

“ Les perspectives de consommation apparaissent plus négatives aux États-Unis qu’en Europe. En effet, les ménages américains pourront moins compter sur leur matelas d’épargne pour continuer d’amortir l’impact du resserrement monétaire alors même que la situation sur le marché du travail devient moins favorable. ”

ÉTUDES **ECO**NOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

Économie mondiale : L'épargne des ménages joue son rôle outre-Atlantique, pas (encore ?) dans la zone euro

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

---

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ÉCONOMIE MONDIALE : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES JOUE SON RÔLE OUTRE-ATLANTIQUE, PAS (ENCORE ?) DANS LA ZONE EURO

La consommation des ménages américains se situe, au troisième trimestre 2023, 10% au-dessus de son niveau d'avant la pandémie de Covid-19 quand celle des ménages français est à peine au-dessus (1%). Ce dynamisme outre-Atlantique s'appuie sur une évolution un peu plus favorable du pouvoir d'achat mais, surtout, sur une baisse du taux d'épargne. L'amélioration de la situation sur le marché du travail semble avoir eu plus d'impact de l'autre côté de l'Atlantique. Comme elle est en train de devenir moins favorable et que les ménages américains disposent d'un matelas d'épargne moins confortable pour amortir désormais l'impact du resserrement monétaire, la croissance américaine pourrait perdre un soutien important à l'horizon des prochains trimestres.

Jusqu'ici, la croissance américaine a remarquablement fait front face au choc inflationniste et à celui du resserrement monétaire tandis que la croissance de la zone a nettement marqué le pas. Les premières estimations de la croissance au T3 2023 l'illustrent bien : le PIB américain a progressé de 1,2% t/t tandis que le PIB de la zone euro a reculé de 0,1% t/t. Le très bon chiffre américain repose pour une grande part sur la consommation des ménages, en hausse de 1% t/t et contribuant à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la croissance. La décomposition de la croissance de la zone euro n'est pas encore disponible mais on connaît celle de la croissance française (+0,1% t/t), souvent représentative de la zone euro dans son ensemble. Si au T3, la consommation privée française a nettement rebondi (+0,7% t/t), les trimestres précédents ont été plus en dents-de-scie.

La comparaison des niveaux actuels de la consommation privée avec ceux du T4 2019, point de référence avant la pandémie de Covid-19, rend très bien compte de l'écart de performance (cf. graphiques 1 et 2). La progression a été continue aux États-Unis depuis le creux du Covid au T2 2020 alors que l'évolution a été plus heurtée en France compte tenu des différentes phases de confinement. La stagnation de la consommation des ménages français depuis le T3 2021 est surtout frappante, de telle sorte qu'au T3 2023, elle se situe presque au même niveau qu'au T4 2019 (à peine 1% au-dessus, à la faveur du rebond du T3), tandis qu'aux États-Unis, elle s'établit 10% au-dessus. On remarquera toutefois que les grands postes de la consommation des ménages français n'ont pas flanché identiquement : leurs dépenses ont été tirées vers le bas par les achats de biens tandis que la consommation de services se situe, des deux côtés de l'Atlantique, 6% au-dessus de son niveau d'avant-Covid-19, après, pourtant, une chute plus importante en France pendant la pandémie.

Le choc inflationniste et de la hausse des taux étant d'ampleur comparable des deux côtés de l'Atlantique, on peut s'interroger sur les facteurs de progression de la consommation des ménages américains quand celle des ménages français a stagné (de manière plus attendue d'ailleurs). L'évolution du pouvoir d'achat des ménages apparaît à l'avantage des États-Unis mais avec un écart moins important que pour la consommation : il se situait, au T2 2023<sup>1</sup>, 7% au-dessus du niveau du T4 2019 aux États-Unis contre 3% en France (cf. graphique 3).

Certains facteurs de progression du revenu disponible ont pu jouer plus en faveur des consommateurs américains. Les mesures d'urgence pendant la pandémie ont, en effet, apporté un soutien plus direct (chèques) et important aux revenus des ménages américains, qui a soutenu la consommation lorsque les conditions sanitaires l'ont permis. En Europe et en France en particulier, les revenus ont globalement été préservés mais sans toutefois bénéficier d'un même choc positif temporaire que les Américains : il n'y a donc pas eu de sursaut de la consommation.

