

“ SUR LA BASE DES RELATIONS HISTORIQUES, LE NIVEAU FAIBLE DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE LAISSE PRÉSAGER, AU MIEUX, UNE STAGNATION DE L'ACTIVITÉ AU COURS DES PROCHAINS MOIS. LES EFFETS DE LA POLITIQUE DE RESSERREMENT MONÉTAIRE PASSÉE TARDANT À SE MANIFESTER, IL EST LOGIQUE QUE LA BCE INSISTE DÉSORMAIS NON PLUS SUR LA POURSUITE DES HAUSSES DE TAUX MAIS SUR LE MAINTIEN DES TAUX AU NIVEAU ACTUEL PENDANT UNE DURÉE SUFFISAMMENT LONGUE. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

Zone euro : les perspectives de croissance à travers le prisme des enquêtes de conjoncture

---

## 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.



## ZONE EURO: LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À TRAVERS LE PRISME DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE

L'inflation reflue en zone euro et les dernières enquêtes de conjoncture indiquent une possible stabilisation de l'activité économique. Toutefois, l'inflation reste très au-dessus du niveau cible, tandis que le climat des affaires a atteint un niveau (très) bas. Sur la base de la relation historique, le niveau actuel du PMI composite S&P Global et l'indice du sentiment économique de la Commission européenne augurent au mieux d'une stagnation de l'activité au cours des prochains mois. La question de savoir si la croissance finira par être supérieure ou inférieure à ces anticipations dépendra en grande partie de l'évolution de l'environnement économique. Les risques à la baisse sont l'effet différé des resserrements monétaires passés et, dans une moindre mesure, de la récente hausse des prix de l'énergie et de la détérioration du contexte de croissance en Chine. La désinflation et le début d'une phase d'assouplissement monétaire, vraisemblablement au deuxième trimestre 2024, devraient soutenir la croissance. Au final, et compte tenu du (très) faible niveau des enquêtes de conjoncture, la BCE insiste désormais non plus sur la poursuite des hausses de taux mais sur le maintien des taux au niveau actuel pendant une durée suffisamment longue. Cela montre sa crainte de décider de la hausse de trop.

Les dernières statistiques ont apporté un léger soulagement aux analystes qui couvrent la zone euro. D'après l'estimation flash, l'inflation est tombée à 4,3 % en glissement annuel en septembre (contre 5,2 % en août) et l'inflation sous-jacente a, elle aussi, nettement reflué (à 4,5 % contre 5,3 % le mois précédent). Dans l'un et l'autre cas, l'inflation a été plus modérée que ce que prévoyait le consensus Bloomberg<sup>1</sup>.

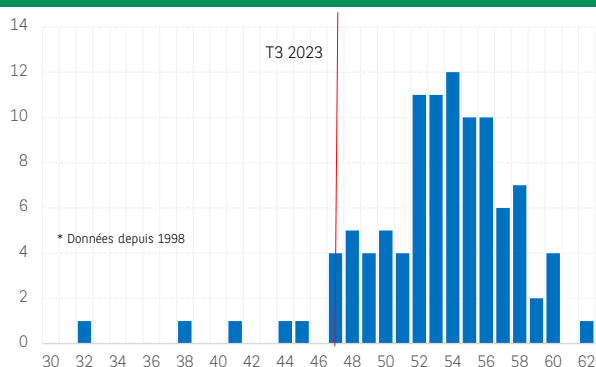
Par ailleurs, l'estimation flash de l'indice PMI composite S&P Global a enregistré une légère hausse en septembre, passant de 46,7 à 47,1. Compte tenu des dernières enquêtes du climat des affaires et de la confiance des ménages, la Commission européenne a jugé le sentiment économique « légèrement plus faible » en septembre ; l'indicateur des perspectives d'emploi a toutefois quelque peu rebondi et reste très au-dessus de sa moyenne de long terme. Les chiffres de l'inflation augmentent la probabilité que la BCE cesse de relever son taux directeur, tandis que l'on peut interpréter les enquêtes de conjoncture comme le signal d'une stabilisation du sentiment après la baisse significative qui avait débuté dans les premiers mois de 2022.

