'effet d'une forte baisse en Espagne, en Chine, en République tchèque, en Autriche et aux Pays-Bas.

Tarik Rharrab

### S&P GLOBAL PMI - SEPTEMBRE 2023



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# BAROMÈTRE

## ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (SEPTEMBRE VS. AOÛT 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	PLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM		
COMPOSITE	-0,1	0,0	0,5																																		
MANUFACTURIER	0,1	-0,5	1,9	-0,1	-1,0																																
SERVICES	-0,3		-0,4	0,8																																	
MANUFACTURIER	NOUVELLES COMMANDES	0,3	-0,8	2,7	0,2	-0,7	-2,9	1,6	-3,9	-3,6	0,7	-1,7	5,0	3,3						-3,1	0,1	-1,8	-2,3	0,2	1,1	2,5	1,3	-0,7	0,5	3,9	0,3	7,1	-0,1	-1,2	-2,4	-2,4	-0,3
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	0,7	-3,6	1,9	0,1	1,8	-1,8	0,0	-2,3	-4,0	1,5	0,5	5,4	6,5						-0,7	0,1	-1,6	-2,0	-4,0	1,4	-2,6	0,2	2,9	0,5	-1	-0,9	5,7	1,1	-2,2	-0,8	0,4	2,1
	DÉLAIS DE LIVRAISON	-0,2	-1,4	-0,1	-1,1	-1,3	0,3	-2,7	1,9	-0,9	-0,2	3,5	-1,4	0,4						0,1	-0,1	-0,2	0,4	-0,3	-1,1	0,3	0,9	-2,3		7,8	0,9	-0,5	-0,8	-0,6	0,4	-0,9	
	EMPLOI	-1,1	0,6	0,6	-0,7	-3,7	0,4	-0,6	-1,7	-0,7	1,7	-2,8	-4,5	2,3	-1,1					0,0	0,1	-1,7	-4,5	-0,7	3,6	0,0	0,6	-0,5		-1,0	-3,1	0,8	-0,9	-1,4			
	PRIX DES INTRANTS	1,3	-3,5	2,8	2,1	-0,1	0,7	3,6	-0,3	-0,9	4,4	-1,0	0,6	0,7						1,2	2,7	-3,1	-0,4	0,7	4,6	-8,1	-0,9	-0,3		1,2	1,5	-0,5	-2,8	1,5	1,8		
	PRIX À LA PRODUCTION	1,0	-1,6	0,9	-0,4	0,8	1,1	-0,4	1,8	-3,2	1,3	-5,5	-0,5	9,4	2,0					0,0	2,1	1,3	-2,1	2,4	6,6	-8,8	-0,4	-0,7	-1,5		-0,1	-0,4	0,6	1,2	0,6		
	PRODUCTION	0,3	-2,1	2,3	-0,3	-1,1	-3,2	-0,7	-2,2	-0,6	3,7	-4,0	2,4	0,5						-0,2	0,1	-1,0	-0,5	0,8	1,0	1,6	0,5	-2,2		0,9	0,2	-2,0	-2,1	-1,6			
	STOCKS DES ACHATS	0,8	-0,7	4,4	-0,5	0,6	-1,1	-0,9	1,9	0,6	-0,9	3,5	-1,9	-4,5	4,1					-1,1	0,1	-3,2	-2,3	-5,5	2,0	0,0	1,5	-1,3	-2,2		-2,7	1,0	-1,3	-1,5	-2,2		
	VOLUMES DES ACHATS	-0,2	1,9	0,1	-4,4		0,3	0,3	-2,1	-1,6	2,0	3,2	2,9	0,4						-3,3		-2,2	-2,6	-0,3	1,0	2,7	2,8	0,6		2,2	-0,4	-1,3	-4,4	-0,3			
	PRODUITS FINIS	-0,7	-3,5	-1,9	-1,3	1,3	-2,8	-1,9	-1,5	-0,7	-1,8	1,5	1,1	-0,1						1,0	0,1	-0,3	-1,6	-1,3	-0,1	-1,1	-0,6			-0,4	-0,4	-0,6	0,5	-1,3			
ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	0,1	-2,2	1,3	-1,1		-3,0	-1,4	-3,0	0,9	0,2	0,4	-0,1	-0,3						-0,4		2,9	-0,5	-0,2	0,3	2,7				-1,7	-0,1	-0,4	0,4	-0,2				
SERVICES	PRIX FACTURÉS	0,6	1,8	1,7			1,3	0,7		-1,1	3,1		4,4	4,3					0,5		2,2			1,8								-1,2		-3,6			
	PRIX PAYÉS	-0,2	0,3	-0,9			0,4	-3,0		-0,4		0,5	-0,2						-1,1		0,4			-2,1							0,6		-1,0				
	EMPLOI	0,2	1,5	1,0			1,4	-0,4		-0,7	3,7		0,5	-3,4					-3,6		-2,2			-3,5							-1,3		-0,3				
	NOUVELLES AFFAIRES	-1,2	-1,6	-0,4			-1,4	-1,1		-0,3	1,9		0,2	0,4						-1,4		-3,7			-1,9						-1,5	1,1					
	AFFAIRES EN COURS			-0,4			-1,6	-0,1		1,4	-0,6		1,0	1,6						-0,2		-1,6			-2,2						-0,8	-0,2					
PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	-1,6	0,0	-2,2			-4,6	-1,2		-0,8	1,5		-5,6	0,3						-2,1		0,0			0,5						-0,2							
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	-1,7	-4,4	-1,2			-1,8	-2,1		-2,6	1,2		-0,7	-2,5						-3,3		-5,2			11,9					1,9	-0,2	-1,4						