En outre, une partie de la dynamique récente du revenu disponible des ménages français vient de la forte progression des revenus financiers et de la propriété. Or, cette forte progression est, pour partie, fictive, car elle est le résultat de conventions comptables sur la manière de calculer et d'attribuer un revenu aux propriétaires de logements. Et, concernant la hausse des intérêts et dividendes reçus, ce sont des revenus davantage épargnés que consommés.

La divergence de dynamique de consommation se situe donc, pour une bonne part, dans la différence de comportement d'épargne des ménages. L'évolution des taux d'épargne est, à cet égard, éclairante : aux États-Unis, il est légèrement plus bas qu'avant la pandémie tandis qu'en France, il est encore nettement au-dessus (cf. graphique 4). Le surcroît d'épargne constitué lors des confinements apparaît beaucoup plus entamé aux États-Unis qu'en France ou en Europe<sup>2</sup>. Les ménages américains ont également largement recouru au crédit à la consommation pour entretenir leurs dépenses alors que leur pouvoir d'achat déclinait.

Ce qui reste toutefois difficile à expliquer, c'est la raison pour laquelle l'épargne des ménages a joué son rôle d'amortisseur aux États-Unis et pas en France, pourquoi les ménages américains ont puisé dans leur épargne pour maintenir leurs dépenses de consommation contrairement aux ménages français. Une partie de la réponse se trouve peut-être du côté de la situation du marché du travail. La dynamique a été favorable des deux côtés de l'Atlantique, mais de manière plus surprenante côté français (cf. graphique 5). La baisse du taux de chômage a, de ce fait, peut-être été moins pleinement ressentie en France qu'aux États-Unis et n'a pas eu le même effet d'entraînement sur la consommation. Est-ce aussi une question de confiance ? Ce n'est pas clair. L'indicateur de confiance des ménages de l'INSEE pour la France se situe à un niveau déprimé selon les standards français mais c'est aussi le cas côté américain selon l'enquête de l'Université de Michigan tandis que le moral des ménages américains apparaît plus élevé selon l'indicateur du Conference Board (cf. graphique 6). Dans les trois cas, la confiance est orientée en hausse depuis la mi-2022, ce qui suggère que la consommation des ménages français est, pour l'heure, plus influencée par le bas niveau de leur confiance que par sa variation (en amélioration). Les perspectives de croissance à l'horizon des prochains trimestres dépendent pour une grande part des évolutions de la consommation des ménages. La baisse de l'inflation combinée à la hausse des salaires (qui reste élevée même si elle se modère), constitue un facteur de soutien important des deux côtés de l'Atlantique. Mais ces perspectives apparaissent plus négatives aux États-Unis qu'en Europe dans la mesure où les ménages américains pourront moins compter sur leur matelas d'épargne pour continuer d'amortir l'impact du resserrement monétaire alors même que la situation sur le marché du travail devient moins favorable.

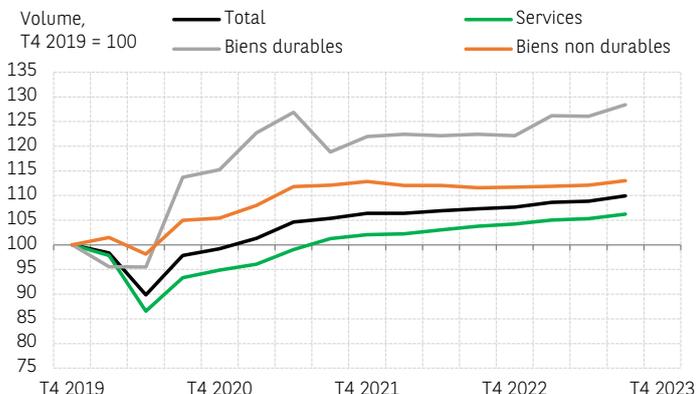
Hélène Baudchon

<sup>1</sup> Les données pour le T3 2023 ne sont pas encore disponibles pour la France.

