

“ L'ADOPTION DE MESURES VISANT À ABAISSER LE COÛT DE LA COLLECTE D'INFORMATIONS POUR LES INVESTISSEURS PERMETTRAIT DE RÉDUIRE LA FRAGMENTATION DES MARCHÉS, D'ACCROÎTRE LA CAPACITÉ DES INVESTISSEURS À PRENDRE DES RISQUES ET DE DIMINUER LES COÛTS DE FINANCEMENT POUR LES ÉMETTEURS. CELA REPRÉSENTERAIT UNE ÉTAPE IMPORTANTE VERS UNE UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX, PARTICULIÈREMENT NÉCESSAIRE. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Union européenne : fragmentation des marchés de capitaux et coût de l'absence d'union de ces marchés

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : commerce international

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



UNION EUROPÉENNE : FRAGMENTATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX ET COÛT DE L'ABSENCE D'UNION DE CES MARCHÉS

Lorsque les besoins de financement d'une transformation économique dépassent les capacités de marchés financiers fragmentés, l'union des marchés de capitaux devient indispensable, a déclaré Christine Lagarde, présidente de la BCE, dans un discours récent. L'UE se trouve aujourd'hui face à cet enjeu. Selon des estimations de la Commission européenne, il faudra plus de 700 milliards d'euros par an pour financer la transition énergétique et numérique. L'un des moyens de réduire la fragmentation des marchés de capitaux consiste à abaisser le coût de la collecte d'informations pour les investisseurs, notamment grâce à l'harmonisation et, si possible, la simplification des normes et réglementations. Cela permettrait d'accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques et d'abaisser le coût du financement pour les émetteurs. Une étape importante vers l'union, particulièrement nécessaire, des marchés de capitaux serait ainsi franchie.

Dans un important discours prononcé récemment, Christine Lagarde, présidente de la BCE, a lancé un pressant appel à l'action en faveur de la création d'une union des marchés de capitaux. Face à « *un enjeu de financement aussi colossal, le moment est venu d'agir. Je vous encourage donc tous à faire preuve d'audace et à ne pas laisser passer ce moment* »¹. Cet enjeu de financement concerne les besoins d'investissement massifs en termes de transition énergétique et numérique. Selon la Commission européenne, « *des investissements supplémentaires représentant plus de 620 milliards d'euros par an seront nécessaires pour atteindre les objectifs du Pacte vert et de RepowerEU* » tandis que la transition numérique devrait coûter — pour combler le déficit d'investissement de l'UE dans ce domaine — au moins 125 milliards d'euros par an². C. Lagarde cite, à cet égard, l'exemple des États-Unis où le déploiement des chemins de fer au 19^e siècle et les besoins de financement associés ont conduit au développement des marchés de capitaux afin de faire appel à des investisseurs nationaux et étrangers. Une telle évolution était nécessaire, car le système bancaire était trop fragmenté pour être en mesure de répondre aux besoins d'investissement à l'échelle du pays tout entier. Selon la présidente de la BCE, l'histoire nous enseigne « *qu'une union des marchés de capitaux émerge lorsqu'il devient impératif de financer une transformation économique dépassant les capacités de marchés financiers fragmentés* ».

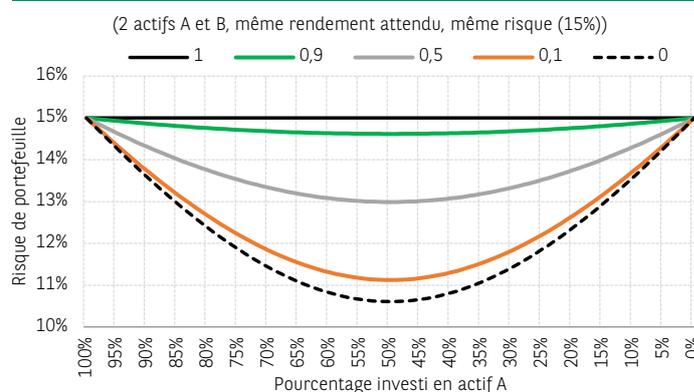
Les causes de la fragmentation des marchés de capitaux sont multiples. Les investisseurs peuvent privilégier les actifs domestiques (théorie de l'habitat préféré) en raison d'une meilleure connaissance de ces actifs et d'une plus grande facilité d'accès aux informations les concernant. Ils peuvent moins bien connaître les actifs étrangers et considérer que le coût de la collecte d'informations est, dans ce cas, trop élevé. De plus, les différences internationales en termes de réglementation (ex. : lois sur les faillites) viennent accroître ce coût et sont susceptibles de constituer un obstacle aux investissements internationaux. De même, les différences internationales relatives aux règles de cotation en bourse peuvent dissuader les entreprises de recourir aux marchés de capitaux internationaux³.