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

Après un 2<sup>nd</sup> semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1<sup>er</sup> semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), 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 3<sup>e</sup> trimestre devrait être encore très positive avant un tassement net au 4<sup>e</sup> trimestre et un glissement en récession au 1<sup>er</sup> semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 mais la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale devrait revenir au voisinage de la cible de 2% en 2024. La lenteur du processus de désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au 2<sup>e</sup> trimestre 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

## CHINE

La croissance économique s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais le rebond de l'activité 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. Le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance au cours de l'été, visant à soutenir la demande intérieure et l'activité du secteur immobilier. Une légère amélioration de la croissance du PIB est donc attendue à court terme. Cependant, les autorités restent prudentes, notamment contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

## ZONE EURO

Après une légère contraction du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, la zone euro a renoué avec une croissance légèrement positive au 1<sup>er</sup> semestre 2023. Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre a encore été rehaussée (de -0,1% à 0,0% puis à +0,1% t/t) tandis que celle du 2<sup>e</sup> trimestre a été abaissée à +0,1% t/t, gommant le rebond technique de +0,3% t/t initialement publié. Les performances disparates entre États membres fragilisent le faible résultat d'ensemble. La France et l'Espagne s'en sortent bien mais l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas sont à la peine. La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire devrait encore faire perdre de la vitesse à l'activité économique, qui stagnerait au 2<sup>nd</sup> semestre 2023, avant d'engager une reprise molle. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, légèrement supérieure à 3% a/a en fin d'année. Illustrant la lenteur du processus de désinflation, elle serait encore significativement au-dessus de la cible de 2% fin 2024 (2,5% a/a), obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

## FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1<sup>er</sup> trimestre de stagnation et un 4<sup>e</sup> trimestre 2022 légèrement positif, à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3<sup>e</sup> trimestre. L'inflation a connu un rebond en août (5,7% a/a en indice harmonisé), dû aux prix de l'énergie. Ce rebond ne remet pas en cause le processus de désinflation, aussi lent soit-il. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,7% en 2023, après 2,5% en 2022.

## TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, après avoir laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin, la Réserve fédérale a procédé, comme attendu, à une nouvelle hausse de 25 pb des taux en juillet. Cette hausse devrait être la dernière d'après nous mais une incertitude demeure, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience de l'activité et du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant la mi-2024. L'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui sont restés orientés en hausse sur la première quinzaine de septembre. À mesure que le recul de l'inflation et la perspective d'un desserrement monétaire en 2024 se confirmeront, les taux longs ne devraient toutefois pas tarder à repartir à la baisse.

Contrairement à la Fed, la BCE n'a pas fait de pause en juin mais, comme la Fed, elle a augmenté ses taux directeurs de 25 pb en juillet. Elle ne s'est en revanche pas arrêtée là, procédant à une nouvelle hausse de 25 pb en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%). Cette hausse devrait marquer la fin du cycle de resserrement

de la BCE, en tenant compte des effets encore à venir du resserrement déjà opéré. Mais il n'est pas non plus encore certain que ce soit vraiment la dernière étant donné l'absence de reflux tangible, à ce stade, de l'inflation sous-jacente. Autre volet du resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens restent orientés en hausse, dans le sillage des taux américains, mais de manière plus contenue : ils devraient se replier progressivement à mesure que la baisse de l'inflation sous-jacente se dessinera plus nettement, dissipant les incertitudes sur la prolongation du resserrement monétaire.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 27 juillet 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 0,5%. De nouveaux ajustements de sa politique monétaire ne peuvent être exclus, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter ses taux directeurs cette année mais une remontée est attendue en 2024.

