

“ À L’APPROCHE DE LA LIGNE D’ARRIVÉE — LE RETOUR DE L’INFLATION À L’OBJECTIF — IL EST D’AUTANT PLUS NÉCESSAIRE DE PRÉPARER LA SUITE QUE LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SE FAIT AVEC DES DÉCALAGES. LA VÉRITABLE QUESTION QUI SE POSE D’ORES ET DÉJÀ EST DE SAVOIR À QUEL MOMENT ET SUR QUELLES BASES LES BANQUES CENTRALES COMMENCERONT À BAISSER LES TAUX AVANT MÊME LE FRANCHISSEMENT DE LA LIGNE D’ARRIVÉE. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Le dernier kilomètre de la désinflation

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : indicateurs PMI

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



LE DERNIER KILOMÈTRE DE LA DÉSINFLATION

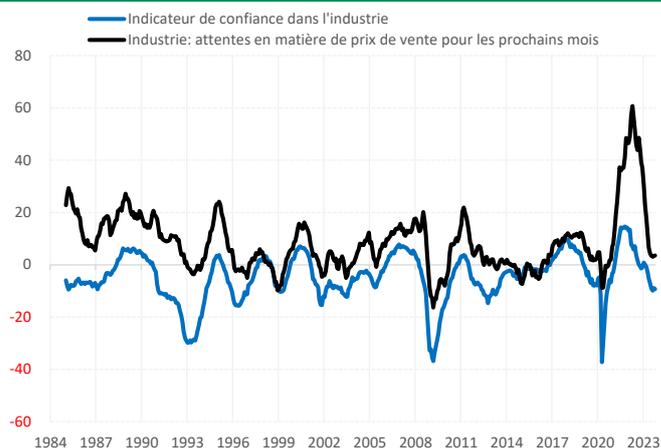
Comme l'ont martelé récemment plusieurs banquiers centraux, le « dernier kilomètre » vers l'objectif d'inflation pourrait être le plus difficile à parcourir. Après une première phase de baisse rapide de l'inflation totale, due à des effets de base favorables liés à la chute des prix de l'énergie, la poursuite de la désinflation pourrait prendre plus de temps. Le pouvoir de fixation des prix (*pricing power*) des entreprises, les anticipations d'inflation et la croissance des salaires jouent à cet égard un rôle clé. En insistant sur les mètres qu'il reste à parcourir, les banquiers centraux semblent vouloir éviter de paraître trop optimistes. Les marchés financiers pourraient, autrement, intégrer des baisses de taux prématurées. Cela entraînerait un assouplissement des conditions financières sur les marchés de capitaux qui annulerait en partie les effets du resserrement monétaire. Cependant, à l'approche de la ligne d'arrivée — retour de l'inflation à l'objectif — et compte tenu des décalages dans la transmission de la politique monétaire, il est encore plus nécessaire de préparer la suite. D'ores et déjà, la véritable question qui se pose est de savoir à quel moment et sur quelles bases les banques centrales commenceront à baisser les taux avant même le franchissement de la ligne d'arrivée.

Les banquiers centraux et les analystes qui les suivent aiment user de métaphores pour exprimer leurs points de vue. Celle qui compare le cycle de resserrement de la politique monétaire à un marathon est très répandue. Compte tenu du stade actuel du cycle économique, l'attention se concentre désormais sur le « dernier kilomètre » du marathon. Il y a quelques mois, la Banque des règlements internationaux (BRI) rappelait, dans son rapport annuel, les raisons pour lesquelles cette étape était difficile¹. Dans un récent discours, Isabel Schnabel de la BCE indiquait que « dans une course de fond, on dit souvent que le dernier kilomètre est le plus dur. À l'approche de la ligne d'arrivée, il faut redoubler d'efforts pour atteindre l'objectif qu'on s'est fixé depuis longtemps. On peut en dire autant de la façon d'aborder la dernière phase de la désinflation »². Joachim Nagel, président de la Bundesbank, a également repris cette image dans un discours prononcé à Londres³, et au cours de la conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du FOMC, Jerome Powell, président de la Réserve fédérale américaine, a répondu à un journaliste que « plus on s'éloigne de ces sommets [en termes d'inflation], plus cela peut prendre en fait du temps »⁴.

Selon la théorie du « dernier kilomètre », l'inflation recule rapidement dans un premier temps et se replie plus lentement par la suite. La baisse rapide de l'inflation au début du « marathon de la désinflation » est évidente dès lors que l'augmentation initiale de l'inflation a été provoquée par un choc d'offre négatif tel qu'une flambée des prix de l'énergie. Lorsque ces derniers se stabilisent, voire se replient, les effets de base peuvent provoquer une chute rapide de l'inflation. Aux États-Unis et dans la zone euro, ce phénomène est à l'œuvre depuis la mi-2022, comme l'a souligné Isabel Schnabel dans son discours.

Cependant, les choses sont moins claires s'agissant de l'inflation sous-jacente. La transmission de la politique monétaire se fait avec des décalages longs et variables ; autrement dit, il faut un certain niveau de resserrement cumulé pour que l'impact sur l'activité et la demande commence à être visible. Au cours de cette phase, il est peu probable que l'inflation diminue sensiblement et de nouvelles hausses ne peuvent être exclues. Au-delà d'un certain point, le fléchissement de l'activité et de la demande s'accroît de sorte qu'on peut s'attendre également à une accélération de la désinflation.