<sup>2</sup> Pour des estimations de cet excès d'épargne, voir par exemple : pour les États-Unis : [Data Revisions and Pandemic-Era Excess Savings | San Francisco Fed \(frbsf.org\)](https://www.frb.org/research/2023/11/08/only-in-the-u-s-phenomenon), 8 novembre 2023 ; pour une comparaison internationale : [Spending Down Pandemic Savings Is an "Only-in-the-U.S." Phenomenon - Liberty Street Economics \(newyorkfed.org\)](https://www.libertystreeteconomics.com/2023/10/11/excess-savings-to-spend-or-not-to-spend/), 11 octobre 2023 ; pour la zone euro : [Excess savings: To spend or not to spend \(europa.eu\)](https://www.europa.eu/press-communications/infographic/2023/11/02/excess-savings-to-spend-or-not-to-spend), 2 novembre 2023.



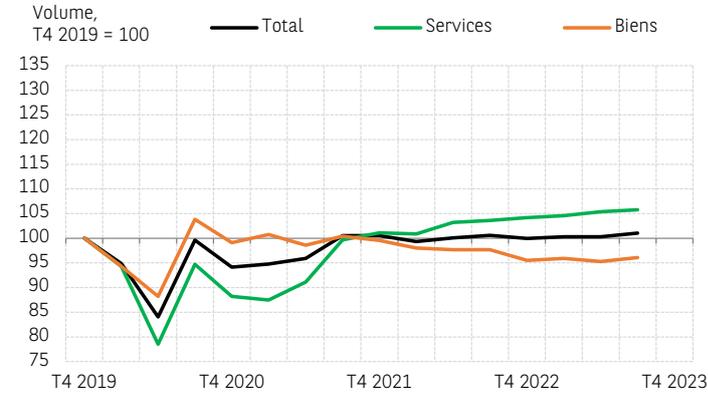
### ÉTATS-UNIS : CONSOMMATION DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

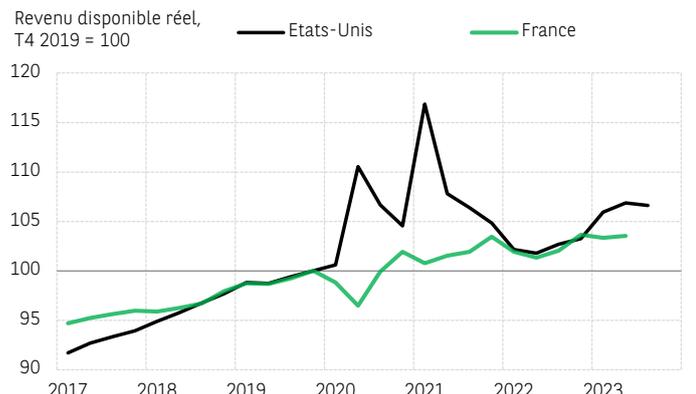
### FRANCE : CONSOMMATION DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS

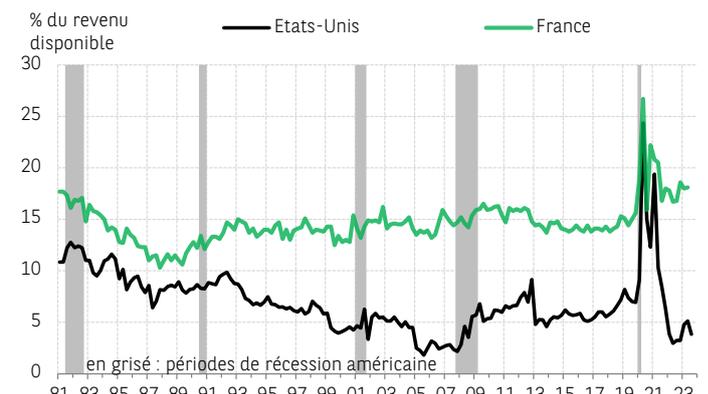
### POUVOIR D'ACHAT DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BEA, INSEE, BNP PARIBAS