¹ Une révolution kantienne pour l'union des marchés de capitaux, discours de Christine Lagarde, présidente de la BCE, lors du Congrès bancaire européen, Francfort-sur-le-Main, 17 novembre 2023.

² Commission européenne, Rapport de prospective stratégique 2023.

³ C'est pourquoi le train de mesures 2022 de la Commission européenne sur l'union des marchés de capitaux comporte des propositions législatives concernant « l'harmonisation de certains aspects de la législation en matière d'insolvabilité au sein de l'UE afin d'accroître l'efficacité et la prévisibilité des cadres, en particulier pour les investissements transfrontières » ainsi que « les règles de cotation pour les entreprises, en particulier les petites et moyennes entreprises (PME), en vue de réduire les charges et formalités administratives et de faciliter l'introduction en bourse des entreprises de l'UE ». Source : [Union des marchés de capitaux — Consilium \(europa.eu\)](#).

RISQUE DE PORTEFEUILLE SELON DIFFÉRENTES HYPOTHÈSES DE CORRÉLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Du fait de la fragmentation des marchés de capitaux, la base d'investisseurs est plus étroite, la capacité d'investissement dans des actifs à risque — actions, obligations d'entreprise, infrastructures, etc. — est plus faible et le coût de financement sur les marchés de capitaux est plus onéreux. La suppression des barrières séparant les marchés entre eux permettrait d'élargir la base d'investisseurs et d'accroître la capacité à supporter les risques grâce aux effets de la diversification. Conséquence : les coûts de financement seraient moins élevés. Pour illustrer ce propos, imaginons un investisseur français dont le portefeuille est investi en liquidités et dans un actif risqué domestique assorti d'un risque de 15 %, que nous appellerons « l'actif A ». Puis l'investisseur décide d'investir dans un actif à risque (actif B) d'un autre pays de la zone euro (ex. : l'Allemagne).

” L'adoption de mesures visant à abaisser le coût de la collecte d'informations pour les investisseurs permettrait de réduire la fragmentation des marchés, d'accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques et de diminuer les coûts de financement pour les émetteurs. Cela représenterait une étape importante vers une union des marchés de capitaux, particulièrement nécessaire.



Supposons, pour simplifier, que l'actif à risque allemand est assorti du même risque et du même rendement attendu que l'actif français, mais qu'il est imparfaitement corrélé avec ce dernier. Le graphique 1 présente le risque du portefeuille — hors liquidités — investi dans deux actifs présentant le même risque et le même rendement attendu. Il illustre le résultat bien connu selon lequel moins les deux actifs sont corrélés, plus l'effet de la diversification est important et plus le risque de portefeuille est faible⁴. Cette réduction du risque permet à l'investisseur français, dans un objectif d'optimisation du rendement, de réduire son exposition aux liquidités et d'investir davantage dans des actifs à risque, sans déroger à ses limites de risque. La diversification internationale renforce donc sa capacité à prendre des risques. C'est ce que montre le graphique 2. Pour une corrélation de 0,8, l'investisseur peut renforcer son exposition aux actifs à risque nationaux et étrangers de 5,4 %⁵. En dépit de sa simplicité, cet exemple théorique fournit d'importantes indications. Tout d'abord, la diversification internationale permet d'accroître l'exposition aux actifs à risque et d'augmenter ainsi les rendements du portefeuille à long terme. Ensuite, cette augmentation est bénéfique aux entreprises nationales comme aux entreprises étrangères qui lèvent des fonds sur les marchés de capitaux et abaissent ainsi leurs coûts de financement. Enfin, elle améliore les flux transfrontières dans les deux sens : tout autant que leurs homologues français, les investisseurs allemands ont intérêt à saisir les opportunités offertes par la diversification internationale.