ZONE EURO : CONFIANCE ET ATTENTES DE L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Cependant, la réalité peut être plus nuancée. Certaines entreprises peuvent continuer à bénéficier de leur *pricing power* même si l'économie marque le pas. La croissance des salaires peut rester élevée en raison d'un marché du travail toujours tendu et des revendications salariales visant à compenser les pertes de pouvoir d'achat dues à l'accélération de l'inflation⁵. Dans ce cas, la désinflation serait plus lente dans les services car la part de la masse salariale, dans la base de coûts des entreprises du secteur, y est particulièrement élevée. Les graphiques 1 à 4 montrent, à cet égard, que dans la zone euro, les anticipations de prix de vente et l'évaluation des prix à la production dans l'industrie réagissent plus rapidement à une baisse de la confiance que dans le secteur des services. De plus, ces indicateurs sont de nouveau conformes à leur moyenne de long terme, voire inférieurs à cette dernière, tandis que dans les services ils restent élevés malgré leur récent repli.

1 Navigating the disinflation journey, Rapport économique annuel de la BRI, juin 2023.

2 « The last mile », discours d'ouverture d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, lors de la conférence annuelle Homer Jones Memorial, St. Louis, 2 novembre 2023.

3 « Maintaining price stability – The role of the Eurosystem and other economic agents », discours de Joachim Nagel, Président de la Deutsche Bundesbank, au Centre européen économique et financier, Londres, 8 novembre 2023.

4 Réserve fédérale, Transcription de la conférence de presse de Jerome Powell, 1^{er} novembre 2023.

5 Les anticipations d'inflation peuvent également jouer un rôle dans le comportement de fixation des prix comme dans les revendications salariales.



On peut donc dire que la question du «dernier kilomètre» est plus problématique dans les services, où l'inflation affiche une plus grande inertie, que dans l'industrie.⁶

Le niveau de départ de l'inflation a aussi son importance. Selon une étude récente réalisée par la Banque de la Réserve fédérale de Kansas City sur la période allant de 1970 à 2021, l'économie américaine «réagit plus lentement, et avec une plus forte volatilité, à un changement de politique monétaire dans un régime d'inflation forte — c'est-à-dire lorsque notre mesure des anticipations d'inflation dépasse une valeur d'environ 4 % — que dans un régime d'inflation basse»⁷. De plus, «dans un régime d'inflation forte, les taux d'intérêt doivent rester élevés plus longtemps pour faire retomber l'inflation que dans un régime d'inflation basse». Ces résultats corroborent la thèse de la lenteur de la désinflation sous-jacente.

L'insistance mise sur le «dernier kilomètre» pourrait aussi traduire une grande prudence de la part des banquiers centraux, soucieux de ne pas paraître trop optimistes et d'éviter que les marchés financiers n'intègrent des baisses de taux prématurées — ce que le FMI a qualifié de «célébration prématurée» dans une étude récente⁸. Les banques centrales préfèrent, semble-t-il, que les investisseurs laissent le champagne au frais, de crainte que l'assouplissement des conditions financières sur les marchés de capitaux n'annule en partie le resserrement monétaire.

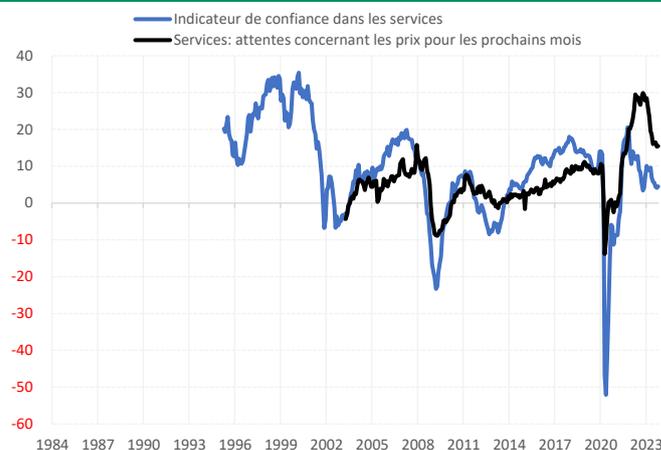
Les métaphores ont, néanmoins, leurs limites. Dans un marathon, la course s'arrête une fois la ligne d'arrivée franchie alors que l'activité économique se poursuit après que l'objectif d'inflation des banques centrales a été atteint. L'attention se concentre alors sur l'état de l'économie. Quel a été le coût de la désinflation? Une récession a-t-elle été évitée? À l'approche de la ligne d'arrivée, il est d'autant plus nécessaire de préparer la suite que les décalages dans la transmission de la politique monétaire sont longs et variables : il faut éviter que la politique monétaire ne reste restrictive trop longtemps.

⁶ Voir le *Baromètre de l'inflation*, Eco Charts, BNP Paribas, novembre 2023.

⁷ Dimitris Christopoulos, Peter McAdam et Elias Tzavalis, *Do the Effects of Interest Rate Changes Depend on Inflation*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, à paraître.