Le soulagement portant sur le « changement » d'un indicateur économique ne doit pas nous faire oublier que le niveau est important, voire davantage. À cet égard, la situation demeure problématique. L'inflation reste très au-dessus du niveau cible de 2,0 % de la BCE, et les indica-

teurs de confiance se situent sur la gauche de la queue de la distribution historique (*graphiques 1 et 2*). C'est notamment le cas de l'indice composite des directeurs d'achats. Le dernier indice du sentiment économique publié par la Commission européenne est moins extrême, mais demeure très faible. Quelles sont les implications possibles de cette situation pour la croissance du PIB du troisième trimestre ? Les données sur le sentiment nous éclairent-elles sur les perspectives de croissance pour les trimestres à venir ? Pour répondre à ces questions, nous avons réalisé des régressions quantiles<sup>2</sup> pour tenir compte de la possibilité que la relation entre la variable explicative – le PMI ou l'indice du sentiment économique – et la croissance du PIB réel puisse être non linéaire.

Un niveau très faible des enquêtes de conjoncture est susceptible d'accroître l'incertitude, ce qui pourrait entraver encore davantage la croissance. Le phénomène inverse peut se produire quand les enquêtes de conjoncture sont excellentes, ce qui induit un sentiment d'euphorie qui peut doper la croissance. Les résultats de cette analyse mettent en évidence une relation légèrement non linéaire pour les quantiles faibles – ce qui correspond à des scores faibles des PMI et de l'indice du sentiment économique – avec la croissance du PIB réel (*graphiques 3 et 4*)<sup>3</sup>. Sur la base des enquêtes de conjoncture pour le troisième trimestre<sup>4</sup>,

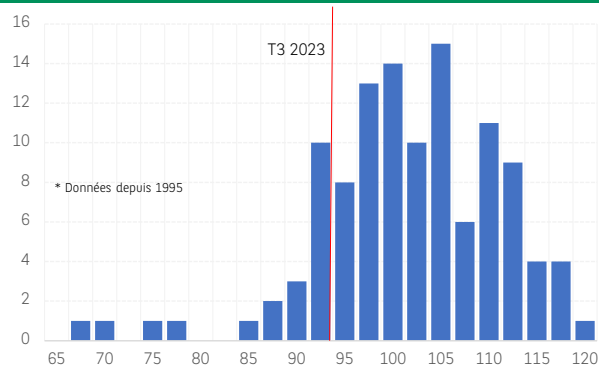
DISTRIBUTION DU PMI COMPOSITE (MOYENNE TRIMESTRIELLE)\*



GRAPHIQUE 1

SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

DISTRIBUTION DE L'INDICATEUR DE SENTIMENT ÉCONOMIQUE (ESI) (MOYENNE TRIMESTRIELLE)\*



GRAPHIQUE 2

SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

<sup>1</sup> Le consensus tablait sur 4,5 % pour l'inflation totale, et 4,8 % pour l'inflation sous-jacente. Source : Bloomberg.

<sup>2</sup> Nous remercions Tarik Rharrab pour les travaux économétriques.

<sup>3</sup> L'intervalle de confiance se fonde sur l'erreur standard du coefficient estimé. Un intervalle large implique un degré plus élevé d'incertitude sur la qualité des estimations. Pour le premier quantile, la fourchette est exceptionnellement large et difficile à rationaliser sur la base d'un raisonnement uniquement économique.

<sup>4</sup> Sur la base de la moyenne des observations mensuelles, au troisième trimestre, l'indice PMI se situe dans le 10<sup>e</sup> pourcentile, et l'indice du sentiment économique dans le 20<sup>e</sup> pourcentile.



# EDITORIAL

Les graphiques 5 et 6 fournissent une estimation de la croissance trimestrielle du PIB réel au troisième trimestre (T0) ainsi que de la croissance trimestrielle moyenne sur les trimestres suivants<sup>5</sup>. Compte tenu de la faiblesse du score affiché par le PMI, il semble que la croissance trimestrielle doive s'inscrire en territoire négatif sur les différents horizons. Les estimations fondées sur l'indice du sentiment économique, qui affiche une valeur moins extrême, semblent augurer d'une stagnation de l'activité.

