

“ On peut se féliciter du caractère généralisé de la désinflation car il augmente la probabilité que la baisse de l’inflation gagne l’ensemble de l’économie de la zone euro. Cela ne doit toutefois pas occulter le fait, qu’en dépit des progrès enregistrés, l’inflation se maintient bien au-dessus de l’objectif. Le retour à 2% prendra du temps. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Zone euro : en quête de signes encourageants dans les chiffres de l'inflation

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ZONE EURO : EN QUÊTE DE SIGNES ENCOURAGEANTS DANS LES CHIFFRES DE L'INFLATION

Comme le montrent les données de septembre, la désinflation se poursuit dans la zone euro. Cette évolution est, en outre, généralisée : pour plus de la moitié des postes de l'IPCH (indice harmonisé des prix à la consommation), le taux d'inflation sur trois mois est inférieur à l'objectif de la BCE, exprimé sur une base équivalente. Cette tendance renforce la probabilité que la baisse de l'inflation s'étende à l'ensemble de l'économie de la zone euro. Cependant, malgré les progrès enregistrés, l'inflation se maintient bien au-dessus de sa cible. Autrement dit, même si dorénavant l'inflation sous-jacente mensuelle devait coïncider avec l'objectif de la BCE (exprimé sous forme de taux mensuel), il faudrait attendre septembre prochain pour un retour à 2 % de l'inflation annuelle. Enfin, l'évolution géopolitique récente entraîne un risque de hausse des prix de l'énergie, qui pourrait freiner le repli de l'inflation globale et, du fait de ses effets induits, entraver la baisse de l'inflation sous-jacente.

La désinflation se poursuit dans la zone euro. En septembre, l'inflation globale a reflué à 4,3 % contre 5,2 % le mois précédent et 9,9 % en septembre de l'année dernière. Les prix de l'énergie ont baissé (-4,6 %) et l'inflation des biens industriels hors énergie a reculé (4,1 % contre 4,7 % le mois précédent) ainsi que celle des services (4,7 % contre 5,5 % en août).

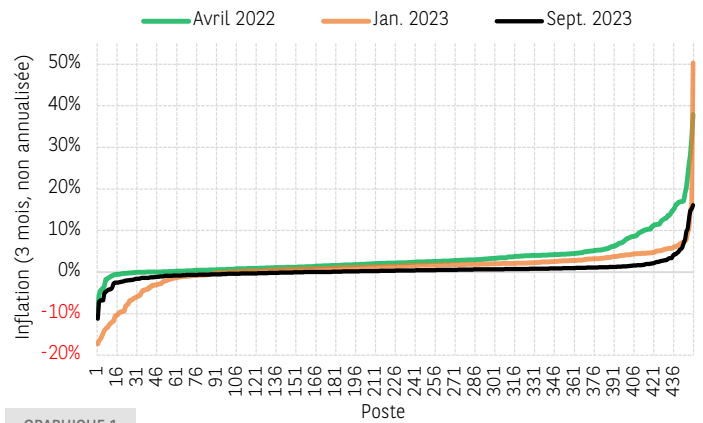
Le graphique 1, qui présente le classement des sous-composantes de l'IPCH sur trois mois, illustre le caractère généralisé de cette tendance de la désinflation¹. Cette mesure de l'inflation a atteint son point culminant en avril de l'année dernière. Depuis, la courbe s'est retournée à la baisse et la fréquence des observations extrêmement négatives ou positives – parties gauche et droite du graphique – a également diminué. Le graphique 2 apporte les mêmes informations mais en se concentrant sur le milieu des courbes. Il met clairement en évidence la baisse de la courbe d'inflation. En conséquence, l'inflation sur trois mois pour plus de la moitié des sous-composantes de l'IPCH est inférieure à l'objectif de la BCE calculé sur une base équivalente.