⁸ Ari, A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L., & Zhao, W., *One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts*. FMI, document de travail WP/23/190, 2023.

ZONE EURO : CONFIANCE ET ATTENTES DES SERVICES



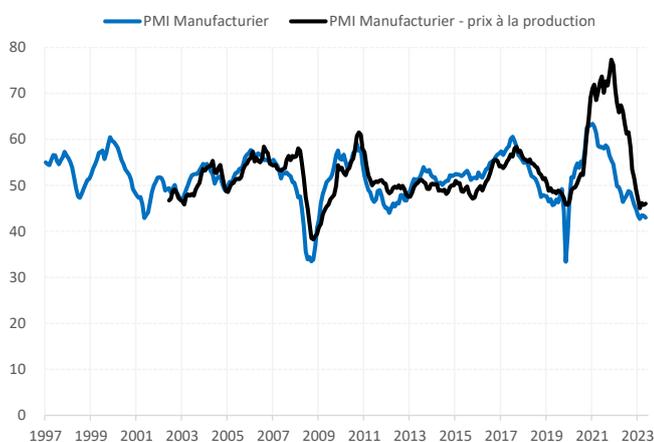
GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

Autrement dit, la véritable question qui se pose d'ores et déjà est de savoir à quel moment et sur quelles bases les banques centrales commenceront à baisser les taux avant même le franchissement de la ligne d'arrivée, c'est-à-dire avant le retour de l'inflation à la cible.

William De Vijlder

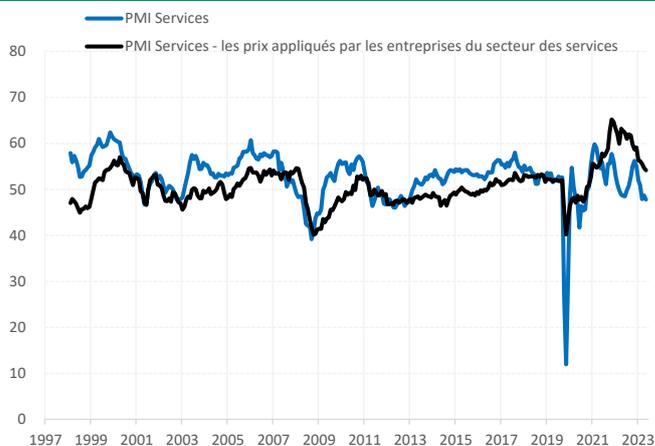
ZONE EURO : PMI MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 3

SOURCES : S&P GLOBAL PMI, BNP PARIBAS

ZONE EURO : PMI DES SERVICES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : S&P GLOBAL PMI, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 3-11-23 au 10-11-23

➔ CAC 40	7 048	▶	7 045	-0.0 %	
➔ S&P 500	4 358	▶	4 415	+1.3 %	
➔ Volatilité (VIX)	14.9	▶	14.2	-0.7 pb	
➔ Euribor 3m (%)	3.96	▶	3.99	+3.6 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	5.64	▶	5.64	-0.3 pb	
➔ OAT 10a (%)	3.15	▶	3.21	+5.6 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.60	▶	2.68	+7.8 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.57	▶	4.64	+6.2 pb	
➔ Euro vs dollar	1.07	▶	1.07	-0.6 %	
➔ Or (once, \$)	1 995	▶	1 947	-2.4 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	85.6	▶	81.6	-4.7 %	

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	3.99	4.00 le	19/10	2.16 le	02/01	
Euribor 12m	4.04	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	5.64	5.69 le	10/10	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	5.36	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 10-11-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le	02/01	2.64 le	02/01	
Bund 2a	3.26	3.38 le	28/09	2.39 le	20/03	
Bund 10a	2.68	2.94 le	28/09	1.98 le	18/01	
OAT 10a	3.21	3.50 le	28/09	2.42 le	18/01	
Corp. BBB	4.67	5.00 le	19/10	3.95 le	02/02	
\$ Treas. 2a	5.06	5.28 le	18/10	3.85 le	04/05	
Treas. 10a	4.64	4.98 le	19/10	3.30 le	06/04	
High Yield	9.00	9.48 le	20/10	7.94 le	02/02	
£ Gilt. 2a	4.67	5.51 le	06/07	3.15 le	02/02	
Gilt. 10a	4.42	4.74 le	17/08	3.00 le	02/02	

Au 10-11-23

TAUX DE CHANGE

1€ =								
USD	1.07	1.12 le	14/07	1.05 le	03/10	-0.0%		
GBP	0.87	0.90 le	03/02	0.85 le	11/07	-1.4%		
CHF	0.96	1.00 le	24/01	0.94 le	20/10	-2.4%		
JPY	161.63	161.75 le	09/11	138.02 le	03/01	+14.8%		
AUD	1.68	1.70 le	21/08	1.53 le	27/01	+6.8%		
CNY	7.78	8.08 le	19/07	7.23 le	05/01	+4.9%		
BRL	5.25	5.79 le	04/01	5.18 le	18/09	-6.9%		
RUB	98.46	110.46 le	14/08	73.32 le	12/01	+26.4%		
INR	88.95	92.37 le	14/07	86.58 le	08/03	+0.7%		