Quelques réserves s'imposent dans l'interprétation de ces résultats. Il s'agit d'un modèle extrêmement simple comportant une seule variable explicative et qui ne prend pas en compte l'interaction dynamique avec d'autres variables, telles que les taux d'intérêt (l'effet retard des hausses de taux passées) ou l'inflation (la désinflation devrait avoir un impact positif sur les dépenses de consommation). Bien que les coefficients des régressions quantiles soient significatifs d'un point de vue statistique, les R<sup>2</sup> sont faibles<sup>6</sup> de sorte que le modèle ne permet pas d'expliquer une part très importante des fluctuations de la croissance. Sans perdre de vue ces limites, les résultats de cette analyse ont leur utilité dans la mesure où ils fournissent un point de référence, un *a priori*. Sur la seule base de la relation statistique, et si rien ne change au cours des prochains mois, l'on peut prévoir au mieux une stagnation de l'activité en zone euro.

Toutefois, le changement inévitable de l'environnement économique pourrait déboucher sur une situation (très) différente de la simple estimation. Il importe donc d'identifier les facteurs susceptibles d'influencer la conjoncture, à la hausse comme à la baisse.

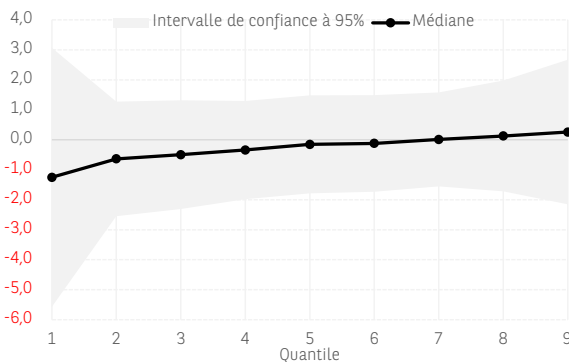
S'agissant des risques à la baisse, l'effet différé du resserrement monétaire passé est déterminant, mais il convient également de surveiller les effets de la hausse récente des prix de l'énergie et de la détérioration de l'environnement en Chine qui assombrit les perspectives pour les entreprises exportatrices européennes.

Concernant les facteurs haussiers, la désinflation de la facture énergétique devrait soutenir la confiance des ménages mais aussi atténuer la pression sur les coûts des entreprises. Le début du cycle d'assouplissement monétaire, vraisemblablement au deuxième trimestre 2024, devrait également avoir une incidence positive sur la croissance. En revanche, et compte tenu du niveau (très) faible des enquêtes de conjoncture, la BCE insiste désormais logiquement dans sa communication non plus sur la poursuite des hausses de taux mais sur le maintien des taux au niveau actuel pendant une durée suffisamment longue. Cela montre sa crainte de décider de la hausse de trop.

William De Vijlder

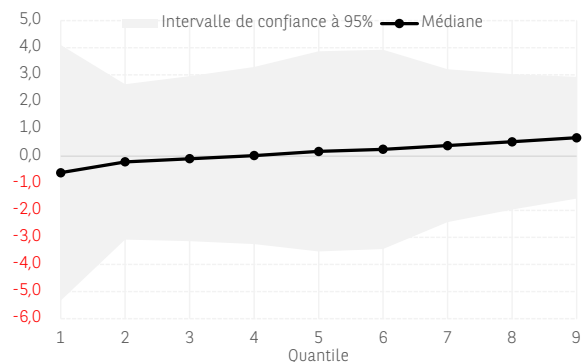
<sup>5</sup> T01 correspond à la croissance moyenne estimée aux troisième et quatrième trimestres, T012 indique la croissance trimestrielle moyenne sur trois trimestres, etc.  
<sup>6</sup> Moins de 20 % pour le modèle fondé sur l'indice du sentiment économique, entre 20 % et 30 % pour les modèles fondés sur les indices PMI. Pour les horizons à plus long terme, les R<sup>2</sup> sont plus faibles.