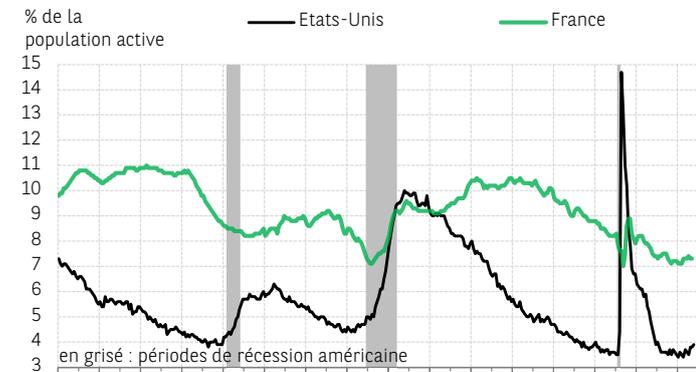
### TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BEA, INSEE, BNP PARIBAS

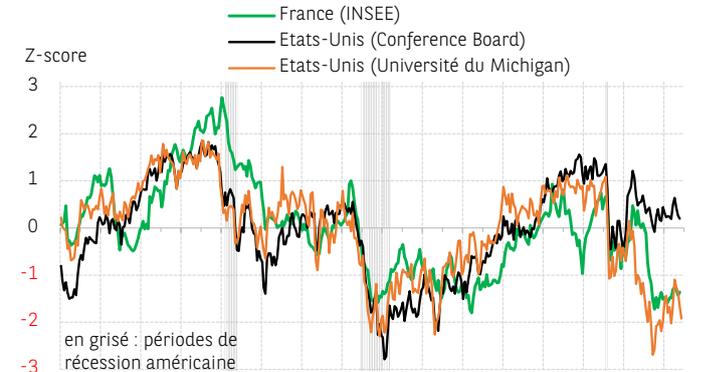
### TAUX DE CHÔMAGE



GRAPHIQUE 5

SOURCES : BLS, EUROSTAT, BNP PARIBAS

### ENQUÊTES DE CONFIANCE AUPRÈS DES MÉNAGES



GRAPHIQUE 6

SOURCES : INSEE, CONFERENCE BOARD, UNIVERSITÉ DU MICHIGAN, BNP PARIBAS

## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 10-11-23 au 17-11-23

➔ CAC 40	7 045	▶	7 234	+2.7 %	
➔ S&P 500	4 415	▶	4 514	+2.2 %	
➔ Volatilité (VIX)	14.2	▶	13.8	-0.4 pb	
➔ Euribor 3m (%)	3.99	▶	3.98	-0.8 pb	
➔ Libor 3m (%)	5.64	▶	5.63	-1.1 pb	
➔ OAT 10a (%)	3.21	▶	3.07	-13.5 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.68	▶	2.55	-12.2 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.64	▶	4.46	-17.9 pb	
➔ Euro vs dollar	1.07	▶	1.09	+2.0 %	
➔ Or (once, \$)	1 947	▶	1 981	+1.8 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	81.6	▶	80.7	-1.1 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50				
Eonia	-0.51	-0.51 le	02/01	-0.51 le	02/01
Euribor 3m	3.98	4.00 le	19/10	2.16 le	02/01
Euribor 12m	3.99	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	5.63	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	5.35	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 17-11-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le	02/01	2.64 le	02/01
Bund 2a	3.17	3.38 le	28/09	2.39 le	20/03
Bund 10a	2.55	2.94 le	28/09	1.98 le	18/01
OAT 10a	3.07	3.50 le	28/09	2.42 le	18/01
Corp. BBB	4.50	5.00 le	19/10	3.95 le	02/02
\$ Treas. 2a	4.91	5.28 le	18/10	3.85 le	04/05
Treas. 10a	4.46	4.98 le	19/10	3.30 le	06/04
High Yield	8.78	9.48 le	20/10	7.94 le	02/02
£ Gilt. 2a	4.54	5.51 le	06/07	3.15 le	02/02
Gilt. 10a	4.19	4.74 le	17/08	3.00 le	02/02