Une analyse récente de la Commission européenne, relative aux flux transfrontières de capital-risque en Europe, montre l'importance de ces questions⁶. Le capital-risque joue, en effet, un important rôle économique par la création de nouvelles entreprises et de nouveaux emplois, encourageant ainsi l'innovation et la croissance économique. Cependant, plus encore que pour les investissements traditionnels, l'accès à l'information est crucial pour cette catégorie d'actifs « étant donné que les fonds investissent dans de petites entreprises (ex. : des start-up) qui ne sont pas tenues de se conformer aux normes comptables internationales ni aux obligations de publication, et qui, en plus, présentent systématiquement un risque élevé. Les barrières de la langue, ainsi que les divergences réglementaires et institutionnelles ne font qu'accentuer l'asymétrie de l'information⁷ ». Il s'ensuit une insuffisance des flux de capitaux transfrontières au sein de l'Europe — ceux-ci représentent à peine 23,1 % des investissements en capital-risque (moyenne pour la période 2007-2020).

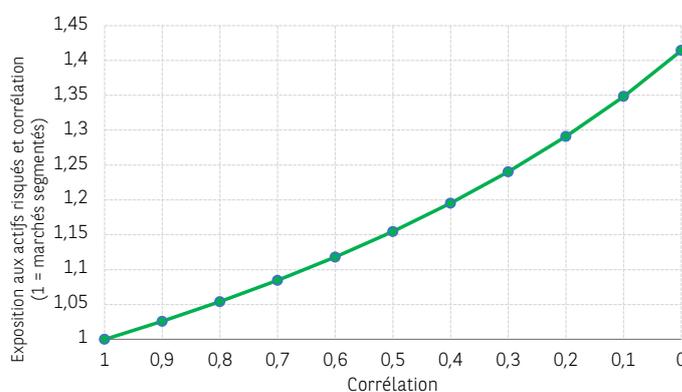
⁴ Le risque de portefeuille attendu correspond à l'écart-type des rendements de portefeuille attendus. Celui-ci dépend du risque des actifs individuels du portefeuille, du poids des actifs dans le portefeuille et de la corrélation entre les divers actifs.

⁵ À titre d'illustration, prenons un investisseur dont le portefeuille est investi à 20 % dans des liquidités et à 80 % dans un actif à risque (A). Les liquidités sont sans risque et ne sont pas corrélées à l'actif à risque, dont le risque est de 15 %. Le risque de portefeuille est donc de 12 %. En investissant dans un deuxième actif à risque (B) assorti d'un risque de 15 % — financé grâce à une réduction de son exposition à l'actif A —, ce risque diminue du fait d'un effet de diversification. Cela permet à l'investisseur d'accroître son exposition globale aux actifs à risque et d'abaisser son exposition aux liquidités. Pour une corrélation de 0,8 entre A et B, la part risquée du portefeuille est de 84,3 % — soit une augmentation de 5,4 % — et le poids des liquidités recule à 15,7 %. Le risque de portefeuille reste à 12 %.

⁶ Pierfederico Asdrubali, *Patterns of Cross-Border Venture Capital Flows in Europe*, Commission européenne, document de réflexion n° 195, novembre 2023. Un fonds de capital-risque est un pool de capitaux dédiés, apportés par des investisseurs à des start-up et à de petites entreprises ayant un potentiel de croissance perçu à long terme.

⁷ Source : voir note de bas de page 6.

CAPACITÉ DE RISQUE ET CORRÉLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCE : BNP PARIBAS

Conclusion, « les investissements des intermédiaires européens en private-equity (capital-investissement) restent, pour la plupart, cantonnés à l'intérieur des frontières nationales ». À l'évidence, la réduction des obstacles à l'information et, par conséquent, du coût lié à la collecte d'informations (par exemple, par l'harmonisation et, si possible, la simplification des normes et réglementations au sein de l'UE) marquerait une étape importante vers une union des marchés de capitaux, particulièrement nécessaire.

