

“ LE MESSAGE DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE CONSTITUE INCONTESTABLEMENT UNE BONNE NOUVELLE QUI ACCROÎT LA PROBABILITÉ D’UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR. CETTE ÉVOLUTION DEVRAIT APAISER LES CRAINTES POTENTIELLES SUR LES PERSPECTIVES DE CASH-FLOW DES ENTREPRISES ET DU REVENU DES MÉNAGES. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

États-Unis : un air de fête à l'approche de Noël

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.



ÉTATS-UNIS : UN AIR DE FÊTE À L'APPROCHE DE NOËL

La dernière déclaration de la Réserve Fédérale – les projections de taux du FOMC et les commentaires de Jerome Powell, Président de la Fed – confortent l'anticipation d'un atterrissage en douceur pour l'économie américaine. Ces annonces devraient apaiser les craintes potentielles sur les perspectives de cash-flow des entreprises et du revenu des ménages. On a assisté à un fort rally des marchés tant obligataires, qu'actions, suscitant l'euphorie chez les investisseurs en cette fin d'année. Toutefois, le scénario d'un atterrissage en douceur devrait maintenant entrer dans une phase plus critique : les investisseurs ne tarderont pas à s'interroger sur le calendrier et l'ampleur des baisses de taux. Il importe également de savoir à quel moment les marchés obligataires commenceront à anticiper le risque que la reprise résultant de cette désinflation et de la baisse des taux d'intérêt ne donne rapidement naissance à de nouveaux goulets d'étranglement.

Chacun des cycles de resserrement de la Réserve Fédérale fait naître un débat sur la possibilité d'un atterrissage en douceur. La banque centrale américaine parviendra-t-elle à ramener l'inflation dans sa fourchette cible sans causer une montée en flèche du taux de chômage et déclencher une récession ? Le cycle actuel ne fait pas exception à cette « règle ». Toutefois, ces derniers mois, après les bonnes surprises en termes d'inflation et de résilience du marché du travail, les interrogations des marchés sur la possibilité d'un atterrissage en douceur ont cédé la place à une conviction que, malgré l'ampleur et la rapidité des hausses de taux, une issue favorable est désormais très probable. Les derniers messages de la Réserve Fédérale confortent ce point de vue. Le « dot plot » – les projections de taux des membres du comité directeur de la Réserve Fédérale (FOMC) – table sur trois baisses des taux de 25 points de base en 2024, et les commentaires de Jerome Powell, Président de la Réserve Fédérale, lors de la conférence de presse indiquent clairement que le pic des taux officiels a été atteint et que le prochain mouvement de la Fed sera une baisse de taux. Ces commentaires ont déclenché un fort rally des marchés tant obligataires qu'actions et une baisse du dollar¹, avec des retombées positives pour les marchés asiatiques et européens le lendemain. Cette évolution nous rappelle à quel point l'appétit pour le risque des investisseurs partout dans le monde dépend de l'évolution des Fed funds².

À l'évidence, ce changement de ton du FOMC est une bonne nouvelle pour les ménages et les entreprises qui n'ont plus à redouter des hausses de taux futures et leurs effets préjudiciables pour l'économie. Au contraire, ils peuvent désormais anticiper un assouplissement des conditions d'emprunt, du moins en termes nominaux³. Pour les marchés financiers, les décisions du FOMC ont créé un effet festif. Toutefois et au risque de gâcher la fête, il nous semble que l'on peut considérer que la partie la plus facile de l'atterrissage en douceur est désormais derrière nous, et que les investisseurs doivent se préparer à des jours moins heureux.