Au 17-11-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.09	1.12 le	14/07	1.05 le	03/10	+2.0%
GBP	0.88	0.90 le	03/02	0.85 le	11/07	-1.3%
CHF	0.97	1.00 le	24/01	0.94 le	20/10	-2.3%
JPY	162.85	163.97 le	15/11	138.02 le	03/01	+15.6%
AUD	1.67	1.70 le	21/08	1.53 le	27/01	+6.4%
CNY	7.89	8.08 le	19/07	7.23 le	05/01	+6.3%
BRL	5.33	5.79 le	04/01	5.18 le	18/09	-5.5%
RUB	97.50	110.46 le	14/08	73.32 le	12/01	+25.1%
INR	90.66	92.37 le	14/07	86.58 le	08/03	+2.7%

Au 17-11-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	80.7	96.6 le	27/09	71.9 le	12/06	-5.0%	-6.9%
Or (once)	1 981	2 047 le	04/05	1 810 le	24/02	+9.1%	+7.0%
Métaux, LME	3 641	4 404 le	26/01	3 551 le	05/10	-8.6%	-10.4%
Cuivre (tonne)	8 168	9 331 le	23/01	7 824 le	05/10	-2.3%	-4.3%
Blé (tonne)	211	2.9 le	13/02	168 le	29/09	-26.0%	-27.5%
Maïs (tonne)	174	2.7 le	13/02	161 le	21/08	-33.3%	-34.6%

Au 17-11-23

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours					
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 985	3 064 le	31/07	2 595 le	05/01	+14.7%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 514	4 589 le	31/07	3 808 le	05/01	+17.6%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 341	4 471 le	31/07	3 856 le	02/01	+14.4%
CAC 40	7 234	7 577 le	21/04	6 595 le	02/01	+11.7%
DAX 30	15 919	16 470 le	28/07	14 069 le	02/01	+14.3%
IBEX 35	9 761	9 761 le	17/11	8 370 le	02/01	+18.6%
FTSE100	7 504	8 014 le	20/02	7 257 le	07/07	+0.7%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 236	1 256 le	15/09	1 065 le	04/01	+15.7%
Nikkei	33 585	33 753 le	03/07	25 717 le	04/01	+28.7%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	977	1 052 le	26/01	911 le	26/10	+2.1%
Chine	57	75 le	27/01	55 le	24/10	-10.3%
Inde	836	843 le	15/09	703 le	16/03	+9.1%
Brésil	1 689	1 733 le	26/07	1 296 le	23/03	+7.3%

Au 17-11-23

Variations

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

<b>Année 2023 au 17-11, €</b>					
Distribution	+24.7%				
Technologie	+24.3%				
Construction	+17.5%				
Médias	+16.7%				
Banques	+15.2%				
Automobile	+13.7%				
Industrie	+10.8%				
Bs. de conso.	+10.3%				
Voyages & loisirs	+10.3%				
Indice	+7.3%				
Assurances	+5.6%				
Chimie	+5.4%				
Scs collectivités	+4.5%				
Santé	+3.1%				
Pétrole & gaz	+3.0%				
Télécoms	+2.6%				
Foncières	+1.3%				
Agroalimentaire	-7.8%				
Matières premières	-10.2%				
<b>Année 2023 au 17-11, \$</b>					
Technologie	+53.1%				
Automobile	+49.0%				
Distribution	+24.3%				
Voyages & loisirs	+23.2%				
Construction	+18.4%				
Indice	+14.9%				
Assurances	+11.2%				
Médias	+9.6%				
Scs financiers	+7.6%				
Industrie	+4.5%				
Chimie	+0.4%				
Pts ménagers & soins	-1.7%				
Matières premières	-2.8%				
Pétrole & gaz	-5.7%				
Banques	-7.7%				
Santé	-8.2%				
Télécoms	-9.0%				
Agroalimentaire	-11.0%				
Scs collectivités	-14.2%				

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

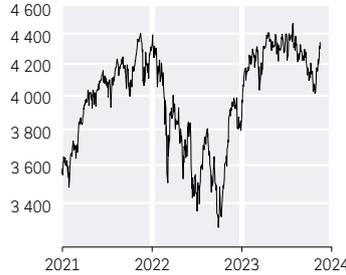
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