William De Vijlder



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 24-11-23 au 1-12-23

| ↗ CAC 40 | 7 293 | ▶ 7 346 | +0.7 % | |
|-----------------------|-------|---------|----------|--|
| ↗ S&P 500 | 4 559 | ▶ 4 595 | +0.8 % | |
| ↗ Volatilité (VIX) | 12.5 | ▶ 12.6 | +0.2 pb | |
| ↗ Euribor 3m (%) | 3.94 | ▶ 3.96 | +2.5 pb | |
| ↘ Libor \$ 3m (%) | 5.65 | ▶ 5.64 | -1.1 pb | |
| ↘ OAT 10a (%) | 3.12 | ▶ 2.87 | -24.8 pb | |
| ↘ Bund 10a (%) | 2.61 | ▶ 2.33 | -28.9 pb | |
| ↘ US Tr. 10a (%) | 4.50 | ▶ 4.22 | -27.9 pb | |
| ↘ Euro vs dollar | 1.09 | ▶ 1.08 | -1.0 % | |
| ↗ Or (once, \$) | 1 999 | ▶ 2 056 | +2.9 % | |
| ↘ Pétrole (Brent, \$) | 80.3 | ▶ 79.0 | -1.6 % | |

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 | 2.64 le 02/01 |
| Eonia | -0.51 | -0.51 le 02/01 | -0.51 | le 02/01 | 2.64 le 28/09 |
| Euribor 3m | 3.96 | 4.00 le 19/10 | 2.16 | le 02/01 | 2.39 le 20/03 |
| Euribor 12m | 3.90 | 4.23 le 29/09 | 3.30 | le 19/01 | 1.98 le 18/01 |
| \$ FED | 5.50 | 5.50 le 27/07 | 4.50 | le 02/01 | 2.42 le 18/01 |
| Libor 3m | 5.64 | 5.69 le 10/10 | 4.77 | le 02/01 | 3.95 le 02/02 |
| Libor 12m | 6.04 | 6.04 le 30/06 | 4.70 | le 20/03 | 3.85 le 04/05 |
| £ Bque Angl | 5.25 | 5.25 le 03/08 | 3.50 | le 02/01 | 3.30 le 06/04 |
| Libor 3m | 5.35 | 5.60 le 30/08 | 3.87 | le 02/01 | 7.94 le 02/02 |
| Libor 12m | 0.81 | 0.81 le 02/01 | 0.81 | le 02/01 | 3.15 le 02/02 |
| | | | | | 3.00 le 02/02 |

TAUX DE CHANGE

| 1€ = | | +haut 23 | +bas 23 | 2023 |
|------|--------|-----------------|-----------------|--------|
| USD | 1.08 | 1.12 le 14/07 | 1.05 le 03/10 | +1.5% |
| GBP | 0.86 | 0.90 le 03/02 | 0.85 le 11/07 | -3.3% |
| CHF | 0.95 | 1.00 le 24/01 | 0.94 le 20/10 | -4.3% |
| JPY | 160.00 | 163.97 le 15/11 | 138.02 le 03/01 | +13.6% |
| AUD | 1.63 | 1.70 le 21/08 | 1.53 le 27/01 | +3.8% |
| CNY | 7.74 | 8.08 le 19/07 | 7.23 le 05/01 | +4.3% |
| BRL | 5.31 | 5.79 le 04/01 | 5.18 le 18/09 | -5.7% |
| RUB | 98.20 | 110.46 le 14/08 | 73.32 le 12/01 | +26.0% |
| INR | 90.26 | 92.37 le 14/07 | 86.58 le 08/03 | +2.2% |

