

“ Les banques centrales pourraient accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques en rendant la trajectoire future des taux directeurs moins incertaine grâce à la forward guidance et une politique moins dépendante aux données. Cela suppose toutefois qu’elles soient convaincues que leur objectif d’inflation sera atteint dans les temps. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

La capacité des investisseurs à prendre des risques et le marché obligataire

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : les indicateurs de l'incertitude

---

8

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

9

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## LA CAPACITÉ DES INVESTISSEURS À PRENDRE DES RISQUES ET LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, les besoins bruts de financement du secteur public devraient rester importants alors que la réduction de la taille des bilans des banques centrales – le resserrement quantitatif – complique les choses. L'impact sur les rendements obligataires dépendra de la capacité des investisseurs à prendre des risques. Or, leur volonté d'accroître leur exposition au risque de durée dépend de plusieurs facteurs : l'existence ou l'absence de limites au risque de durée dans les portefeuilles d'investisseurs institutionnels, la réaction à la récente volatilité des rendements obligataires, l'incertitude sur les perspectives des taux d'intérêt officiels, la corrélation entre les obligations et les actions, la capacité de financement des intermédiaires financiers. Les banques centrales pourraient accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques en rendant la trajectoire future des taux directeurs moins incertaine grâce à la forward guidance et une politique moins dépendante aux données. Cela suppose toutefois qu'elles soient convaincues que leur objectif d'inflation sera atteint dans les temps.

Un accroissement de l'offre de biens ou de services entraîne – toutes choses égales par ailleurs – une baisse des prix qui se traduit par une hausse de la demande des ménages et des entreprises, ce qui crée un nouvel équilibre. Toutefois, l'évolution des prix dépend de l'élasticité-prix de la demande. Si elle est importante, une légère baisse des prix provoquera une augmentation sensible de la demande, accélérant ainsi le désengorgement du marché ; si l'élasticité-prix est faible, la baisse des prix devra être marquée pour y parvenir.

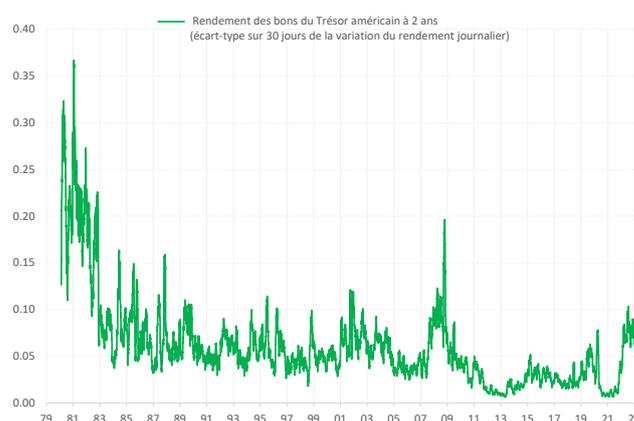
Il est bon d'avoir cela à l'esprit lorsque l'on évalue les perspectives des marchés obligataires, dans un contexte de besoins massifs d'emprunts publics bruts de plusieurs économies avancées – dont les États-Unis – et de réduction simultanée de la taille des bilans des banques centrales. Ce dernier facteur implique que le secteur privé – national ou étranger – prenne la relève des banques centrales (Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne), qui ne réinvestissent plus une partie de leurs avoirs obligataires arrivant à échéance.

L'accroissement des besoins d'emprunts publics bruts – qui tient compte du resserrement quantitatif – implique une augmentation de l'offre de papier à laquelle doit répondre une hausse de la demande, ce qui entraîne un ajustement des prix : une baisse des prix des obligations et une augmentation du rendement à l'échéance. Comme l'a indiqué Lorie K. Logan, présidente de la Banque de la Réserve fédérale de Dallas, dans un discours récent, « du fait de l'anticipation de la réduction progressive du portefeuille de titres de la Réserve fédérale, les autres investisseurs devront détenir davantage de titres à durée longue, ce qui semble être l'un des nombreux facteurs contribuant à la remontée des primes de terme »<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Financial conditions and the monetary policy outlook, discours prononcé par Lorie K. Logan, présidente de la Banque de la Réserve fédérale de Dallas, 9 octobre 2023.

<sup>2</sup> Lorsqu'un investisseur vend ses avoirs obligataires à un intermédiaire financier qui les revend à son tour à la banque centrale, il transfère son exposition au risque de durée au bilan de la banque centrale (en contrepartie, les réserves de l'intermédiaire financier auprès de la banque centrale augmentent, ce qui correspond à l'accroissement des

### VOLATILITÉ DU RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 2 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

En d'autres termes, si l'assouplissement quantitatif a entraîné une diminution de l'exposition des investisseurs à la durée, le resserrement quantitatif inverse la situation : après l'extraction vient l'« injection » de la durée<sup>2</sup>.