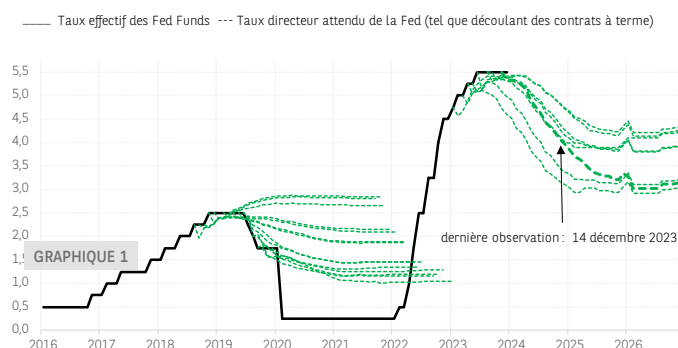
¹ Ce phénomène s'explique par le fait que les marchés attendent de la BCE une normalisation monétaire moins rapide que de la part de la Fed en 2024.

² L'appétit mondial pour le risque augmente (diminue) lorsque la Réserve Fédérale abaisse (augmente) les taux des fonds fédéraux. Cette relation a été démontrée de manière empirique par Oscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor et Felix Ward dans l'ouvrage collectif *Global Financial Cycles and Risk Premiums*, document de travail 24677 NBER, juin 2018.

³ En termes réels, cette situation est moins nette et dépend de la baisse des taux d'intérêt nominaux par rapport à la baisse de l'inflation.

⁴ Le suivi des salaires de la Fed d'Atlanta indique une progression annuelle des salaires de 5,2 % en novembre.

FED FUNDS : TAUX EFFECTIF ET ANTICIPATIONS DU MARCHÉ À DIFFÉRENTES DATES



SOURCES : REFINITIV, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Les cours intègrent désormais des baisses de taux significatives comme le montre la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux (Graphique 1). Toutefois, le rythme de la normalisation monétaire sera « data dependent » (c'est-à-dire qu'il dépendra des derniers indicateurs conjoncturels). La progression des salaires, bien qu'elle tende à ralentir, reste élevée par rapport à l'objectif d'inflation de 2,0 % de la Réserve Fédérale, dans la mesure notamment où la rétention de main-d'œuvre dans une économie en décélération risque de peser sur les gains de productivité⁴. Compte tenu de la résilience du marché du travail – le taux de chômage reste très faible, le taux de participation a augmenté pour renouer avec son niveau de début 2020 et le rythme des créations d'emplois diminue progressivement – la banque centrale devrait rester prudente.

Le message de la Réserve Fédérale constitue incontestablement une bonne nouvelle qui accroît la probabilité d'un atterrissage en douceur. Cette évolution devrait apaiser les craintes potentielles sur les perspectives de cash-flow des entreprises et du revenu des ménages.

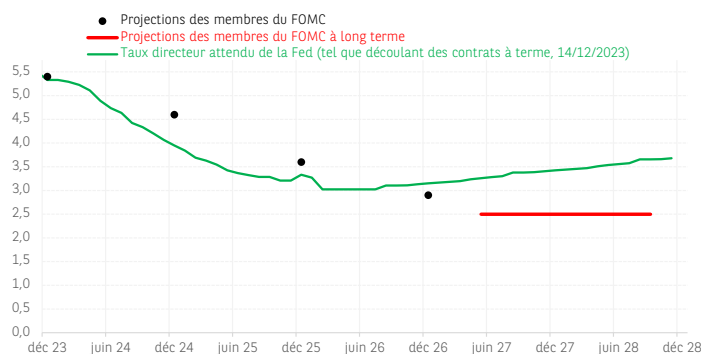


Le « dot plot » reflète cette évolution, tandis que les marchés intègrent une baisse plus forte des taux des fonds fédéraux en 2024 (Graphique 2)⁵. Les prochaines statistiques devraient conduire les membres du FOMC et les investisseurs à revoir leurs anticipations, ce qui pourrait entraîner une volatilité accrue des rendements des bons du Trésor américains. L'on peut également se demander à quel moment les investisseurs obligataires commenceront à s'intéresser aux perspectives à plus long terme : l'atterrissage en douceur, accompagné d'une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, ouvrira la voie à une reprise économique, ce qui pourrait faire apparaître des goulets d'étranglement sur le marché du travail. Enfin, il est également possible que cet atterrissage finisse par être un peu plus brutal que prévu, soit parce que la désinflation ralentit, soit parce que l'impact des hausses des taux passées sur l'activité et la demande s'intensifie.