Au 1-12-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$ | | +haut 23 | +bas 23 | 2023 | 2023(€) |
|----------------|-------|----------------|----------------|--------|---------|
| Pétrole, Brent | 79.0 | 96.6 le 27/09 | 71.9 le 12/06 | -7.0% | -8.4% |
| Or (once) | 2 056 | 2 056 le 01/12 | 1 810 le 24/02 | +13.2% | +11.5% |
| Métaux, LME | 3 699 | 4 404 le 26/01 | 3 551 le 05/10 | -7.1% | -8.5% |
| Cuivre (tonne) | 8 539 | 9 331 le 23/01 | 7 824 le 05/10 | +2.1% | +0.5% |
| Blé (tonne) | 219 | 2.9 le 13/02 | 168 le 29/09 | -23.4% | -24.6% |
| Maïs (tonne) | 173 | 2.7 le 13/02 | 161 le 21/08 | -33.4% | -34.4% |

Au 1-12-23

Variations

INDICES ACTIONS

| | Cours | +haut 23 | +bas 23 | 2023 |
|-------------------------|--------|-----------------|-----------------|--------|
| Monde | | | | |
| MSCI Monde | 3 041 | 3 064 le 31/07 | 2 595 le 05/01 | +16.8% |
| Amérique du Nord | | | | |
| S&P500 | 4 595 | 4 595 le 01/12 | 3 808 le 05/01 | +19.7% |
| Europe | | | | |
| EuroStoxx50 | 4 419 | 4 471 le 31/07 | 3 856 le 02/01 | +16.5% |
| CAC 40 | 7 346 | 7 577 le 21/04 | 6 595 le 02/01 | +13.5% |
| DAX 30 | 16 398 | 16 470 le 28/07 | 14 069 le 02/01 | +17.8% |
| IBEX 35 | 10 141 | 10 141 le 01/12 | 8 370 le 02/01 | +23.2% |
| FTSE100 | 7 529 | 8 014 le 20/02 | 7 257 le 07/07 | +1.0% |
| Asie Pacifique | | | | |
| MSCI, loc. | 1 228 | 1 256 le 15/09 | 1 065 le 04/01 | +14.9% |
| Nikkei | 33 432 | 33 753 le 03/07 | 25 717 le 04/01 | +28.1% |
| Emergents | | | | |
| MSCI Emergents (\$) | 982 | 1 052 le 26/01 | 911 le 26/10 | +2.7% |
| Chine | 56 | 75 le 27/01 | 55 le 24/10 | -11.5% |
| Inde | 859 | 859 le 01/12 | 703 le 16/03 | +12.2% |
| Brésil | 1 707 | 1 733 le 26/07 | 1 296 le 23/03 | +8.7% |

Au 1-12-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

| | Année 2023 au 1-12, € | Année 2023 au 1-12, \$ |
|--------------------|-----------------------|------------------------|
| Distribution | +31.5% | +54.9% |
| Technologie | +28.7% | +53.7% |
| Construction | +22.3% | +27.6% |
| Médias | +20.5% | +26.4% |
| Banques | +17.1% | +22.5% |
| Automobile | +16.2% | +17.8% |
| Industrie | +14.9% | +13.9% |
| Voyages & loisirs | +11.8% | +11.8% |
| Bs. de conso. | +10.8% | +11.2% |
| Indice | +9.7% | +8.6% |
| Assurances | +7.7% | +6.2% |
| Scs collectivités | +7.3% | +2.5% |
| Chimie | +7.1% | +2.4% |
| Télécoms | +5.3% | -3.6% |
| Foncières | +5.3% | -3.7% |
| Pétrole & gaz | +4.4% | -5.0% |
| Santé | +4.1% | -5.3% |
| Agroalimentaire | -6.6% | -9.4% |
| Matières premières | -7.2% | -12.3% |

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

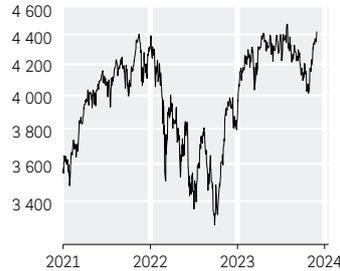
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