Pour mettre en lumière la rapidité et l'étendue de la désinflation, le tableau 1 s'intéresse aux principales catégories de l'IPCH. Les cellules en surbrillance correspondent à une inflation inférieure à l'objectif de la BCE. L'inflation annuelle ayant atteint un pic en octobre de l'année dernière, ce mois sert de référence. Depuis, l'inflation globale, celle de l'alimentation, des biens industriels hors énergie et de l'énergie ont enregistré des baisses significatives. Toutefois, à l'exception de l'énergie, l'inflation annuelle de ces composantes était toujours bien supérieure à l'objectif en septembre. Par ailleurs, les dernières données relatives à l'inflation sur trois mois ont été encourageantes pour ce qui concerne les prix de l'alimentation et des biens industriels hors énergie. Le rebond récent de la hausse des prix de l'énergie est préoccupant en raison de ses effets directs sur l'économie – pouvoir d'achat des ménages, structure de coûts des entreprises, impact sur l'inflation globale – ainsi que des risques de retombées sur d'autres catégories de prix s'il devait marquer le début d'une nouvelle tendance.

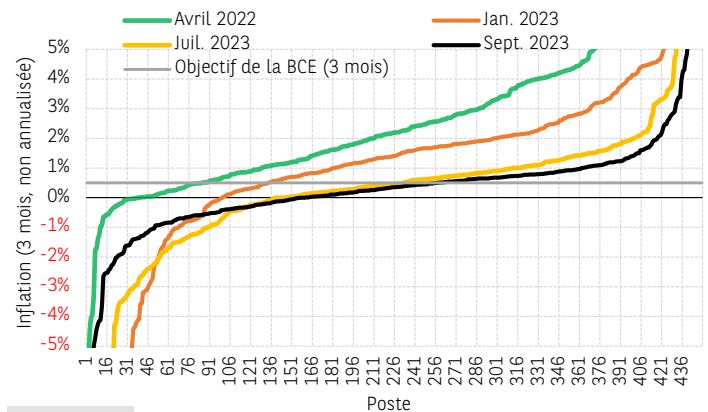
En ce qui concerne les services, le tableau est contrasté. Pour certaines catégories – l'ensemble des services, services liés aux communications, au logement, services divers – l'inflation annuelle s'est inscrite en hausse en septembre par rapport à celle enregistrée en octobre de l'année dernière. Pour d'autres – loisirs, voyages organisés, services

¹ Le choix d'une fenêtre de trois mois pour calculer les variations de l'indice des prix vise à obtenir une inflation suffisamment sensible aux fluctuations de l'environnement économique tout en évitant la volatilité potentielle de l'inflation calculée en glissement mensuel.

INFLATION DANS LA ZONE EURO : COMPOSANTES DE L'IPCH



GRAPHIQUE 1



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

On peut se féliciter du caractère généralisé de la désinflation car il augmente la probabilité que la baisse de l'inflation gagne l'ensemble de l'économie de la zone euro. Cela ne doit toutefois pas occulter le fait, qu'en dépit des progrès enregistrés, l'inflation se maintient bien au-dessus de l'objectif. Le retour à 2% prendra du temps.