Pour conclure, le message de la Réserve Fédérale est incontestablement une bonne nouvelle car il accroît la probabilité d'un atterrissage en douceur. Cette évolution devrait apaiser les craintes potentielles sur les perspectives de cash-flow des entreprises et du revenu des ménages. Les investisseurs s'intéresseront plus que jamais au calendrier et au rythme des baisses des taux et à leurs conséquences sur les rendements des bons du Trésor américain.

William De Vijlder

FED FUNDS : ANTICIPATIONS DU MARCHÉ ET PROJECTIONS DE LA FED



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

⁵ Il est intéressant de noter que les projections des membres du FOMC au 31 décembre 2026 (2,9 %) et à plus long terme (2,5 %) sont inférieures aux niveaux intégrés à l'heure actuelle par les marchés.



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 1-12-23 au 8-12-23			
➔ CAC 40	7 346	➔ 7 527	+2.5 %
➔ S&P 500	4 595	➔ 4 604	+0.2 %
⬇ Volatilité (VIX)	12.6	➔ 12.4	-0.3 pb
⬇ Euribor 3m (%)	3.96	➔ 3.95	-1.0 pb
⬇ Libor \$ 3m (%)	5.64	➔ 5.63	-0.9 pb
⬇ OAT 10a (%)	2.87	➔ 2.74	-13.4 pb
⬇ Bund 10a (%)	2.33	➔ 2.24	-8.8 pb
➔ US Tr. 10a (%)	4.22	➔ 4.23	+1.1 pb
⬇ Euro vs dollar	1.08	➔ 1.08	-0.6 %
⬇ Or (once, \$)	2 056	➔ 2 004	-2.5 %
⬇ Pétrole (Brent, \$)	79.0	➔ 75.8	-4.0 %

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 23		+bas 23		Rendements (%)		+haut 23		+bas 23	
€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	Bund 2a	2.96	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03
Euribor 3m	3.95	4.00	le 19/10	2.16	le 02/01	Bund 10a	2.24	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01
Euribor 12m	3.73	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01	OAT 10a	2.74	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01
\$ FED	#N/A	#N/A	le #N/A	#N/A	le #N/A	Corp. BBB	4.13	5.00	le 19/10	3.95	le 02/02
Libor 3m	5.63	5.69	le 10/10	4.77	le 02/01	\$ Treas. 2a	4.76	5.28	le 18/10	3.85	le 04/05
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03	Treas. 10a	4.23	4.98	le 19/10	3.30	le 06/04
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01	High Yield	8.41	9.48	le 20/10	7.94	le 02/02
Libor 3m	5.35	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01	£ Gilt. 2a	4.58	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	Gilt. 10a	4.13	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02

Au 8-12-23

Au 8-12-23

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23		+bas 23		2023
USD	1.08	1.12	le 14/07	1.05	le 03/10	+0.9%
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-3.2%
CHF	0.95	1.00	le 24/01	0.94	le 06/12	-4.1%
JPY	155.62	163.97	le 15/11	138.02	le 03/01	+10.5%
AUD	1.63	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+3.9%
CNY	7.71	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+3.9%
BRL	5.30	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09	-6.0%
RUB	98.88	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+26.9%
INR	89.79	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	+1.7%

Au 8-12-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23		+bas 23		2023	2023(€)
Pétrole, Brent	75.8	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06	-10.7%	-11.5%
Or (once)	2 004	2 056	le 01/12	1 810	le 24/02	+10.4%	+9.4%
Métaux, LME	3 611	4 404	le 26/01	3 551	le 05/10	-9.3%	-10.2%
Cuivre (tonne)	8 366	9 331	le 23/01	7 824	le 05/10	+0.0%	-0.9%
Blé (tonne)	#N/A	#N/A	le #N/A	#N/A	le #N/A	#N/A	#N/A
Maïs (tonne)	176	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-32.4%	-33.0%