Au 10-11-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$								
Pétrole, Brent	81.6	96.6 le	27/09	71.9 le	12/06	-4.0%	-3.9%	
Or (once)	1 947	2 047 le	04/05	1 810 le	24/02	+7.2%	+7.2%	
Métaux, LME	3 588	4 404 le	26/01	3 551 le	05/10	-9.9%	-9.9%	
Cuivre (tonne)	7 955	9 331 le	23/01	7 824 le	05/10	-4.9%	-4.9%	
Blé (tonne)	220	2.9 le	13/02	1.68 le	29/09	-23.0%	-23.0%	
Mais (tonne)	171	2.7 le	13/02	1.61 le	21/08	-34.2%	-34.2%	

Au 10-11-23

Variations

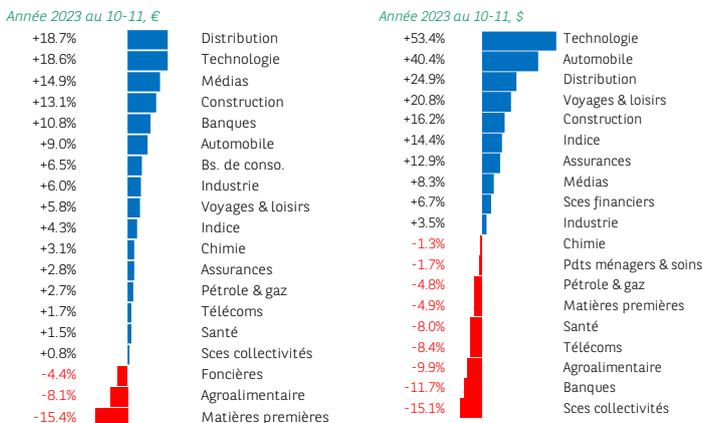
INDICES ACTIONS

	Cours					
Monde						
MSCI Monde	2 901	3 064 le	31/07	2 595 le	05/01	+11.5%
Amérique du Nord						
S&P500	4 415	4 589 le	31/07	3 808 le	05/01	+15.0%
Europe						
EuroStoxx50	4 197	4 471 le	31/07	3 856 le	02/01	+10.6%
CAC 40	7 045	7 577 le	21/04	6 595 le	02/01	+8.8%
DAX 30	15 234	16 470 le	28/07	14 069 le	02/01	+9.4%
IBEX 35	9 372	9 695 le	27/07	8 370 le	02/01	+13.9%
FTSE100	7 361	8 014 le	20/02	7 257 le	07/07	-1.2%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 209	1 256 le	15/09	1 065 le	04/01	+13.2%
Nikkei	32 568	33 753 le	03/07	25 717 le	04/01	+24.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	948	1 052 le	26/01	911 le	26/10	-0.8%
Chine	56	75 le	27/01	55 le	24/10	-11.2%
Inde	819	843 le	15/09	703 le	16/03	+7.1%
Brésil	1 628	1 733 le	26/07	1 296 le	23/03	+4.0%

Au 10-11-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

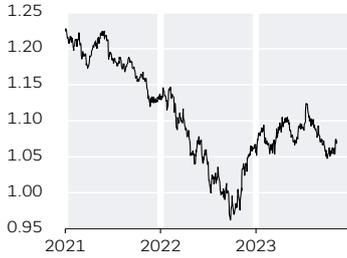


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

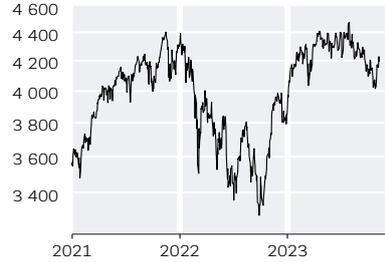


REVUE DES MARCHÉS

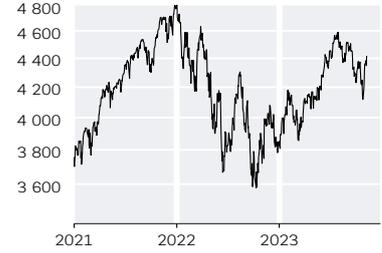
EURO-DOLLAR



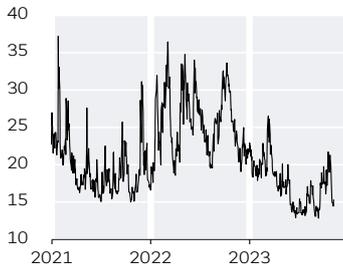
EUROSTOXX50



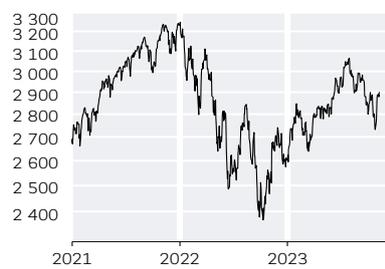
S&P500



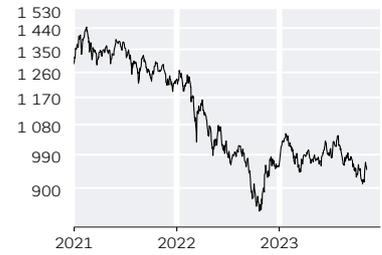
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