INFLATION DANS LA ZONE EURO

TABLEAU 1	Inflation annuelle			Inflation 3 mois									Poids IPCH	
	2022-10	2023-09	Evolution de l'inflation versus pic (oct. 2022)	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09		
Ensemble de l'IPCH	10,6%	4,3%	-6,3%	-0,6%	0,2%	1,5%	2,4%	1,6%	0,9%	0,2%	0,7%	0,8%	100%	
Alimentation y compris alcool et tabac	13,1%	8,8%	-4,3%	3,0%	3,8%	4,4%	3,1%	1,8%	0,9%	0,8%	0,5%	0,2%	19,98%	
Biens industriels hors énergie	6,1%	4,1%	-2,0%	-1,1%	-0,8%	1,2%	3,8%	3,3%	0,9%	-2,5%	-2,2%	0,0%	26,27%	
Energie	41,5%	-4,6%	-46,1%	-7,8%	-7,1%	-2,7%	-4,2%	-5,2%	-3,6%	-3,0%	2,4%	4,6%	10,23%	
Services (index global hors biens)	4,3%	4,7%	0,4%	0,3%	1,5%	1,4%	2,7%	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	0,7%	43,53%	
Services liés à la communication	-0,7%	0,0%	0,7%	0,9%	1,0%	1,2%	0,5%	0,5%	-0,2%	-0,8%	-1,0%	-0,4%		2,23%
Services liés au logement	2,9%	3,7%	0,8%	1,1%	1,4%	1,4%	1,0%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%		9,52%
Services - divers	2,7%	4,1%	1,4%	1,8%	1,9%	1,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,4%	0,5%		9,23%
Services liés aux loisirs, y compris les réparations et les soins aux personnes	7,3%	6,7%	-0,6%	-0,9%	1,9%	1,5%	4,4%	3,8%	4,0%	4,7%	4,5%	1,3%		15,25%
Services liés aux loisirs et aux soins aux personnes, hors voyages organisés et hébergement	6,1%	5,9%	-0,2%	1,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%		11,62%
Services liés aux voyages organisés et à l'hébergement	12,5%	7,4%	-5,1%	-10,4%	2,9%	0,4%	14,3%	11,8%	12,4%	15,4%	14,7%	1,9%		3,63%
Services liés au transport	5,9%	3,9%	-2,0%	-0,1%	1,0%	0,8%	4,2%	1,8%	1,8%	1,6%	2,4%	0,0%		7,31%
Indice global hors énergie, alimentation, alcool et tabac	5,0%	4,5%	-0,5%	-0,2%	0,6%	1,3%	3,1%	2,5%	1,6%	0,4%	0,6%	0,4%		69,79%

TABLEAU 2	Inflation mensuelle moyenne depuis :								
	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09
Ensemble de l'IPCH	0,36%	0,43%	0,37%	0,28%	0,21%	0,26%	0,26%	0,43%	0,32%
Alimentation y compris alcool et tabac	0,60%	0,51%	0,34%	0,19%	0,19%	0,14%	0,08%	0,05%	0,07%
Biens industriels hors énergie	0,23%	0,50%	0,46%	0,15%	0,03%	-0,01%	0,01%	1,34%	2,11%
Energie	-0,21%	-0,30%	-0,19%	0,15%	0,36%	0,98%	1,53%	2,39%	1,53%
Services (index global hors biens)	0,46%	0,52%	0,48%	0,45%	0,31%	0,33%	0,24%	-0,32%	-0,85%
Services liés à la communication	0,06%	-0,06%	-0,08%	-0,11%	-0,19%	-0,27%	-0,14%	-0,07%	-0,07%
Services liés au logement	0,31%	0,27%	0,24%	0,24%	0,24%	0,22%	0,23%	0,17%	0,14%
Services - divers	0,35%	0,24%	0,22%	0,22%	0,19%	0,19%	0,18%	0,15%	0,36%
Services liés aux loisirs, y compris les réparations et les soins aux personnes	0,75%	0,98%	0,91%	0,88%	0,69%	0,65%	0,44%	-0,58%	-1,82%
Services liés aux loisirs et aux soins aux personnes, hors voyages organisés et hébergement	0,47%	0,43%	0,40%	0,40%	0,37%	0,35%	0,35%	0,32%	0,27%
Services liés aux voyages organisés et à l'hébergement	1,71%	2,82%	2,58%	2,42%	1,77%	1,68%	0,85%	-2,99%	-7,40%
Services liés au transport	0,29%	0,46%	0,36%	0,31%	-0,10%	0,17%	0,00%	-1,06%	-1,78%
Indice global hors énergie, alimentation, alcool et tabac	0,37%	0,51%	0,46%	0,33%	0,20%	0,19%	0,14%	0,28%	0,22%

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

de transport – elle a reflué. À l'exception des services liés à la communication, toutes les catégories affichent une inflation annuelle bien supérieure à l'objectif. S'agissant de l'évolution de l'inflation sur trois mois, cette année, l'inflation des services liés à la communication a été faible à négative depuis avril dernier. Les services liés au logement ont également enregistré un ralentissement du rythme de hausse des prix même si l'inflation reste bien au-dessus de l'objectif. L'inflation des services liés aux transports est également restée élevée même si, sur les trois derniers mois, elle est retombée à zéro. Les voyages et séjours organisés ont connu une nette envolée de l'inflation au cours du printemps et de l'été ; toutefois, les dernières données indiquent un recul significatif. Enfin, l'évolution récente de l'inflation sous-jacente (ensemble de l'IPCH hors énergie, alimentation, alcool et tabac) est encourageante. Au cours des trois derniers mois, le taux mensuel de l'inflation sur trois mois s'est établi deux fois légèrement en deçà de l'objectif (0,4 %) et une fois légèrement au-dessus (0,6 %).