Au 8-12-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23		+bas 23		2023
Monde						
MSCI Monde	3 047	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+17.1%
Amérique du Nord						
S&P500	4 604	4 604	le 08/12	3 808	le 05/01	+19.9%
Europe						
EuroStoxx50	4 523	4 523	le 08/12	3 856	le 02/01	+19.2%
CAC 40	7 527	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+16.3%
DAX 30	16 759	16 759	le 08/12	14 069	le 02/01	+20.4%
IBEX 35	10 223	10 258	le 06/12	8 370	le 02/01	+24.2%
FTSE100	7 554	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+1.4%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 210	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01	+13.3%
Nikkei	32 308	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+23.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	975	1 052	le 26/01	911	le 26/10	+1.9%
Chine	54	75	le 27/01	54	le 08/12	-14.7%
Inde	886	886	le 08/12	703	le 16/03	+15.8%
Brésil	1 687	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	+7.8%

Au 8-12-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

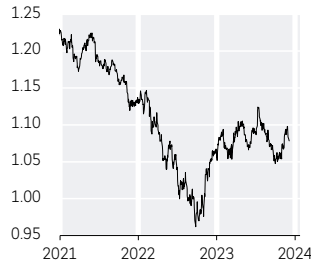
	Année 2023 au 8-12, €	Année 2023 au 8-12, \$
Distribution	+57.6%	+57.6%
Technologie	+57.3%	+57.3%
Construction	+29.3%	+29.3%
Médias	+28.6%	+28.6%
Automobile	+26.2%	+26.2%
Banques	+18.8%	+18.8%
Industrie	+13.6%	+13.6%
Voyages & loisirs	+12.1%	+12.1%
Bs. de conso.	+11.0%	+11.0%
Indice	+9.3%	+9.3%
Assurances	+2.4%	+2.4%
Scs collectivités	+2.1%	+2.1%
Chimie	+1.5%	+1.5%
Foncières	-1.6%	-1.6%
Télécoms	-2.5%	-2.5%
Santé	-4.5%	-4.5%
Pétrole & gaz	-7.8%	-7.8%
Agroalimentaire	-9.2%	-9.2%
Matières premières	-11.9%	-11.9%

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

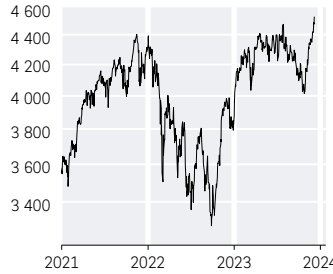


REVUE DES MARCHÉS

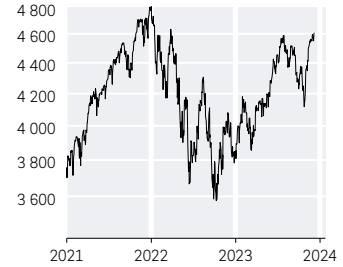
EURO-DOLLAR



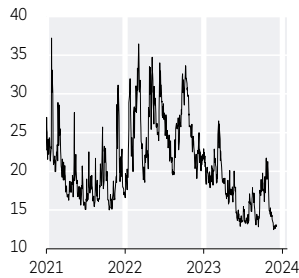
EUROSTOXX50



S&P500



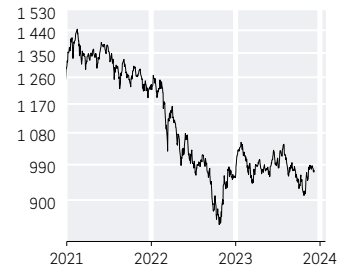
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



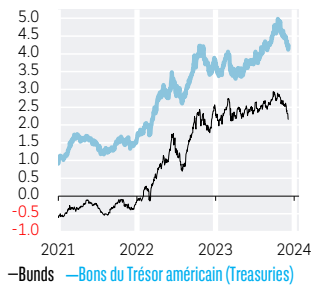
MSCI MONDE (USD)