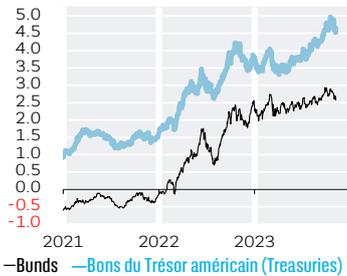
MSCI MONDE (USD)



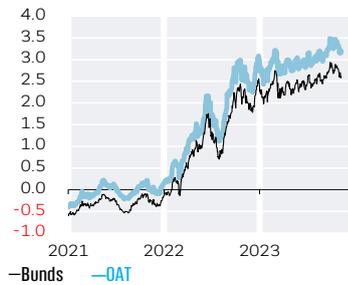
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

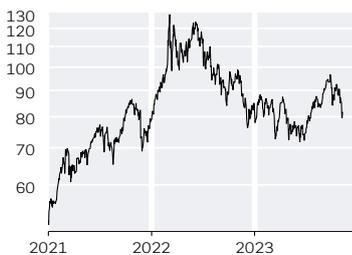


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

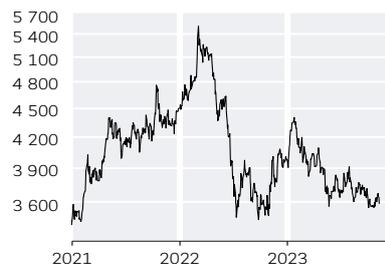
Année 2023 au 10-11

4.61%	Grèce	193 pb
4.40%	Italie	172 pb
3.72%	Espagne	104 pb
3.34%	Portugal	66 pb
3.33%	Belgique	65 pb
3.33%	Autriche	65 pb
3.25%	Finlande	57 pb
3.21%	France	53 pb
3.10%	Irlande	42 pb
3.04%	P-Bas	36 pb
2.68%	Allemagne	

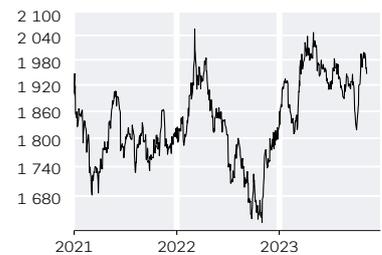
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

INDICES PMI : L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE MONDIALE STAGNE EN OCTOBRE

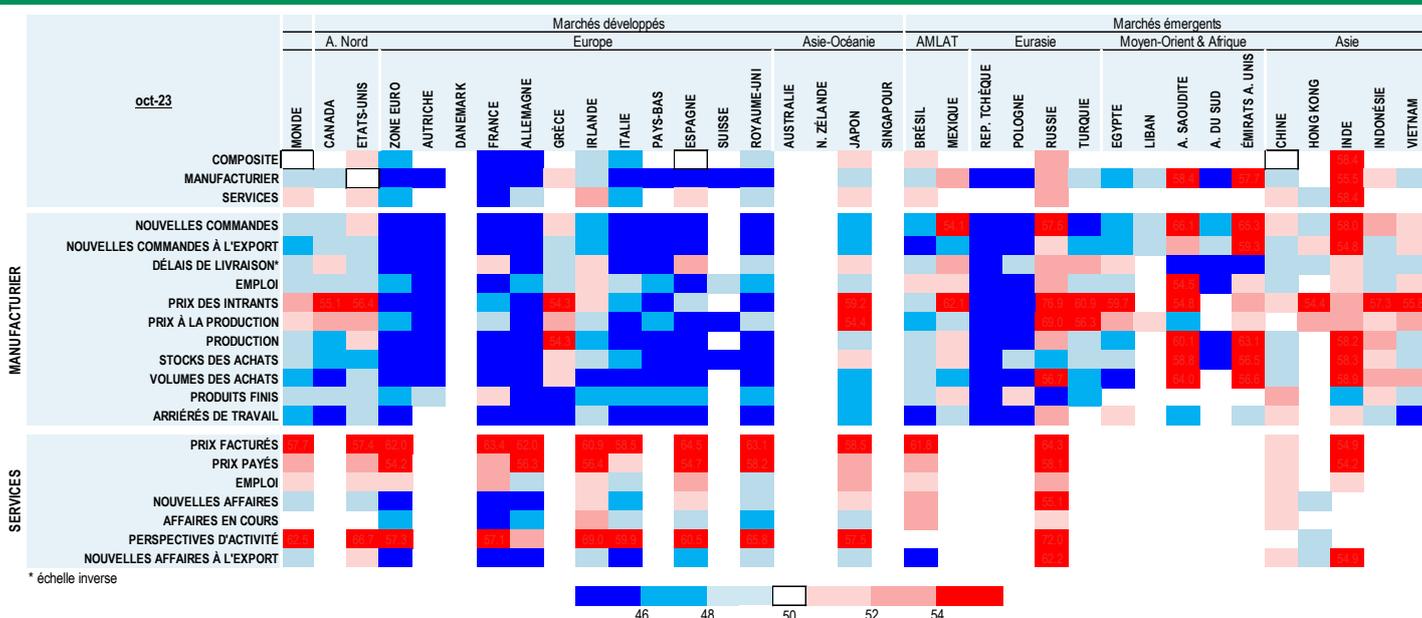
La baisse de l'indice PMI composite mondial s'est poursuivie en octobre. Il a atteint le seuil neutre séparant la zone d'expansion de la zone de contraction de l'activité (50,0 contre 50,5 en septembre). C'est le signe que l'activité économique mondiale stagne en ce début de quatrième trimestre 2023.