Le tableau 2 examine les données relatives aux prix sous un autre angle en indiquant l'inflation mensuelle moyenne sur des horizons de plus en plus longs². Cela permet d'évaluer la dynamique de l'inflation et la convergence éventuelle vers l'objectif de la BCE. L'inflation des produits alimentaires connaît des évolutions favorables ainsi que depuis le mois d'avril celle des biens industriels hors énergie. L'inflation de l'énergie a connu des fluctuations notables et a récemment rebondi. Les voyages

et séjours organisés ainsi que les services liés aux transports ont également été volatils. Leur repli récent a tiré vers le bas l'inflation de l'ensemble des services.

Pour conclure, à l'examen détaillé des évolutions de l'inflation depuis le début de l'année, le bilan est plutôt contrasté. D'une part, on peut se féliciter du caractère généralisé de la désinflation, car il augmente la probabilité que la baisse de l'inflation gagne l'ensemble de l'économie de la zone euro. D'autre part, malgré les progrès enregistrés, l'inflation se maintient bien au-dessus de sa cible. Autrement dit, même si désormais l'inflation sous-jacente mensuelle coïncidait avec l'objectif de la BCE (exprimé sous forme de taux mensuel), il faudrait attendre septembre prochain pour un retour à 2 % de l'inflation annuelle. Enfin, les évolutions géopolitiques récentes entraînent un risque de hausse des prix de l'énergie, qui pourrait freiner le repli de l'inflation globale et, du fait de ses effets induits, entraver la baisse de l'inflation sous-jacente.

William De Vijlder

² Le tableau présente les derniers chiffres (septembre) ainsi que l'inflation moyenne sur les deux, trois, etc. derniers mois.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 13-10-23 au 20-10-23

▼ CAC 40	7 004	▶ 6 816	-2.7 %			
▼ S&P 500	4 328	▶ 4 224	-2.4 %			
↗ Volatilité (VIX)	19.3	▶ 21.7	+2.4 pb			
↘ Euribor 3m (%)	3.99	▶ 3.97	-1.6 pb			
↘ Libor \$ 3m (%)	5.66	▶ 5.66	-0.4 pb			
↗ OAT 10a (%)	3.29	▶ 3.42	+13.5 pb			
↗ Bund 10a (%)	2.70	▶ 2.85	+15.2 pb			
↗ US Tr. 10a (%)	4.62	▶ 4.91	+29.3 pb			
↗ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.06	+0.8 %			
↗ Or (once, \$)	1 919	▶ 1 994	+3.9 %			
↗ Pétrole (Brent, \$)	91.0	▶ 92.2	+1.4 %			

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50					
Eonia	-0.51	-0.51	02/01	-0.51	02/01	
Euribor 3m	3.97	4.00	19/10	2.16	02/01	
Euribor 12m	4.19	4.23	29/09	3.30	19/01	
\$ FED	5.50	5.50	27/07	4.50	02/01	
Libor 3m	5.66	5.69	10/10	4.77	02/01	
Libor 12m	6.04	6.04	30/06	4.70	20/03	
£ Bque Angl	5.25	5.25	03/08	3.50	02/01	
Libor 3m	5.40	5.60	30/08	3.87	02/01	
Libor 12m	0.81	0.81	02/01	0.81	02/01	

Au 20-10-23

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	02/01	2.64	02/01	
Bund 2a	3.27	3.38	28/09	2.39	20/03	
Bund 10a	2.85	2.94	28/09	1.98	18/01	
OAT 10a	3.42	3.50	28/09	2.42	18/01	
Corp. BBB	4.96	5.00	19/10	3.95	02/02	
\$ Treas. 2a	5.12	5.28	18/10	3.85	04/05	
Treas. 10a	4.91	4.98	19/10	3.30	06/04	
High Yield	9.48	9.48	20/10	7.94	02/02	
£ Gilt. 2a	4.88	5.51	06/07	3.15	02/02	
Gilt. 10a	4.66	4.74	17/08	3.00	02/02	