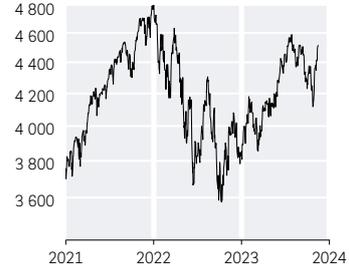
**EURO-DOLLAR**



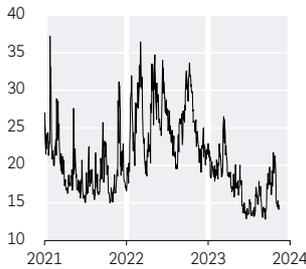
**EUROSTOXX50**



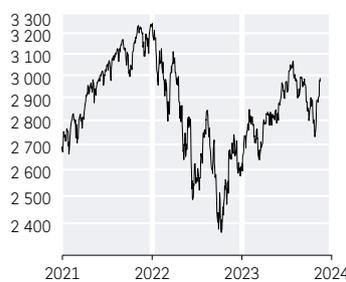
**S&P500**



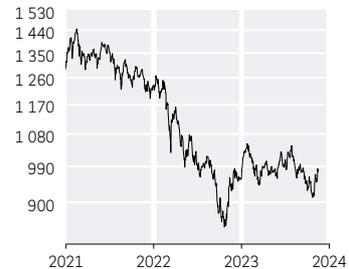
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



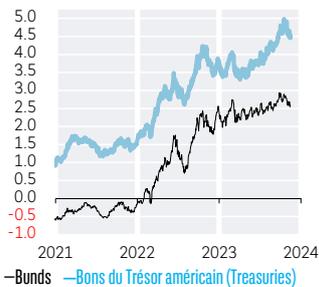
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

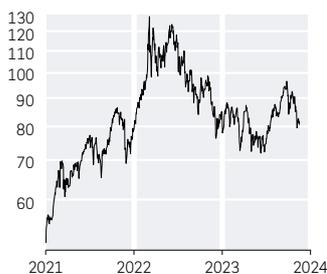


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

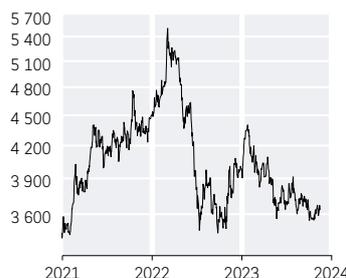
Année 2023 au 17-11

4.53%	Grèce	197 pb
4.19%	Italie	163 pb
3.55%	Espagne	99 pb
3.20%	Belgique	64 pb
3.17%	Autriche	61 pb
3.16%	Portugal	60 pb
3.10%	Finlande	54 pb
3.07%	France	51 pb
2.96%	Irlande	40 pb
2.92%	P-Bas	36 pb
2.55%	Allemagne	

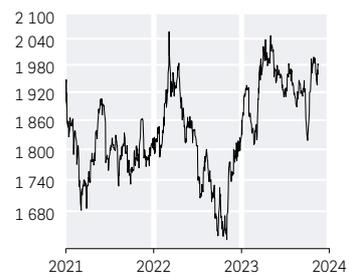
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LME, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## CHINE : LE REDRESSEMENT SE POURSUIT, SANS SE RENFORCER

Selon les dernières données d'activité de l'économie chinoise, la reprise post-Covid se poursuit, mais la dynamique reste fragile.

Au mois d'octobre 2023, l'activité dans les services a continué de se renforcer (+7,7% en g.a. contre +6,9% en septembre), soutenue par l'amélioration de la performance des ventes au détail (+7,8% en g.a. en volume en octobre contre +5,5% en septembre).