Tandis que le PMI manufacturier est reparti à la baisse en octobre, s'enlisant en zone de contraction (48,8), le PMI des services continue de se dégrader. Il baisse ainsi pour le septième mois consécutif, atteignant son niveau le plus bas depuis janvier 2023 (50,5 en octobre). Le climat des affaires dans le secteur est tiré vers le bas par la détérioration de la composante « nouvelles affaires » et les « perspectives d'activité ». Quant à celui de l'emploi, il a stagné en octobre mais reste au-dessus du seuil des 50, alors que l'inflation des prix des intrants et des prix à la production s'est encore atténuée. La composante « nouvelles commandes à l'export » s'est redressée mais reste dans la zone de contraction pour la deuxième fois consécutive. Sur les 16 pays pour lesquels des données sont disponibles pour octobre, onze ont indiqué une baisse de l'indice par rapport au mois précédent : une baisse forte au Japon, en Italie, en Inde, en Irlande, en Russie, plus mesurée au Canada et en zone euro. En Allemagne, l'indice a perdu 2,1 points repassant ainsi dans la zone de contraction (48,2 contre 50,3 en septembre). En revanche, l'indice a augmenté aux États-Unis, en Chine et en Espagne. En France, malgré la hausse d'octobre (45,2 contre 44,4 en septembre), l'indice reste loin dans la zone de contraction. Il convient de noter que le niveau de l'indice français est le plus bas enregistré des 16 pays de l'enquête.

Concernant le secteur manufacturier, les pays asiatiques de notre échantillon ont enregistré une baisse de leur indice PMI. La Chine, notamment, est repassée en zone de contraction (49,5 contre 50,6 en septembre). En zone euro, l'indice s'est légèrement replié, de 0,4 point à 43,0 et se situe sous la barre des 50 pour le seizième mois consécutif, ce qui montre la faiblesse du secteur industriel. Parmi les pays de la zone euro, l'enquête révèle une forte baisse en Espagne, en Italie et, dans une moindre mesure, en France et en Irlande, alors que l'Autriche et l'Allemagne enregistrent une amélioration. Aux États-Unis, l'indice a légèrement augmenté et se situe désormais à 50. Au niveau des composantes, on constate une forte baisse des nouvelles commandes en Espagne, en Inde, en Turquie, en Italie et en France. Au niveau mondial, la sous-composante relative aux prix de vente baisse légèrement (51,5 contre 51,7 en septembre), une bonne nouvelle contrebalancée par la remontée des prix des intrants (53,1 contre 52,2) sur fond de hausse des prix du pétrole. Du côté de l'emploi, l'indice PMI s'est replié en Chine, en Inde et dans la plupart des pays développés et ce, nettement, aux États-Unis, en France et en Allemagne.

Tarik Rharrab

S&P GLOBAL PMI - OCTOBRE 2023



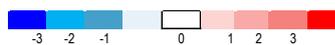
SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



BAROMÈTRE

ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (OCTOBRE VS. SEPTEMBRE 2023)