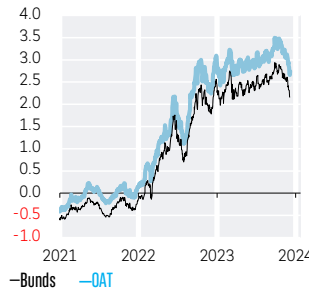
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

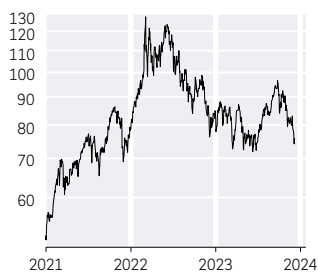


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

Année 2023 au 8-12

4.14%	Grèce	190 pb
3.89%	Italie	165 pb
3.25%	Espagne	101 pb
2.87%	Belgique	63 pb
2.87%	Portugal	62 pb
2.85%	Autriche	61 pb
2.79%	Finlande	55 pb
2.74%	France	50 pb
2.60%	P-Bas	36 pb
2.59%	Irlande	34 pb
2.24%	Allemagne	

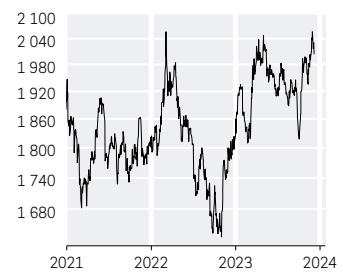
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BAROMÈTRE

INDICES PMI : UN SIGNAL FAIBLEMENT POSITIF POUR LA CROISSANCE MONDIALE

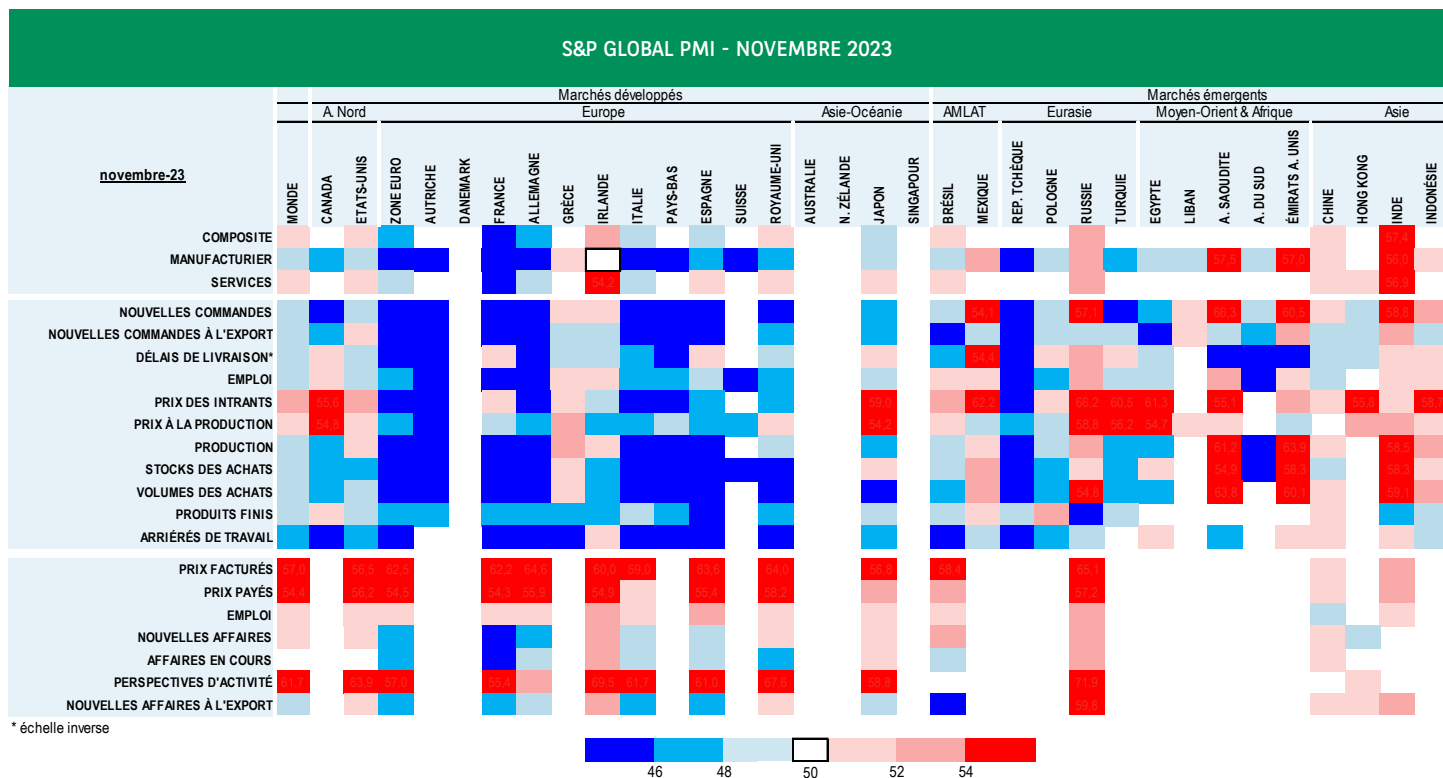
Conformément à sa dernière estimation, l'indice PMI composite S&P Global de l'activité mondiale s'est légèrement amélioré en novembre, effaçant quasiment toute la baisse enregistrée en octobre. L'indice s'est établi à 50,4 (contre 50,0 en octobre et 50,5 en septembre), mettant un terme à cinq mois de baisse. Un signal faiblement positif pour la croissance mondiale au milieu du 4e trimestre.