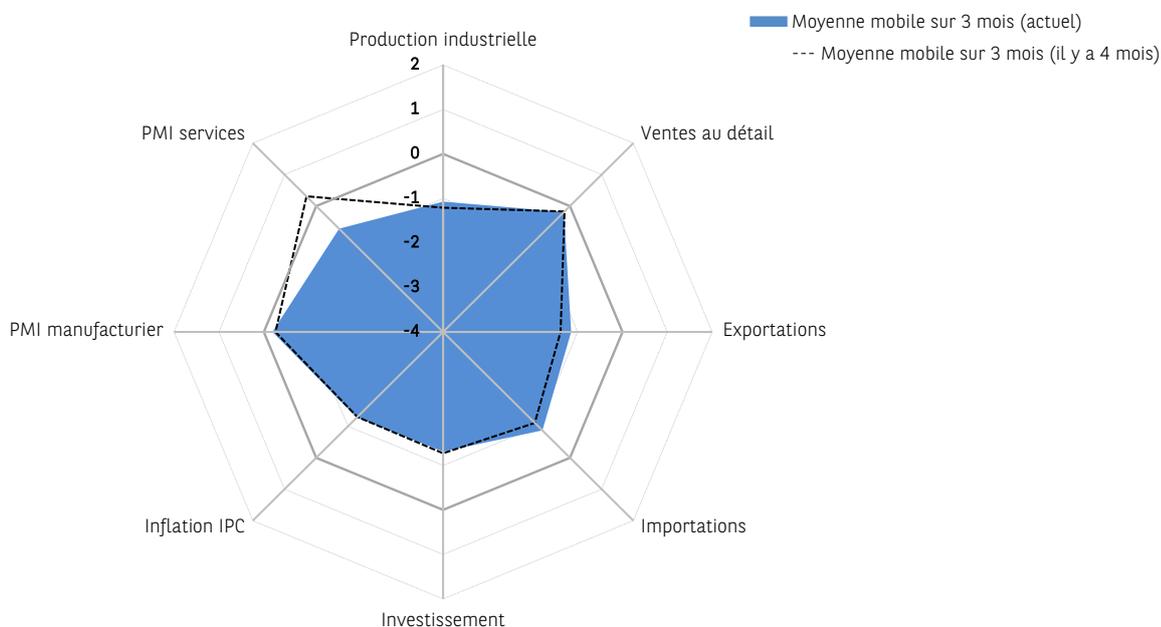
Le rebond de ces dernières s'explique en partie par des effets de base puisque les ventes au détail s'étaient contractées en octobre 2022. Il s'explique également par quelques évolutions positives dont les effets pourraient perdurer à très court terme. D'abord, la progression du revenu disponible par tête a légèrement accéléré au cours des deux derniers trimestres. Le taux de chômage de l'ensemble des zones urbaines est resté stable à 5% en octobre, soit très légèrement en-dessous de son niveau d'avant-Covid. Et l'inflation des prix à la consommation est toujours très faible (-0,2% en g.a. en octobre), contenue notamment par la baisse des prix alimentaires (-4% en g.a. en octobre). En outre, les autorités ont ajusté la direction de leur politique économique depuis l'été et multiplient les mesures de soutien à l'activité. Dans ce contexte, le niveau de confiance des consommateurs est légèrement remonté. Il reste toutefois bas. En particulier, le taux de chômage élevé et inédit chez les jeunes de 16-24 ans, ainsi que la crise sans précédent et sans fin du secteur immobilier, continuent de peser lourdement sur la confiance des ménages chinois.

En dépit des mesures de relance mises en œuvre par les autorités, l'activité du secteur immobilier a continué de se contracter fortement en octobre (volumes de transactions : -20% en g.a., projets en construction : -28%, mises en chantier : -21%). A noter toutefois que le nombre de chantiers achevés a continué de se redresser (+13% en g.a. en octobre). Sur les dix premiers mois de 2023, l'investissement total dans le secteur immobilier a reculé de -7,8% en g.a. en valeur. Enfin, la baisse du prix moyen des logements des 70 principales villes du pays a atteint -7,5% depuis le début de sa correction en juillet 2021.

Dans le secteur industriel, le très léger redressement de la croissance s'est poursuivi en octobre (+4,6% en g.a. contre 4,5% en septembre). A très court terme, le recul des exportations (-7,9% en g.a. en dollars courants en octobre) devrait continuer de freiner l'activité du secteur manufacturier. D'une manière générale, notre Baromètre ici témoigne de l'absence de regain de vigueur de la dynamique de croissance en Chine (la zone bleue est quasi inchangée par rapport à la zone pointillée).