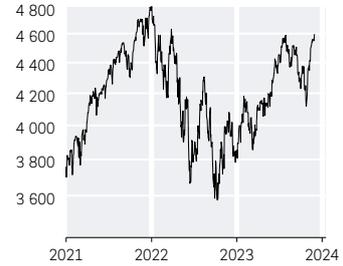
EURO-DOLLAR



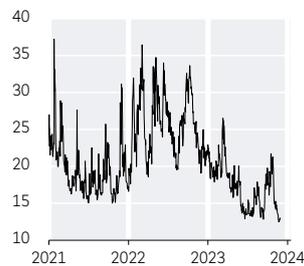
EUROSTOXX50



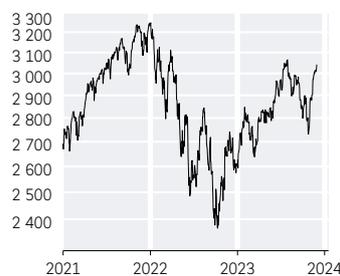
S&P500



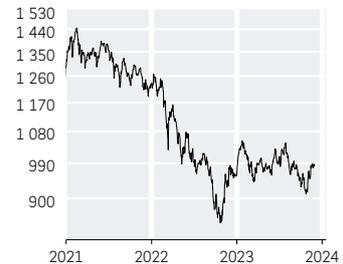
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



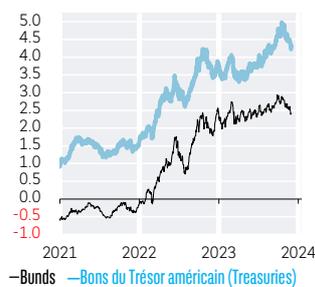
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

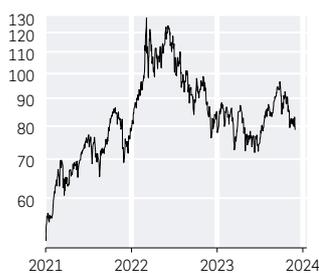


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

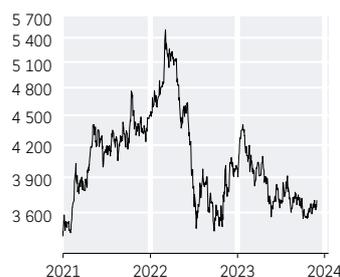
Année 2023 au 1-12

| | | |
|-------|-----------|--------|
| 4.19% | Grèce | 186 pb |
| 3.92% | Italie | 159 pb |
| 3.31% | Espagne | 98 pb |
| 2.96% | Belgique | 63 pb |
| 2.94% | Autriche | 61 pb |
| 2.92% | Portugal | 59 pb |
| 2.87% | France | 54 pb |
| 2.86% | Finlande | 53 pb |
| 2.71% | P-Bas | 38 pb |
| 2.71% | Irlande | 38 pb |
| 2.33% | Allemagne | |

PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : LE CHANGEMENT CLIMATIQUE PERTURBE LE TRANSPORT MARITIME

L'évolution du commerce international envoie des signaux plutôt rassurants sur l'état de la demande mondiale. Les nouvelles commandes en machine et équipements en provenance de la Corée du Sud, ainsi que les commandes à l'exportation de Taiwan – généralement perçues comme deux indicateurs fiables de l'activité manufacturière mondiale – ont enregistré un net rebond en octobre. Si l'indice PMI global pour les nouvelles commandes à l'exportation reste détérioré (graphique 2), il s'est néanmoins stabilisé légèrement sous le seuil d'expansion (50) et affichait une progression en novembre, par rapport au mois précédent (+0,6 point à 48,1). A défaut de réellement progresser, les exportations mondiales s'orientent vers une stabilisation les rapprochant des niveaux de 2021 (graphique 1). Selon le CPB¹, les exportations de biens en volume ont progressé de 0,8% m/m au mois de septembre, après une hausse de 1,0% m/m le mois précédent. Les exportations des États-Unis et de la Chine ont augmenté, respectivement, de 2,3% m/m et 3,1% m/m, tandis que celles de la zone euro affichaient un repli de 0,6% m/m.