Cette modeste embellie s'observe à la fois dans le secteur manufacturier et dans les services. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI composite s'est établi à 49,3 contre 48,8 en octobre, atteignant son plus haut niveau depuis le mois de mai dernier. Cette remontée s'observe dans la plupart des pays de l'enquête (20 sur 30 pays). L'indice a bien progressé au niveau agrégé et dans la plupart des pays de la zone euro (à l'exception de l'Italie qui enregistre un léger recul), au Royaume-Uni, en Pologne et en Afrique du Sud. Cette hausse est portée par la forte augmentation des nouvelles commandes et de la production pour certains pays. L'indice a également augmenté en Chine pour repasser en zone d'expansion. En revanche, il est retombé, légèrement, sous le seuil des 50 aux États-Unis, tiré vers le bas par la détérioration de plusieurs composantes. Les tensions inflationnistes sur les prix se sont atténuées en novembre au niveau mondial, et particulièrement aux États-Unis ; les prix des intrants et les prix à la production ont ralenti pour atteindre leur plus bas depuis trois mois, à la faveur de la baisse des prix du pétrole. Il convient de noter que les prix des intrants restent en moyenne moins élevés dans les pays développés que dans les pays émergents.

Dans les services, l'indice a rebondi très légèrement (50,6 contre 50,4 en octobre). Il s'est redressé dans la plupart des pays, à l'exception du Canada, du Japon, de l'Espagne, de l'Inde et de la Russie. Le climat des affaires dans le secteur est porté par la forte baisse de l'inflation des prix des intrants et par le redressement des nouvelles affaires. À noter que les composantes relatives à l'emploi, aux perspectives d'activité et aux nouvelles commandes à l'export, se sont repliées (tout en restant au-dessus du seuil des 50 pour les deux premières et ce, très nettement, s'agissant des perspectives d'activité). Le recul de la composante « nouvelles commandes à l'export » s'observe principalement dans les quelques pays émergents pour lesquels on dispose de la donnée.