Les banques centrales pourraient accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques en rendant la trajectoire future des taux directeurs moins incertaine grâce à la forward guidance et une politique moins dépendante aux données. Cela suppose toutefois qu'elles soient convaincues que leur objectif d'inflation sera atteint dans les temps.



La fluidité du processus repose sur la capacité des investisseurs à supporter le risque, qui elle-même dépend de plusieurs facteurs. Premièrement, certains investisseurs peuvent être soumis à des plafonds stricts limitant le risque de durée, ce qui les empêche d'accroître (suffisamment) leur exposition à l'obligataire. Deuxièmement, du fait de la volatilité élevée du marché obligataire, les investisseurs peuvent hésiter à renforcer leurs positions sur les titres à revenu fixe.

Or, comme le montre le graphique 1, les rendements des bons du Trésor américain ont récemment enregistré une forte volatilité. Troisièmement, l'incertitude sur les perspectives des taux directeurs, due à l'insistance des banques centrales sur le fait que la politique monétaire dépend des données et/ou à l'absence de *forward guidance* (indications prospectives), peut aussi réduire l'élasticité-prix de la demande d'obligations. Autrement dit, il faut une hausse plus marquée des rendements pour inciter les investisseurs à renforcer leur exposition à l'obligataire<sup>3</sup>. Quatrièmement, on observera le même phénomène en période de corrélation positive entre les cours des obligations et ceux des actions<sup>4</sup>, comme ce fut le cas récemment après une longue période de corrélation négative. Lorsque la corrélation est positive, les obligations ne servent plus de couverture aux actions – les cours des deux catégories d'actifs évoluent simultanément à la hausse et à la baisse – ce qui rend les obligations moins attractives comme instrument de diversification. En conséquence, les rendements montent.

Enfin, les intermédiaires financiers jouent un rôle important. « *Des changements conjoncturels soudains peuvent amener massivement les investisseurs à vouloir se débarrasser de titres d'État. Les intermédiaires doivent alors prendre des positions importantes en attendant de trouver des acheteurs, ce qui peut potentiellement submerger leurs bilans.* »<sup>5</sup> L'inquiétude suscitée par un possible dysfonctionnement du marché pourrait inciter davantage d'investisseurs à vendre, en particulier ceux qui ont recours à l'effet de levier et qui voudraient éviter les appels de marge.<sup>6</sup>

Pour conclure, il n'est pas du tout sûr, et ce pour plusieurs raisons, qu'un accroissement de l'offre de risque de durée – via une augmentation des émissions brutes et/ou un resserrement quantitatif – s'accompagne aisément d'une hausse proportionnelle de la demande de risque de durée. Il est fort possible que la capacité des investisseurs à assumer les risques soit faible, ce qui implique que l'élasticité-prix de la demande obligataire le soit aussi. Cela renforcerait la transmission monétaire des hausses de taux directeurs, par le biais d'un resserrement des conditions financières, tout en posant la question de savoir dans quelle mesure les relèvements de taux et la taille du bilan se substituent. La capacité des investisseurs à supporter le risque constitue aussi un élément important que la BCE devra prendre en considération, en particulier au moment d'amorcer la réduction de ses avoirs au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP).

dépôts de l'investisseur auprès de l'intermédiaire). C'est ce que l'on appelle une « extraction de la durée ». L'inverse, que l'on pourrait désigner par une « injection de la durée », se produit en période de resserrement quantitatif. Pour une analyse de l'extraction de la durée, voir : *The yield curve and monetary policy*, discours prononcé par Philip R. Lane, membre du directoire de la BCE, à l'occasion de la *Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics*, University College London, 25 novembre 2019.

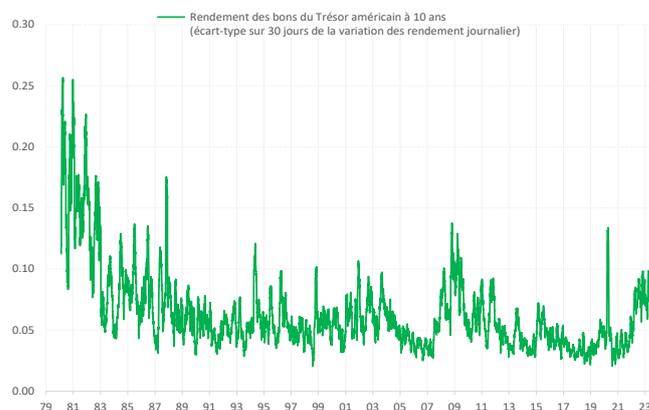
<sup>3</sup> L'absence de *forward guidance* et une politique dépendante des données accélèrent alors la transmission monétaire des hausses de taux directeurs par le biais d'un resserrement des conditions financières.