Le développement notable des dernières semaines, c'est aussi le bond du fret maritime de vrac sec (indice Baltic Dry), qui a plus que doublé en novembre (+119%), pour atteindre ses plus hauts niveaux depuis le printemps 2022 (graphique 4). Cette augmentation reflète avant tout des perturbations sur l'offre, plutôt qu'un soutien accru du côté de la demande : elle est une conséquence directe du changement climatique sur les flux maritimes, avec la sécheresse historique dont est victime le canal de Panama. Ce n'est d'ailleurs pas un cas isolé. Plus proche de nous, le transport fluvial sur le Rhin a été très perturbé cette année par le faible débit d'eau. Le transit sur le canal de Panama est actuellement fortement restreint, ce qui contribue à accroître les temps de transport et à soutenir la demande pour les navires de grande taille (Capesize), plus adéquates pour les longs trajets. Cela soutient les tarifs du fret sur ce type de transport, qui sont désormais revenus sur les niveaux observés il y a deux ans, à la sortie des périodes de confinement. Cela dit, le fret maritime pour l'ensemble des marchandises reste à un niveau historiquement bas, selon l'indice Freightos (graphique 5).

L'indice des tensions sur les chaînes de valeur mondiale (GSCPI²), publié par la Réserve fédérale de New York, a atteint au mois d'octobre son plus bas niveau jamais enregistré (graphique 3). Néanmoins, cet indicateur devrait logiquement repartir à la hausse le mois suivant, étant donné le rebond de l'indice Baltic Dry qui entre directement dans le calcul de l'indice agrégé GSCPI.

Guillaume Derrien

¹ Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques.

² Global Supply-Chain Pressure Index.

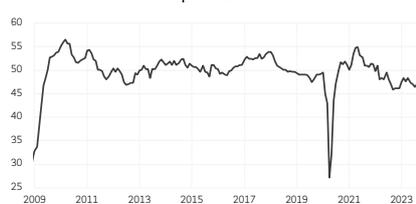
INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Indice des exportations en volume (2010=100)



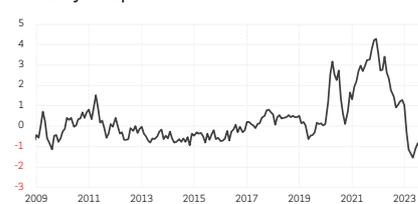
Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial
Nouvelles commandes à l'exportation



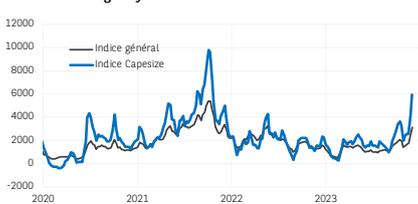
Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



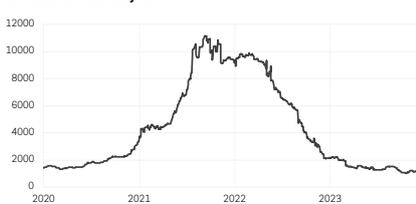
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



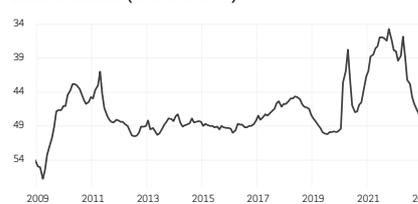
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial
Délais de livraison (échelle inversée)



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

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 décade 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 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, 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 | 1,8 | 1,0 | 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 |
| Bésil | 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 4 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 | | T1 2024 | T2 2024 | T3 2024 | T4 2024 | T4 2025 |
| 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 | | T1 2024 | T2 2024 | T3 2024 | T4 2024 | T4 2025 |
| Pétrole | USD/baril | 85 | 86 | 91 | 91 | 85 |

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 4 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

| | | |
|--|---------------------------|------------------|
| 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 |
| Baromètre de l'inflation - Novembre 2023 | EcoChart | 9 novembre 2023 |
| Exportations françaises : s'il ne doit en rester qu'un... | EcoBrief | 8 novembre 2023 |
| États-Unis : Immobilier neuf, un rebond éphémère ? | Graphique de la Semaine | 8 novembre 2023 |
| Japon : vers la fin du contrôle de la courbe des taux | EcoWeek | 6 novembre 2023 |
| États-Unis : sprint en montée | EcoTVWeek | 3 novembre 2023 |



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 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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change