Tarik Rharrab

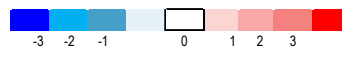
Achévé de rédiger le 11 décembre 2023



BAROMÈTRE

ÉVOLUTION DES INDICES PMI S&P GLOBAL (NOVEMBRE VS. OCTOBRE 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	RUSSE	TURQUIE	EGYPTE	LIBAN	A. SAOUDITE	A. DU SUD	EMIRATS A. UNIS	CHINE	HONG KONG	INDE	INDONÉSE	VIETNAM
COMPOSITE	0,4	0,0	1,1			0,0	1,9		2,6	1,1		-0,2		2,0			-0,9			0,4			-1,2									1,6		-1,0	
MANUFACTURIER	0,5	-0,9	-0,6	1,1	0,5		0,1	1,8	0,1	1,8	-0,5	1,1	1,2	1,5	2,4			-0,4		0,8	0,4	1,2	4,2	0,0	-1,2	0,5	0,6	-0,9	2,9	-0,7	1,2	1,2	0,5	0,2	-2,3
SERVICES	0,2		0,2	0,9			0,2	1,4		1,6	1,8		-0,1		1,4			-0,8		0,2			-1,4								1,1	1,2	-1,6		
MANUFACTURIER	NOUVELLES COMMANDES	0,4	-2,8	-1,3	2,5	1,8	2,0	3,5	-1,4	3,4	0,2	1,3	3,1		2,5			-0,6		2,3	0,0	2,5	7,6	-0,5	-1,0	0,1	2,0	0,3	0,6	-4,8	0,8	0,6	0,8	-0,4	-4,4
	NOUVELLES COMMANDES À L'EXPORT	0,6	-1,4	2,6	1,5	3,0	2,6	2,1	-0,2	0,4	1,0	-0,3	0,2		3,1			-0,4		-1,9	1,1	4,7	6,7	-0,8	0,7	-1,4	2,0	-4	-2,0	-6,8	-0,3	-1,5	-1,2	-0,4	-2,3
	DÉLAIS DE LIVRAISON	0,0	0,5	-0,2	0,3	-0,9	0,6	0,5	-0,2	1,7	-1,1	-0,3	1,2		-0,3			0,7		1,5	-0,4	0,8	-2,6	0,4	2,9	0,6			3,0	-2,1	-0,2	0,4	-0,5	-1,3	-1,1
	EMPLOI	0,5	0,8	0,2	-0,3	0,4	0,0	-0,7	2,7	0,9	-1,7	-0,9	2,5	-3,3	0,7			0,2		0,2	0,3	2,5	0,9	0,4	-0,2	1,3			-2,1	-0,3	1,3		0,3	0,5	-1,3
	PRIX DES INTRANTS	-1,1	0,5	-4,1	0,2	2,4	3,9	-0,4	-2,7	-2,7	-0,4	2,8	-1,6		1,5			-0,2		-4,6	0,1	-0,9	6,4	-10,7	-0,4	1,6			0,3	-0,6	-0,8	1,4	-1,2	1,4	0,1
	PRIX À LA PRODUCTION	-0,5	2,2	-1,2	0,8	3,1	-0,1	0,9	-0,7	-0,8	1,4	1,7	1,3	6,3	1,2			-0,2		2,6	0,1	3,5	3,5	-10,1	-0,1	1,8	-0,1	3,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	0,6	-0,3	
	PRODUCTION	1,0	-0,8	-0,8	1,4	-0,5	-0,9	3,0	-0,7	3,8	-0,7	3,1	-0,5		-4,9			-1,0		1,1	0,7	1,8	5,5	-0,7	-1,3	0,8			1,1	0,9	2,3		0,3	0,2	-3,3
	STOCKS DES ACHATS	0,3	0,6	-0,5	0,3	-0,9	-2,3	2,3	-0,2	-0,6	-2,2	1,0	0,8	-1,8	2,3			0,3		0,3	1,6	-3,1	-0,1	3,9	-1,4	0,9		-3,9	1,8	0,8	0,0	0,2	-0,3		
	VOLUMES DES ACHATS	0,9		1,2	1,1	-0,9	0,4	2,1	-0,8	1,8	-2,2	3,6	2,3		3,8			-1,2		-1,7	5,4	0,9	7,3	-1,8	0,0	1,6			-0,2	3,5	1,4	0,2	0,5	-3,1	
	PRODUITS FINIS	-0,1	2,2	0,1	0,2	-2,1	-2,8	2,3	2,9	-1,1	0,5	-1,1	-2,8		-0,6			0,5		-0,2	-0,2	2,4	1,8	0,5	2,0					-0,6	-0,1	-1,8	1,4		
ARRIÉRÉS DE TRAVAIL	0,1	1,2	-1,5	1,9		-0,5	2,5	2,5	1,7	0,9	3,3	1,5		1,6			-0,9		1,8	0,6	3,2	5,8	-2,7		0,5			1,1	2,6	-0,1	0,5	0,7	4,0		
SERVICES	PRIX FACTURÉS	-2,3		-4,4	-0,2		0,5	0,9		-2,2	-2,0		-1,4		-1,0			-3,1		-3,1				-1,1								-0,9		-0,9	
	PRIX PAYÉS	0,8		2,5	0,4		1,3	-0,4		-1,5		0,7		0,5			-0,1		0,7					-0,9							-0,5		-1,4		
	EMPLOI	-0,6		-1,5	-0,3		-1,9	0,5		1,3	0,5		-0,5		1,1			-0,3		1,1				0,0							-0,1		-0,8		
	NOUVELLES AFFAIRES	0,9		2,1	1,1		-1,5	3,5		3,0	1,4		-0,8		1,3			0,2		-0,3				-2,4							0,5	1,1			
	AFFAIRES EN COURS				0,1		-0,8	1,2		0,3	-0,7		0,1		-1,0			1,1		-3,3				1,2							-0,7				
PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ	-0,8		-2,8	-0,3		-1,7	-0,7		0,5	1,8		0,5		1,5			1,4						-0,1								1,2				
NOUVELLES AFFAIRES À L'EXPORT	-0,3		0,1	3,1		3,4	4,3		4,1	2,4		0,3		0,4			-0,6		-7,2					-2,4						-0,3	1,2		-2,7		