## RÉGRESSION QUANTILE DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN FONCTION DU PMI COMPOSITE



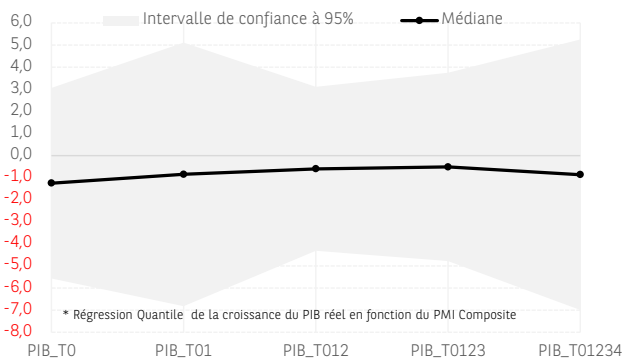
GRAPHIQUE 3 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

## RÉGRESSION QUANTILE DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN FONCTION DE L'ESI



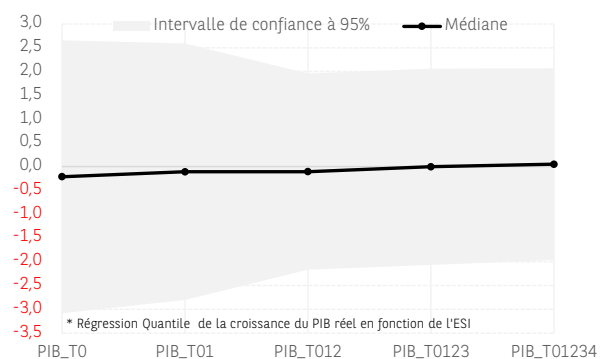
GRAPHIQUE 4 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

## ESTIMATION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL (MOYENNE TRIMESTRIELLE) (PREMIER QUANTILE)\*



GRAPHIQUE 5 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

## ESTIMATION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL (MOYENNE TRIMESTRIELLE) (DEUXIÈME QUANTILE)\*



GRAPHIQUE 6 SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 22-9-23 au 29-9-23

▼ CAC 40	7 185	▶ 7 135	-0.7 %		
▼ S&P 500	4 320	▶ 4 288	-0.7 %		
↗ Volatilité (VIX)	17.2	▶ 17.5	+0.3 pb		
▼ Euribor 3m (%)	3.96	▶ 3.95	-0.6 pb		
▼ Libor \$ 3m (%)	5.66	▶ 5.66	-0.4 pb		
↗ OAT 10a (%)	3.24	▶ 3.35	+11.2 pb		
↗ Bund 10a (%)	2.71	▶ 2.81	+10.2 pb		
↗ US Tr. 10a (%)	4.43	▶ 4.57	+14.3 pb		
▼ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.06	-0.7 %		
▼ Or (once, \$)	1 927	▶ 1 857	-3.7 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	93.3	▶ 95.4	+2.2 %		

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01	2.64
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	Bund 2a	3.29	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03	2.39	le 20/03	2.39
Euribor 3m	3.95	3.98	le 25/09	2.16	le 02/01	Bund 10a	2.81	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01	1.98	le 18/01	1.98
Euribor 12m	4.23	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01	OAT 10a	3.35	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01	2.42	le 18/01	2.42
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01	Corp. BBB	4.79	4.94	le 28/09	3.95	le 02/02	3.95	le 02/02	3.95
Libor 3m	5.66	5.68	le 29/08	4.77	le 02/01	\$ Treas. 2a	5.13	5.22	le 27/09	3.85	le 04/05	3.85	le 04/05	3.85
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03	Treas. 10a	4.57	4.61	le 27/09	3.30	le 06/04	3.30	le 06/04	3.30
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01	High Yield	8.92	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02	7.94	le 02/02	7.94
Libor 3m	5.41	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01	£ Gilt. 2a	4.65	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02	3.15	le 02/02	3.15
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	Gilt. 10a	4.44	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02	3.00	le 02/02	3.00

Au 29-9-23

Au 29-9-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =														
USD	1.06	1.12	le 14/07	1.05	le 27/09	-0.8%								
GBP	0.87	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-2.2%								
CHF	0.97	1.00	le 24/01	0.95	le 05/09	-1.9%								
JPY	157.99	159.39	le 30/08	138.02	le 03/01	+12.2%								
AUD	1.64	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+4.2%								
CNY	7.73	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+4.2%								
BRL	5.30	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09	-6.0%								
RUB	103.33	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+32.6%								
INR	87.92	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	-0.4%								