Christine Peltier

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés). Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1<sup>er</sup> semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre après +0,6% t/t au 2<sup>nd</sup> 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<sup>e</sup> trimestre a même été plus élevée qu'au 1<sup>er</sup> semestre (1,2% t/t selon la première estimation). Un tassement net au 4<sup>e</sup> 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<sup>er</sup> semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade 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'exercice 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 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 encore peser sur l'activité économique. Celle-ci stagnerait au dernier trimestre 2023, avant d'engager une reprise molle en 2024. Le reflux de l'inflation se poursuit. L'inflation resterait néanmoins supérieure à 2% a/a en fin d'année prochaine, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif. Ce reflux 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. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU.

## FRANCE

La croissance a ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre 2023 (+0,1% t/t), retrouvant un rythme proche de la stagnation comme au T4 2022 et au T1 2023 après un T2 marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Si la consommation et l'investissement des ménages ont connu un léger mieux au T3 2023, ils restent déprimés, au contraire de l'investissement des entreprises, qui a connu une nouvelle progression marquée (1,5% t/t au T3). Si l'inflation a continué de baisser (4,5% a/a en octobre 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 zéro. Au global, la croissance est attendue à 0,9% en 2023 et 0,7% en 2024.

## 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 dissiperont les incertitudes sur la prolongation du resserrement monétaire.

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 de sa politique monétaire sont probables, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. La BoJ ne devrait pas augmenter ses taux directeurs cette année, mais nous prévoyons une première remontée en mars prochain.

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.

### 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	4,1	2,2
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 20 novembre 2023

\* année budgétaire du 1<sup>er</sup> 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
Zone euro					
Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
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/banil	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

9

<a href="#">Europe : des pénuries de main d'œuvre moins généralisées mais toujours aussi prégnantes</a>	EcoFlash	17 novembre 2023
<a href="#">Roumanie : Les déficits jumeaux persistent</a>	EcoTVWeek	17 novembre 2023
<a href="#">AudioBrief   Liquidité et solvabilité bancaires</a>	En éco dans le texte	15 novembre 2023
<a href="#">États-Unis : le champ de la compensation centralisée des opérations repo s'étend</a>	Graphique de la Semaine	15 novembre 2023
<a href="#">Economie mondiale : Le dernier kilomètre de la désinflation</a>	EcoWeek	13 novembre 2023
<a href="#">Détérioration du marché du travail et pénuries de main d'œuvre</a>	EcoTVWeek	10 novembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Novembre 2023</a>	EcoChart	9 novembre 2023
<a href="#">Exportations françaises : s'il ne doit en rester qu'un...</a>	EcoBrief	8 novembre 2023
<a href="#">États-Unis : Immobilier neuf, un rebond éphémère ?</a>	Graphique de la Semaine	8 novembre 2023
<a href="#">Japon : vers la fin du contrôle de la courbe des taux</a>	EcoWeek	6 novembre 2023
<a href="#">États-Unis : sprint en montée</a>	EcoTVWeek	3 novembre 2023
<a href="#">Économie mondiale : conséquences économiques de l'incertitude géopolitique</a>	EcoWeek	30 octobre 2023
<a href="#">Amérique latine : des facteurs mondiaux à l'origine des reflux d'investissements de portefeuille</a>	ECOTVWeek	27 octobre 2023
<a href="#">Nigéria : maintenir le cap</a>	EcoConjoncture	26 octobre 2023
<a href="#">Neutralité climatique : gare à une transition à deux vitesses !</a>	Graphique de la Semaine	25 octobre 2023
<a href="#">Zone euro : en quête de signes encourageants dans les chiffres de l'inflation</a>	EcoWeek	23 octobre 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE d'octobre 2023</a>	EcoPulse	20 octobre 2023
<a href="#">Japon : les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie nippone</a>	EcoTVWeek	20 octobre 2023
<a href="#">Résilience des flux de capitaux en Europe centrale</a>	Graphique de la Semaine	18 octobre 2023
<a href="#">La capacité des investisseurs à prendre des risques et le marché obligataire</a>	EcoWeek	17 octobre 2023
<a href="#">Economies émergentes : divergences et nouvelle donne</a>	EcoEmerging	16 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

## ECOFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

**POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS**

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

**ET**

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

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



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

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

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

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

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

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

© BNP Paribas (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: Givaga