Au 20-10-23

TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.06	1.12	14/07	1.05	03/10	-0.8%
GBP	0.87	0.90	03/02	0.85	11/07	-1.8%
CHF	0.94	1.00	24/01	0.94	20/10	-4.4%
JPY	158.72	159.39	30/08	138.02	03/01	+12.7%
AUD	1.68	1.70	21/08	1.53	27/01	+6.4%
CNY	7.75	8.08	19/07	7.23	05/01	+4.4%
BRL	5.35	5.79	04/01	5.18	18/09	-5.1%
RUB	101.46	110.46	14/08	73.32	12/01	+30.2%
INR	88.01	92.37	14/07	86.58	08/03	-0.3%

Au 20-10-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	92.2	96.6	27/09	71.9	12/06	+8.6%
Or (once)	1 994	2 047	04/05	1 810	24/02	+9.8%
Métaux, LMEX	3 560	4 404	26/01	3 551	05/10	-10.6%
Cuivre (tonne)	7 880	9 331	23/01	7 824	05/10	-5.8%
Blé (tonne)	221	2.9	13/02	168	29/09	-22.8%
Mais (tonne)	183	2.7	13/02	161	21/08	-29.5%

Au 20-10-23

Variations

INDICES ACTIONS

Monde						
MSCI Monde	2 791	3 064	31/07	2 595	05/01	+7.2%
Amérique du Nord						
S&P500	4 224	4 589	31/07	3 808	05/01	+10.0%
Europe						
EuroStoxx50	4 025	4 471	31/07	3 856	02/01	+6.1%
CAC 40	6 816	7 577	21/04	6 595	02/01	+5.3%
DAX 30	14 798	16 470	28/07	14 069	02/01	+6.3%
IBEX 35	9 029	9 695	27/07	8 370	02/01	+9.7%
FTSE100	7 402	8 014	20/02	7 257	07/07	-0.7%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 177	1 256	15/09	1 065	04/01	+10.1%
Nikkei	31 259	33 753	03/07	25 717	04/01	+19.8%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	926	1 052	26/01	926	20/10	-3.2%
Chine	55	75	27/01	55	20/10	-13.0%
Inde	820	843	15/09	703	16/03	+6.8%
Bésil	1 505	1 733	26/07	1 296	23/03	-1.4%

Au 20-10-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 20-10, €					
Distribution	+14.3%				
Médias	+10.3%				
Banques	+9.1%				
Automobile	+8.6%				
Technologie	+6.8%				
Construction	+6.3%				
Pétrole & gaz	+4.0%				
Voyages & loisirs	+3.2%				
Santé	+2.1%				
Indice	+1.9%				
Bs. de conso.	+1.1%				
Industrie	+0.7%				
Assurances	-1.2%				
Télécoms	-3.1%				
Chimie	-8.9%				
Sces collectivités	-12.6%				
Agroalimentaire	-18.0%				
Foncières					
Matières premières					
Année 2023 au 20-10, \$					
Distribution	+43.7%				
Médias	+42.9%				
Banques	+16.2%				
Automobile	+11.6%				
Technologie	+10.5%				
Construction	+8.8%				
Pétrole & gaz	+8.2%				
Voyages & loisirs	+7.9%				
Santé	+3.8%				
Indice	+2.0%				
Bs. de conso.	+0.9%				
Industrie	-2.4%				
Assurances	-2.7%				
Télécoms	-5.6%				
Chimie	-5.8%				
Sces collectivités	-13.0%				
Agroalimentaire	-14.4%				
Foncières	-14.7%				
Matières premières	-17.3%				
Automobile					
Technologie					
Distribution					
Voyages & loisirs					
Indice					
Assurances					
Construction					
Médias					
Pétrole & gaz					
Sces financiers					
Industrie					
Chimie					
Pdts ménagers & soins					
Santé					
Matières premières					
Agroalimentaire					
Télécoms					
Banques					
Sces collectivités					