Nous restons structurellement baissiers sur le dollar vis-à-vis de l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

### CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5,9	1,9	2,2	0,4	4,7	8,0	4,1	2,3
Japon	2,3	1,0	2,0	1,0	-0,2	2,5	3,2	2,6
Royaume-Uni	8,7	4,3	0,6	0,0	2,6	9,1	7,4	2,9
Zone euro	5,6	3,4	0,5	0,9	2,6	8,4	5,6	2,8
Allemagne	3,1	1,9	-0,3	0,3	3,2	8,6	6,2	3,0
France	6,4	2,5	0,7	0,5	2,1	5,9	5,8	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	1,1	1,9	8,7	6,2	2,2
Espagne	5,5	5,5	2,2	1,5	3,0	8,3	3,5	2,8
Chine	8,4	3,0	5,1	4,5	0,9	2,0	0,5	2,0
Inde*	9,1	7,2	6,1	6,0	5,5	6,7	5,9	5,0
Bésil	5,0	2,9	3,1	1,8	8,3	9,3	4,7	4,2

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 9 octobre 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, %

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
	Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Zone euro	Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
	OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
	BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
	Taux BoE	5,25	5,25	5,00	4,50	4,00
	Gilt 10a	4,00	3,80	3,60	3,65	3,70
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,10	0,10	0,25
	JGB 10a	0,75	0,85	0,90	0,90	1,00

#### Taux de change

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
	USD / JPY	145	145	140	138	135
	GBP / USD	1,29	1,29	1,29	1,30	1,32
EUR	EUR / GBP	0,85	0,86	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	161	157	156	155

#### Pétrole

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
Pétrole	USD/baril	81	82	86	88	86

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg,

Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 25 septembre 2023



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

11

<a href="#">Les perspectives de croissance : (presque) tout est une question de confiance</a>	EcoTVWeek	6 octobre 2023
<a href="#">France : au 3e trimestre 2023, les défaillances d'entreprises dépassent de 4% leur niveau d'avant-Covid</a>	EcoBrief	5 octobre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation</a>	EcoCharts	5 octobre 2023
<a href="#">Allemagne : un décrochage structurel du déficit commercial avec la Chine ?</a>	Graphique de la Semaine	4 octobre 2023
<a href="#">Zone euro : les perspectives de croissance à travers le prisme des enquêtes de conjoncture</a>	EcoWeek	2 octobre 2023
<a href="#">Zone euro : La transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt bancaires</a>	EcoTVWeek	29 septembre 2023
<a href="#">France : 66 milliards pour la transition écologique, de quoi parle-t-on ?</a>	Graphique de la Semaine	27 septembre 2023
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française - Septembre 2023</a>	PetitAtlas	26 septembre 2023
<a href="#">OCDE, immobilier, pays émergents... : Les effets des hausses des taux d'intérêt</a>	Hors série	25 septembre 2023
<a href="#">Réserve fédérale américaine : des taux (plus) hauts plus longtemps</a>	EcoWeek	25 septembre 2023
<a href="#">France : « les bons comptes » de l'économie française</a>	EcoTVWeek	22 septembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE sept. 2023</a>	EcoPulse	21 septembre 2023
<a href="#">L'inflation peine à décroître en Afrique de l'Est et australe</a>	Graphique de la Semaine	20 septembre 2023
<a href="#">BCE : au point haut du cycle</a>	EcoWeek	18 septembre 2023
<a href="#">L'Afrique cherche des financements pour sa transition énergétique</a>	EcoTVWeek	15 septembre 2023
<a href="#">Italie : les réserves des banques couvrent intégralement les prochaines échéances des TLTRO</a>	Graphique de la Semaine	13 septembre 2023
<a href="#">Économie mondiale : vieillissement de la population, croissance des salaires et inflation</a>	EcoWeek	11 septembre 2023
<a href="#">Les prévisions économiques dans un monde sans repères</a>	EcoTVWeek	8 septembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Septembre 2023</a>	EcoCharts	7 septembre 2023
<a href="#">La réponse de l'Union européenne aux défis climatiques et industriels</a>	Graphique de la Semaine	6 septembre 2023
<a href="#">De l'inflation à la croissance : l'incertitude se déplace</a>	EcoWeek	4 septembre 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

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## 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

## ECOFFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

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

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



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

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

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

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

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

[https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

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



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change