	Marchés développés																			Marchés émergents																	
	A. Nord		Europe										Asie-Océanie			AMLAT		Eurasie			Moyen-Orient & Afrique			Asie													
	MONDE	CANADA	ETATS-UNIS	ZONE EURO	AUTRICHE	DANEMARK	FRANCE	ALLEMAGNE	GRÈCE	IRLANDE	ITALIE	PAYS-BAS	ESPAGNE	SUISSE	ROYAUME-UNI	AUSTRALIE	N. ZÉLANDE	JAPON	SINGAPOUR	BRESIL	MEXIQUE	REP. TCHÉQUE	POLOGNE	RUSSIE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	ÉMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSIE	VIETNAM		
COMPOSITE	-0.5		0.5	-0.7			0.5	-0.5		-2.4	-2.2		-0.1		0.1					1.3																	
MANUFACTURIER	-0.4	1.1	0.2	-0.4	2.1		-1.4	1.2	0.5	-1.4	-1.9	0.2	-2.6	-4.3	0.5					-0.4	2.3	0.3	0.6	-0.7	-1.2	-0.8	-0.2	1.2	-0.9	1.0	-1.1	-0.9	-2.6	-2.0	-0.8	-0.1	
SERVICES	-0.3		0.5	-0.9			0.8	-2.1		-1.9	-2.2		0.6		-0.1					2.3				-1.8						0.2	-0.7		-2.6				
MANUFACTURIER	NOUVELLES COMMANDES	0.1	1.4	1.4	-0.5	4.5	-1.7	1.5	1.3	-0.4	-2.8	0.4	-4.6		1.0					-1.2	4.2	1.2	2.0	0.9	-2.3	-0.4	-0.3	1.9	-2.0	0.6	-0.4	1.4	-2.9	-1.5	-1.3		
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	-0.2	0.5	-0.2	-0.4	2.0	-1.3	1.3	0.1	-1.7	-0.2	2.1	-3.5		-1.4					-2.2	-1.6	2.0	0.3	-1.3	0.3	-1.1	-0.3	3	2.1	0.6	0.2	1.8	-0.7	-1.6	-1.6		
	DÉLAIS DE LIVRAISON	-0.5	-1.1	-1.5	-1.7	-0.1	-0.5	-3.6	0.8	-1.4	-0.5	-1.4	0.6		-2.1					-1.7	0.0	2.4	-0.7	2.6	0.5	1.4		-3.9	-0.8	0.6	2.5	0.1	-0.2	-0.1			
	EMPLOI	-1.0	1.1	-2.9	-2.3	1.3	-3.2	-2.5	-2.6	-2.8	-1.8	2.6	-0.4	-1.3	0.7					0.3	1.9	0.4	1.1	-2.9	-0.8	-3.0		2.5	0.5	-0.5	-1.2	-0.4	1.8				
	PRIX DES INTRANTS	0.4	4.7	1.5	0.3	1.8	1.9	-0.4	1.2	2.4	0.8	0.6	0.5		1.0					0.3	2.7	1.6	3.7	-7.8	-3.8	-1.8		0.3	0.9	0.1	0.4	0.6	0.6	1.1			
	PRIX À LA PRODUCTION	-0.2	0.3	0.3	0.3	-1.2	1.3	0.6	1.1	2.8	0.5	0.6	-2.0	-8.1	-2.5					-1.6	-0.7	-3.0	-0.9	-0.1	-0.5	-0.2	0.4	-0.8	1.6	-0.3	-0.6	-0.1	0.5				
	PRODUCTION	-0.9	1.3	0.5	0.0	2.0	-0.7	2.6	2.9	-2.8	-2.6	-2.5	2.6		-0.3					-1.6	1.4	0.8	-1.6	0.7	-1.3	0.6		-2.7	0.3	-2.4	-2.7	-0.1	0.3				
	STOCKS DES ACHATS	-0.9	0.4	-0.7	-0.5	-0.5	-2.1	0.8	0.8	-2.1	-1.2	-0.9	-4.7	0.6	-2.2					-0.1	2.6	0.1	1.1	-2.7	0.9	-0.9		2.8	-3.2	-1.6	-2.0	-2.3	-1.4				
	VOLUMES DES ACHATS	-0.2		1.7	-0.4	3.5	-1.6	1.6	1.3	-2.0	-0.7	-2.7	-4.6		-0.7					1.1	1.6	-1.3	0.9	-0.5	-3.8	-2.0	4.1	4.7	-1.8	-1.4	-2.1	0.1	-0.2				
	PRODUITS FINIS	0.8	1.4	3.3	-1.1	-1.7	2.1	-1.1	0.3	-3.3	-1.7	-3.5	-2.3		0.0					-2.8	-2.8	2.1	-1.8	3.9	-2.2	0.3		1.8	1.8	-0.2	-1.1	-0.9					
ARRIÈRES DE TRAVAIL	0.3	-2.2	2.0	-0.4		-3.5	1.3	-2.4	-2.0	-0.4	-1.3	-3.9		1.5					-0.2	4.0	-3.8	1.0	-1.0	3.6		2.5	-0.2	-1.8	0.2	0.5	-0.1	-3.5					
SERVICES	PRIX FACTURÉS	-2.0		-3.4	-0.2		-3.3	-1.9		-2.3	-3.3		1.8		-5.4					0.1				-2.8					-1.3		-2.3						
	PRIX PAYÉS	-0.8		-2.3	-0.5		-0.6	-0.9		-0.8		0.8		1.2						1.0				-0.7					0.2		1.1						
	EMPLOI	0.0		-0.1	-0.4		-0.4	0.0		-1.2	-1.3		0.1		1.2					0.4			1.5						-0.9		-0.2		-0.8				
	NOUVELLES AFFAIRES	-0.3		0.5	-0.7		0.5	-0.4		-4.4	-3.1		0.2		-0.9						4.3			-1.2					-0.2		-0.1						
	AFFAIRES EN COURS				0.2		-1.4	2.1		-4.0	-1.0		1.2		0.5						6.3			-1.5					0.9		-0.7						
	PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	-0.2		1.3	1.5		2.7	3.0		0.6	-2.5		0.9		-2.3									2.0						-0.7							
	NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	0.8		2.3	-0.2		0.4	1.6		-3.5	-4.2		0.6		1.4						-2.2			-1.4					0.7	-0.7	0.8						



SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} 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 3^e trimestre a même été plus élevée qu'au 1^{er} semestre (1,2% t/t selon la première estimation). Un tassement net au 4^e trimestre est toutefois attendu, sous l'effet de la disparition du surcroît d'épargne des ménages et de l'essoufflement du moteur de la consommation privée qui devrait s'ensuivre, avant que l'économie ne glisse en récession au 1^{er} semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente s'amplifie mais elle reste lente. L'inflation 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 à la mi-année. 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 apparue au T3 2023 et devrait se poursuivre 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

Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance de la zone euro a enregistré un léger rebond au T2 2023 (0,2% t/t) après deux trimestres de stagnation. 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 et l'essoufflement des effets positifs de rattrapage post-Covid et de la diminution des tensions sur l'offre, dont atteste la dégradation du climat des affaires, devraient peser sur l'activité économique, qui renouerait avec la stagnation au 2^e semestre 2023, avant d'engager une reprise molle. Le reflux de l'inflation se poursuit. S'il demeure lent – l'inflation resterait supérieure à 2% a/a en fin d'année prochaine, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif – il apporte, avec le dynamisme des salaires et le maintien de l'emploi, un soutien non négligeable au pouvoir d'achat et à la consommation des ménages, dont le léger rebond attendu permettrait d'éviter la récession à la zone euro. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU.