Au 29-9-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$														
Pétrole, Brent	95.4	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06	+12.4%	+13.3%							
Or (once)	1 857	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+2.3%	+3.1%							
Métaux, LMEX	3 717	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-6.7%	-6.0%							
Cuivre (tonne)	8 213	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	-1.8%	-1.0%							
Blé (tonne)	168	2.9	le 13/02	168	le 29/09	-41.1%	-40.6%							
Maïs (tonne)	174	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-33.0%	-32.4%							

Au 29-9-23

Variations

## INDICES ACTIONS

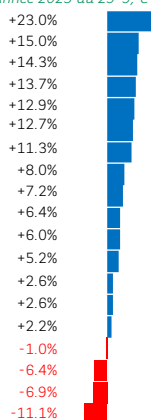
	Cours													
<b>Monde</b>														
MSCI Monde	2 853	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+9.6%								
<b>Amérique du Nord</b>														
S&P500	4 288	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01	+11.7%								
<b>Europe</b>														
EuroStoxx50	4 175	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01	+10.0%								
CAC 40	7 135	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+10.2%								
DAX 30	15 387	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01	+10.5%								
IBEX 35	9 428	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01	+14.6%								
FTSE100	7 608	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+2.1%								
<b>Asie Pacifique</b>														
MSCI, loc.	1 206	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01	+12.9%								
Nikkei	31 858	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+22.1%								
<b>Emergents</b>														
MSCI Emergents (\$)	953	1 052	le 26/01	941	le 16/03	-0.4%								
Chine	58	75	le 27/01	57	le 28/09	-8.2%								
Inde	826	843	le 15/09	703	le 16/03	+7.5%								
Bésil	1 555	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	+1.0%								

Au 29-9-23

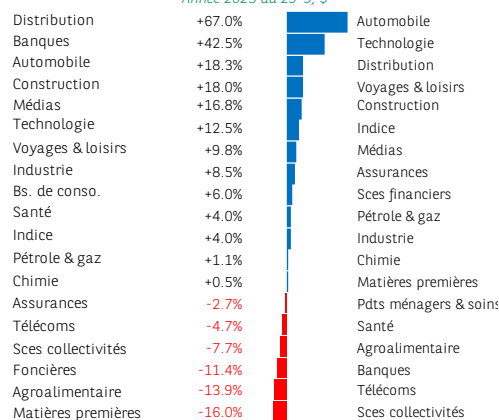
Variations

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

Année 2023 au 29-9, €



Année 2023 au 29-9, \$



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

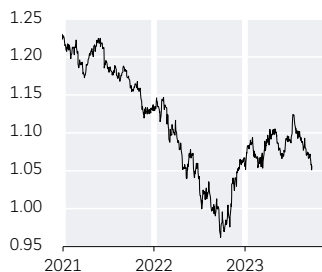


BNP PARIBAS

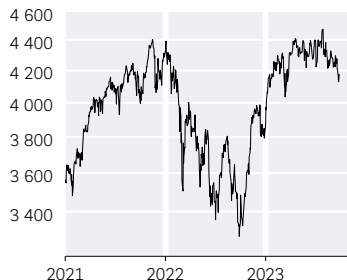
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



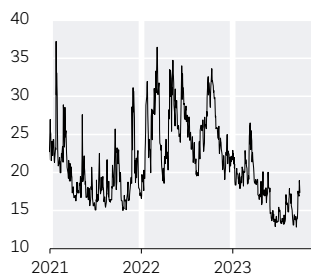
**EUROSTOXX50**



**S&P500**



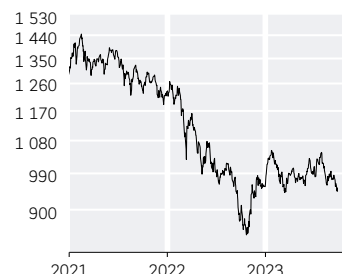
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



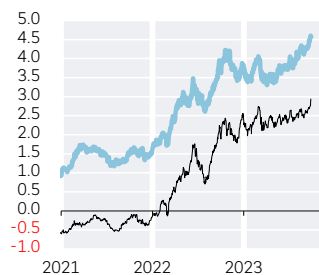
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