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

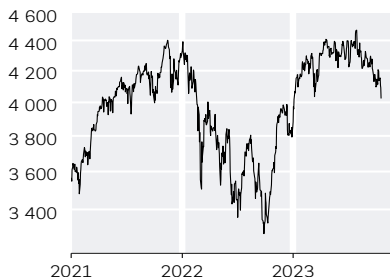
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

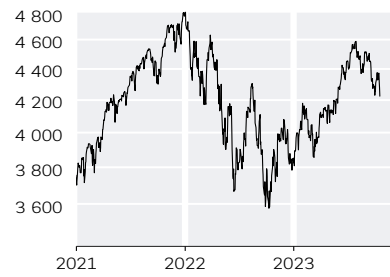
EURO-DOLLAR



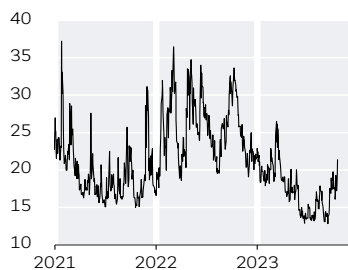
EUROSTOXX50



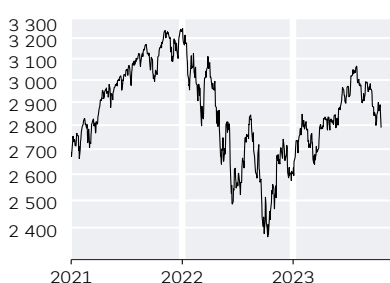
S&P500



VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



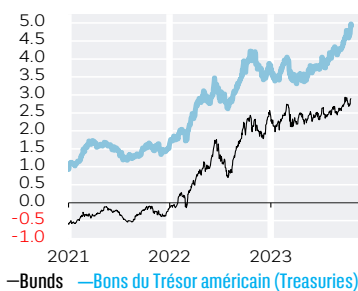
MSCI MONDE (USD)



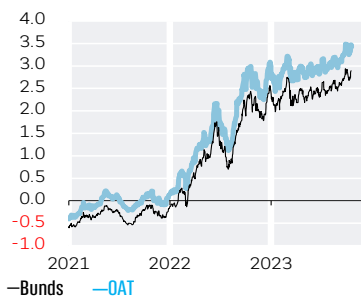
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

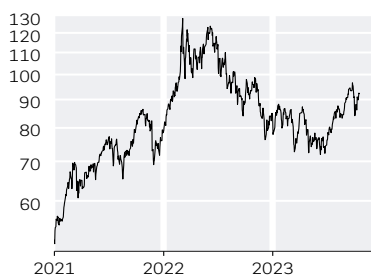


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

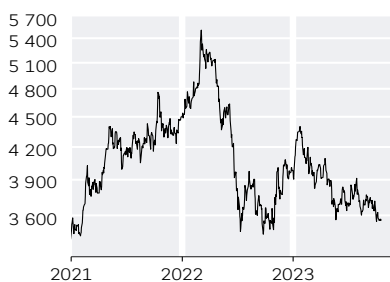
Année 2023 au 20-10

4.91%	Grèce	205 pb
4.78%	Italie	193 pb
3.95%	Espagne	109 pb
3.55%	Belgique	69 pb
3.53%	Autriche	67 pb
3.51%	Portugal	66 pb
3.45%	Finlande	60 pb
3.42%	France	56 pb
3.30%	Irlande	44 pb
3.25%	P-Bas	40 pb
2.85%	Allemagne	

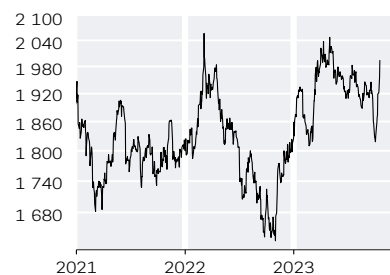
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

CHINE : LE LÉGER MIEUX SE CONFIRME

Au T3 2023, la croissance économique chinoise a rebondi à +1,3% en rythme trimestriel, après un très faible +0,5% au trimestre précédent. Elle s'est établie à +4,9% en glissement annuel (g.a.) contre +6,3% au T2 2023, mais cette baisse est due à des effets de base défavorables au T3. La croissance chinoise a atteint 5,2% en g.a. sur les trois premiers trimestres de 2023.