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 (1,3% t/t selon la deuxième estimation). 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 décline 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 essoufflé 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 prochain. Le reflux de l'inflation se poursuivra mais la hausse des prix à la consommation resterait néanmoins supérieure à 2% a/a en fin d'année prochaine, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif. Ce reflux apportera, avec le dynamisme des salaires et la résistance du marché du travail, 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 continué de baisser (3,8% a/a en novembre 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

Aux États-Unis, la hausse de 25 pb des taux directeurs en juillet devrait être la dernière de la Réserve fédérale. 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. L'incertitude sur la possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'a pas totalement disparu mais elle a 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 négatif au cours du premier trimestre 2024, 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	2,4	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,5	0,0	1,1	9,1	7,4	3,0	2,1
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,5	2,2	2,0
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,6	6,1	2,4	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	6,1	1,7	1,8
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,5	2,5	1,9
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	4,0	4,0

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 8 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	Taux de dépôt	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
	BTP 10 ans	4,25	4,00	3,95	3,90	4,20
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
Japon	Gilt 10a	3,90	3,75	3,65	3,55	3,65
	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	91	85

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strategy, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 4 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

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
Malaisie : les comptes extérieurs restent sous pression	Graphique de la Semaine	22 novembre 2023
Numéro de novembre 2023	Petit Atlas de l'économie	21 novembre 2023
Économie mondiale : L'épargne des ménages joue son rôle outre-Atlantique, pas (encore ?) dans la zone euro	EcoWeek	20 novembre 2023
Europe : des pénuries de main d'œuvre moins généralisées mais toujours aussi prégnantes	EcoFlash	17 novembre 2023
Roumanie : Les déficits jumeaux persistent	EcoTVWeek	17 novembre 2023
AudioBrief Liquidité et solvabilité bancaires	En éco dans le texte	15 novembre 2023
États-Unis : le champ de la compensation centralisée des opérations repo s'étend	Graphique de la Semaine	15 novembre 2023
Economie mondiale : Le dernier kilomètre de la désinflation	EcoWeek	13 novembre 2023
Détérioration du marché du travail et pénuries de main d'œuvre	EcoTVWeek	10 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 événement 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