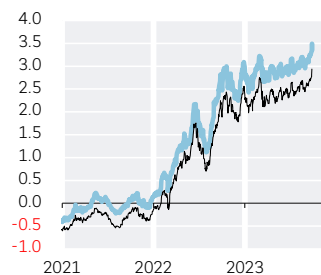


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

Année 2023 au 29-9

5.35%	Grèce	254 pb
4.67%	Italie	185 pb
3.89%	Espagne	108 pb
3.51%	Portugal	69 pb
3.50%	Belgique	69 pb
3.46%	Autriche	65 pb
3.39%	Finlande	57 pb
3.35%	France	54 pb
3.22%	Irlande	41 pb
3.17%	P-Bas	36 pb
2.81%	Allemagne	

**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## COMMERCE INTERNATIONAL : UN RECU DES ÉCHANGES À METTRE EN PERSPECTIVE

Le volume des échanges mondiaux de biens (exportations et importations combinées) a poursuivi son recul durant les premiers mois de l'été mais la tendance doit être mise en perspective : hormis pour quelques secteurs, et principalement l'automobile, le rattrapage de la demande post-pandémie semble en quasi-totalité comblé. La trajectoire des échanges de biens revient donc à des niveaux plus cohérents avec la tendance qui prévalait avant la Covid-19. En outre, la baisse récente des exportations chinoises (-14,0% entre mars et juillet 2023) n'efface que partiellement un premier trimestre très dynamique (+26,0% entre décembre 2022 et mars 2023). Par ailleurs, les exportations chinoises ont légèrement rebondi en août selon les chiffres du bureau des statistiques chinois (NBS). Si les exportations de la zone euro ont reculé en juillet (-1,9% m/m), celles des États-Unis et du Japon ont progressé, respectivement, de 1,3% m/m et 1,4% m/m. Le Japon bénéficie notamment du fort rebond des exportations automobiles.

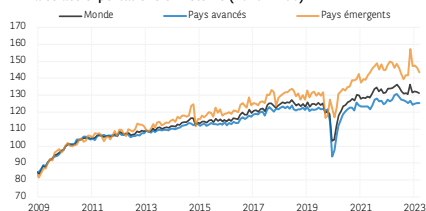
Les indicateurs PMI se maintiennent à des niveaux historiquement bas mais restent proches du seuil des 50 indiquant une expansion de l'activité. L'indice composite global a baissé d'un point en août à 50,6. L'indicateur pour les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier s'inscrit pour sa part à 47,0, en légère progression par rapport au mois précédent (46,4).

Après avoir connu des niveaux stratosphériques, le fret maritime n'en finit plus de reculer. L'indice Freightos est redescendu en septembre à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début de l'année 2018. Le décrochage le plus marqué s'observe dans le commerce maritime reliant le nord de l'Europe à la Chine, où le coût du fret a plongé à nouveau en septembre, pour atteindre son plus bas niveau depuis 2017 (début des statistiques). L'indice de tensions sur les chaînes de valeur, publié par la Réserve fédérale de New York, est légèrement remonté au cours des deux derniers mois mais reste bien dessous de sa moyenne historique.

Guillaume Derrien

### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

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



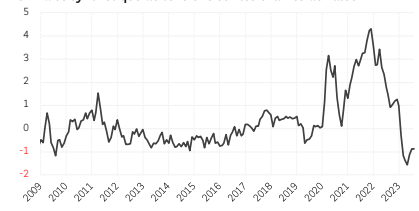
Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



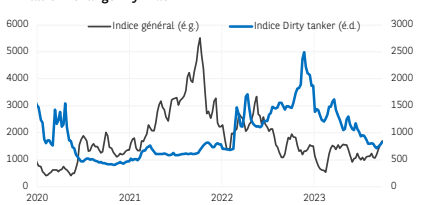
Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



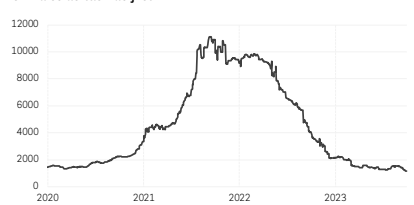
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