Les indicateurs d'activité pour le mois de septembre et pour le T3 2023 témoignent d'une amélioration légère mais continue de la conjoncture depuis le milieu de l'été. En août et septembre 2023, l'activité dans les services s'est renforcée légèrement (+6,9% en g.a. en août contre +5,7% en juillet), soutenue par les ventes au détail (+5,5% en g.a. en volume en août contre +2,8% en juillet). La croissance dans l'industrie s'est maintenue à +4,5% en g.a. en août et septembre, contre +3,7% en juillet. Le secteur manufacturier reste pénalisé par le recul de ses exportations (-10,8% en g.a. en dollars courants au T3 2023).

Les nouvelles mesures de soutien budgétaire et d'assouplissement monétaire, mises en œuvre ces derniers mois, ont soutenu le redressement de l'activité, même si elles restent prudentes. L'amélioration devrait se poursuivre au dernier trimestre de l'année. Elle reste toutefois modeste et fragile.

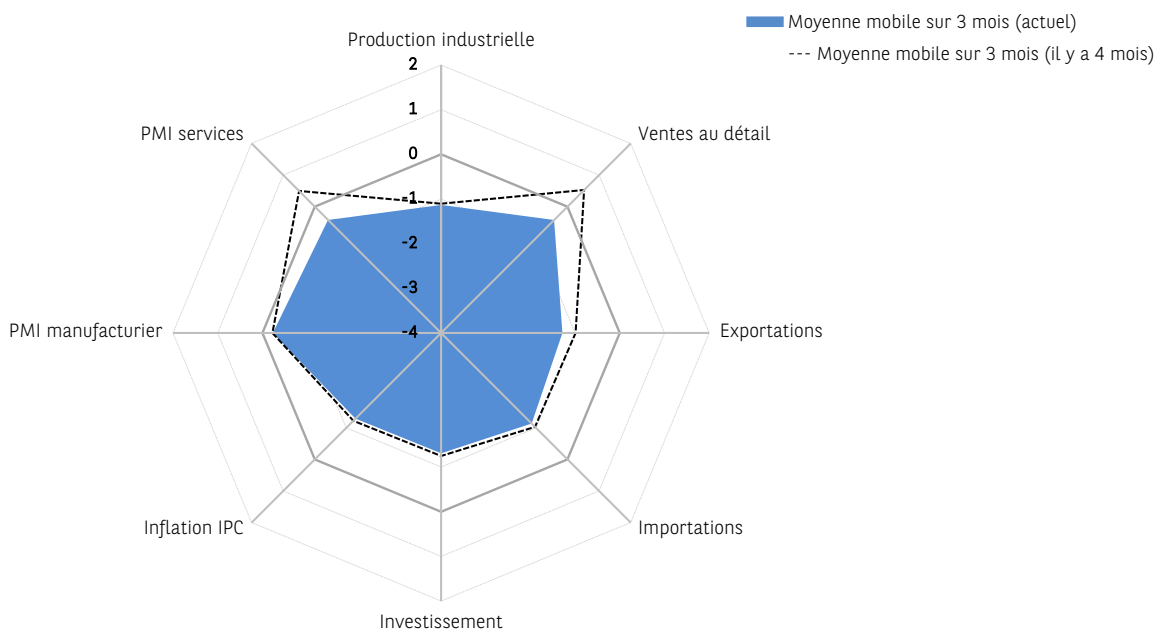
En particulier, la crise du secteur immobilier dure et continue de peser lourdement sur la confiance des ménages, sur l'activité dans les autres secteurs de l'économie et sur les finances des collectivités locales. Les promoteurs demeurent confrontés à de sévères difficultés financières, les défauts de paiement se multiplient, et la restructuration de leur dette prend du temps. L'investissement immobilier continue de se contracter. Au T3 2023, le volume de transactions immobilières a chuté de 23% en g.a. (contre -20% au T2 2023) et les mises en chantier ont reculé de 22% au T3 (contre 29% au T2). Le nombre de chantiers achevés poursuit, en revanche, son redressement grâce aux mesures de soutien des autorités.