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1^{er} trimestre de stagnation et un 4^e 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^e trimestre. Après son rebond en août, l'inflation est demeurée sur le même rythme élevé en septembre (5,7% a/a en indice harmonisé), une évolution due aux prix de l'énergie. Le processus de désinflation n'est pas remis en cause, comme en atteste la baisse de l'inflation sous-jacente. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,9% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la hausse de 25 pb des taux en juillet devrait être la dernière de la Réserve fédérale. Une incertitude demeure toutefois, 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. Parmi d'autres facteurs, l'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui restaient orientés en hausse sur les derniers jours d'octobre. À mesure que la perspective d'un desserrement monétaire en 2024 se confirmera, les taux longs devraient repartir à la baisse.

Du côté de la BCE, le relèvement de 25 pb de ses taux en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) devrait aussi marquer la fin du cycle de resserrement, 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 hausse étant donné l'ampleur encore limitée du reflux de l'inflation sous-jacente.

Autre volet du resserrement monétaire : après l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP, la prochaine décision à prendre concerne le PEPP. La BCE signale son intention de poursuivre ses réinvestissements au moins jusque fin 2024. Nous tablons sur un arrêt en mars 2024. Les taux longs européens restent orientés en hausse, dans le sillage des taux américains, mais de manière un peu plus contenue : ils devraient également finir par se replier progressivement à mesure que se dissipent 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 sont probables, 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 baissiers sur le dollar vis-à-vis de l'euro. Le billet vert est surévalué 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.

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	2.4	0.8	4.7	8.0	4.2	2.4
Japon	2.3	1.0	2.0	1.0	-0.2	2.5	3.2	2.6
Royaume-Uni	8.7	4.3	0.5	-0.1	2.6	9.1	7.4	3.0
Zone euro	5.6	3.4	0.5	0.9	2.6	8.4	5.6	2.8
Allemagne	3.1	1.9	-0.1	0.4	3.2	8.6	6.2	3.0
France	6.4	2.5	0.9	0.7	2.1	5.9	5.8	2.7
Italie	7.0	3.8	0.8	1.0	1.9	8.7	6.2	2.2
Espagne	5.5	5.5	2.4	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
Brésil	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 31 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
	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
Royaume-Uni	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

10

Détérioration du marché du travail et pénuries de main d'œuvre	EcoTVWeek	10 novembre 2023
Baromètre de l'inflation - Novembre 2023	EcoChart	9 novembre 2023
Exportations françaises : s'il ne doit en rester qu'un...	EcoBrief	8 novembre 2023
États-Unis : Immobilier neuf, un rebond éphémère ?	Graphique de la Semaine	8 novembre 2023
Japon : vers la fin du contrôle de la courbe des taux	EcoWeek	6 novembre 2023
États-Unis : sprint en montée	EcoTVWeek	3 novembre 2023
Économie mondiale : conséquences économiques de l'incertitude géopolitique	EcoWeek	30 octobre 2023
Amérique latine : des facteurs mondiaux à l'origine des reflux d'investissements de portefeuille	ECOTVWeek	27 octobre 2023
Nigéria : maintenir le cap	EcoConjoncture	26 octobre 2023
Neutralité climatique : gare à une transition à deux vitesses !	Graphique de la Semaine	25 octobre 2023
Zone euro : en quête de signes encourageants dans les chiffres de l'inflation	EcoWeek	23 octobre 2023
Baromètre de l'OCDE d'octobre 2023	EcoPulse	20 octobre 2023
Japon : les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie nippone	EcoTVWeek	20 octobre 2023
Résilience des flux de capitaux en Europe centrale	Graphique de la Semaine	18 octobre 2023
La capacité des investisseurs à prendre des risques et le marché obligataire	EcoWeek	17 octobre 2023
Economies émergentes : divergences et nouvelle donne	EcoEmerging	16 octobre 2023
Espagne : la détérioration de la solvabilité des emprunteurs reste contenue	EcoTVWeek	12 octobre 2023
OCDE : Fin probable des hausses de taux mais pas de la restriction monétaire	EcoPerspectives	12 octobre 2023
Zone euro : les taux fixes protègent les emprunteurs des effets du resserrement monétaire	Graphique de la Semaine	11 octobre 2023
Lutte contre l'inflation : les banques centrales sont-elles en passe de gagner leur pari ?	Podcast	11 octobre 2023
États-Unis : la hausse des rendements des Treasuries, énigmatique peut-être, préoccupante sans aucun doute	EcoWeek	10 octobre 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

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

© 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