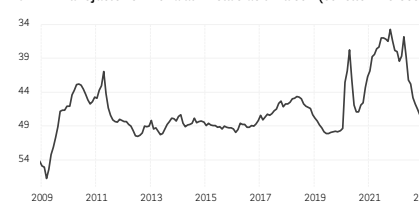
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

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

Après un 2<sup>nd</sup> 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<sup>er</sup> 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<sup>e</sup> trimestre devrait être encore très positive avant un tassement net au 4<sup>e</sup> trimestre et un glissement en récession au 1<sup>er</sup> 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<sup>e</sup> 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<sup>e</sup> trimestre 2022, la zone euro a renoué avec une croissance légèrement positive au 1<sup>er</sup> semestre 2023. Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre a encore été rehaussée (de -0,1% à 0,0% puis à +0,1% t/t) tandis que celle du 2<sup>e</sup> 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 2<sup>nd</sup> 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<sup>e</sup> trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1<sup>er</sup> trimestre de stagnation et un 4<sup>e</sup> trimestre 2022 légèrement positif, à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3<sup>e</sup> 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	2,1	0,3	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	7,6	4,1	0,5	0,1	2,6	9,1	7,4	2,9
Zone euro	5,6	3,4	0,5	0,9	2,6	8,4	5,6	2,9
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	5,7	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	1,1	1,9	8,7	6,0	2,0
Espagne	5,5	5,5	2,2	1,5	3,0	8,3	3,6	3,2
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
Brazil	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 25 septembre 2023

\* année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

#### Taux d'intérêt, %

Fin de période		T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
	Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
	Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Zone euro	Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
	OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
	BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
	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

<a href="#">Zone euro : La transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt bancaires</a>	EcoTVWeek	29 septembre 2023
<a href="#">France : 66 milliards pour la transition écologique, de quoi parle-t-on ?</a>	Graphique de la Semaine	27 septembre 2023
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française - Septembre 2023</a>	PetitAtlas	26 septembre 2023
<a href="#">OCDE, immobilier, pays émergents... : Les effets des hausses des taux d'intérêt</a>	Hors série	25 septembre 2023
<a href="#">Réserve fédérale américaine : des taux (plus) hauts plus longtemps</a>	EcoWeek	25 septembre 2023
<a href="#">France : « les bons comptes » de l'économie française</a>	EcoTVWeek	22 septembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE sept. 2023</a>	EcoPulse	21 septembre 2023
<a href="#">L'inflation peine à décroître en Afrique de l'Est et australe</a>	Graphique de la Semaine	20 septembre 2023
<a href="#">BCE : au point haut du cycle</a>	EcoWeek	18 septembre 2023
<a href="#">L'Afrique cherche des financements pour sa transition énergétique</a>	EcoTVWeek	15 septembre 2023
<a href="#">Italie : les réserves des banques couvrent intégralement les prochaines échéances des TLTRO</a>	Graphique de la Semaine	13 septembre 2023
<a href="#">Économie mondiale : vieillissement de la population, croissance des salaires et inflation</a>	EcoWeek	11 septembre 2023
<a href="#">Les prévisions économiques dans un monde sans repères</a>	EcoTVWeek	8 septembre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Septembre 2023</a>	EcoCharts	7 septembre 2023
<a href="#">La réponse de l'Union européenne aux défis climatiques et industriels</a>	Graphique de la Semaine	6 septembre 2023
<a href="#">De l'inflation à la croissance : l'incertitude se déplace</a>	EcoWeek	4 septembre 2023
<a href="#">Jackson Hole 2023 : la lutte contre l'inflation continue</a>	EcoTVWeek	1 <sup>er</sup> septembre 2023
<a href="#">France : le chiffre d'inflation d'août rappelle que la désinflation restera graduelle</a>	EcoBrief	31 août 2023
<a href="#">Juillet 2023 : le mois le plus chaud jamais mesuré</a>	Graphique de la Semaine	30 août 2023
<a href="#">Neutralité climatique : la course est lancée</a>	EcoConjoncture	29 août 2023
<a href="#">Économie mondiale : une attente qui dure</a>	EcoWeek	28 août 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 événement économique majeur. Le détail ...

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. 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.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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



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 : [group.bnpparibas](http://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: KapiNg



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change