La confiance des consommateurs reste faible. Selon les indicateurs publiés par le Bureau statistique chinois (NBS), l'indice de confiance des consommateurs se maintient à des niveaux très bas. Après avoir chuté à 86,8 en avril-mai 2022 lors des confinements à Shanghai, il ne s'est redressé que temporairement à plus de 90 au T1 2023 après l'abandon de la politique zéro Covid. Il est ensuite retombé et s'est établi à 86,5 en août.

Pourtant, les conditions du marché du travail s'améliorent ; le taux de chômage dans les zones urbaines s'est ainsi réduit à 5,0% en septembre 2023, contre 5,2% en juin (le chômage des jeunes de 16 à 24 ans n'est en revanche plus publié). Les consommateurs bénéficient également d'une inflation des prix à la consommation quasi nulle (+0,1% en g.a. en août et 0% en septembre), notamment contenue par la baisse des prix alimentaires (-3,2% en g.a. en septembre) et la baisse du prix du carburant (-1,1% en g.a. en septembre). L'inflation sous-jacente s'est très légèrement redressée à +0,8% en g.a. au T3 2023, contre 0,57% au T2.

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

Après un 2nd semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3^e trimestre devrait être encore très positive avant un tassement net au 4^e trimestre et un glissement en récession au 1^{er} semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 mais la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale devrait revenir au voisinage de la cible de 2% en 2024. La lenteur du processus de désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au 2^e trimestre 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais le rebond de l'activité s'est essouffé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance au cours de l'été, visant à soutenir la demande intérieure et l'activité du secteur immobilier. Une légère amélioration de la croissance du PIB est donc attendue à court terme. Cependant, les autorités restent prudentes, notamment contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

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

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^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 contre-coup est prévisible au 3^e trimestre. L'inflation a connu un rebond en août (5,7% a/a en indice harmonisé), dû aux prix de l'énergie. Ce rebond ne remet pas en cause le processus de désinflation, aussi lent soit-il. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,7% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

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

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

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

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

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

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5.9	1.9	2.4	0.7	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	0.6	0.0	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	-0.3	0.3	3.2	8.6	6.2	3.0
France	6.4	2.5	0.7	0.5	2.1	5.9	5.8	2.7
Italie	7.0	3.8	0.8	1.0	1.9	8.7	6.2	2.2
Espagne	5.5	5.5	2.2	1.5	3.0	8.3	3.5	2.8
Chine	8.4	3.0	5.1	4.5	0.9	2.0	0.5	2.0
Inde*	9.1	7.2	6.1	6.0	5.5	6.7	5.9	5.0
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 23 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
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/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

9

Baromètre de l'OCDE d'octobre 2023	EcoPulse	20 octobre 2023
Japon : les filiales à l'étranger, rouge essentiel de l'industrie nipponne	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
Les perspectives de croissance : (presque) tout est une question de confiance	EcoTVWeek	6 octobre 2023
France : au 3e trimestre 2023, les défaillances d'entreprises dépassent de 4% leur niveau d'avant-Covid	EcoBrief	5 octobre 2023
Baromètre de l'inflation	EcoCharts	5 octobre 2023
Allemagne : un décrochage structurel du déficit commercial avec la Chine ?	Graphique de la Semaine	4 octobre 2023
Zone euro : les perspectives de croissance à travers le prisme des enquêtes de conjoncture	EcoWeek	2 octobre 2023
Zone euro : La transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt bancaires	EcoTVWeek	29 septembre 2023
France : 66 milliards pour la transition écologique, de quoi parle-t-on ?	Graphique de la Semaine	27 septembre 2023
Petit Atlas de l'économie française - Septembre 2023	PetitAtlas	26 septembre 2023
OCDE, immobilier, pays émergents... : Les effets des hausses des taux d'intérêt	Hors série	25 septembre 2023
Réserve fédérale américaine : des taux (plus) hauts plus longtemps	EcoWeek	25 septembre 2023
France : « Les bons comptes » de l'économie française	EcoTVWeek	22 septembre 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

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

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

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

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

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 desquels 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: Dilok Klaisataporn



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change