<sup>4</sup> La pertinence empirique de cette question est démontrée dans Steve Fei Hou, *When is the supply effect large in the government bond market?* Department of Economics, Université du Michigan. L'étude a été citée dans *Whispers of a consumer slowdown*, *Financial Times*, 11 octobre 2023.

<sup>5</sup> Source : Darrell Duffie et Frank Keane, *Market-Function Asset Purchases*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1054, February 2023.

<sup>6</sup> Ceci a été le cas en octobre 2022, au cours de la ruée sur les liquidités (« *dash for cash* ») au Royaume-Uni. Voir *Royaume-Uni : ruée sur les liquidités, effet de levier et nécessité de coordonner les politiques économiques*, BNP Paribas, EcoWeek, 3 octobre 2022.

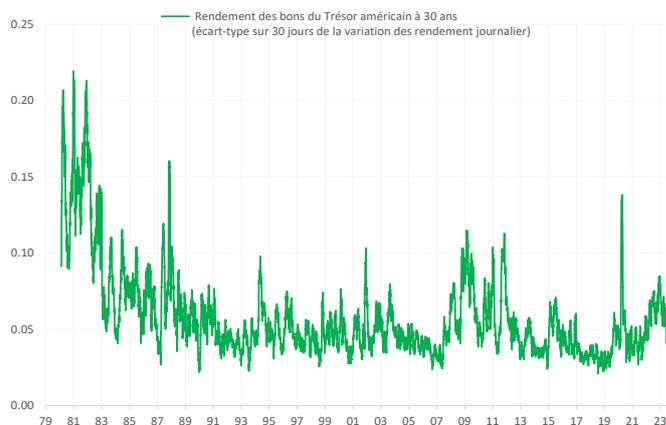
## VOLATILITÉ DU RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## VOLATILITÉ DU RENDEMENT DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 30 ANS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les banques centrales pourraient accroître la capacité des investisseurs à prendre des risques en rendant la trajectoire future des taux directeurs moins incertaine grâce à leur *forward guidance* et une politique moins dépendante aux données. Cela suppose toutefois qu'elles soient convaincues que leur objectif d'inflation sera atteint dans les temps.

William De Vijlder



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 6-10-23 au 13-10-23

↘ CAC 40	7 060	▶ 7 004	-0.8 %	
↗ S&P 500	4 309	▶ 4 328	+0.4 %	
↗ Volatilité (VIX)	17.5	▶ 19.3	+1.9 pb	
↗ Euribor 3m (%)	3.98	▶ 3.99	+0.2 pb	
↘ Libor \$ 3m (%)	5.67	▶ 5.66	-0.4 pb	
↘ OAT 10a (%)	3.46	▶ 3.29	-17.6 pb	
↘ Bund 10a (%)	2.85	▶ 2.70	-15.4 pb	
↘ US Tr. 10a (%)	4.80	▶ 4.62	-17.6 pb	
↘ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.05	-0.3 %	
↗ Or (once, \$)	1 830	▶ 1 919	+4.9 %	
↗ Pétrole (Brent, \$)	84.7	▶ 91.0	+7.5 %	

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'Intérêt (%)

€ BCE	4.50	4.50	le 20/09	2.50	le 02/01			
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01			
Euribor 3m	3.99	3.99	le 10/10	2.16	le 02/01			
Euribor 12m	4.17	4.23	le 29/09	3.30	le 19/01			
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01			
Libor 3m	5.66	5.69	le 10/10	4.77	le 02/01			
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03			
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01			
Libor 3m	5.41	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01			
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01			

Au 13-10-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01			
Bund 2a	3.24	3.38	le 28/09	2.39	le 20/03			
Bund 10a	2.70	2.94	le 28/09	1.98	le 18/01			
OAT 10a	3.29	3.50	le 28/09	2.42	le 18/01			
Corp. BBB	4.79	4.94	le 04/10	3.95	le 02/02			
\$ Treas. 2a	5.12	5.22	le 03/10	3.85	le 04/05			
Treas. 10a	4.62	4.80	le 03/10	3.30	le 06/04			
High Yield	9.18	9.31	le 09/10	7.94	le 02/02			
£ Gilt. 2a	4.85	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02			
Gilt. 10a	4.39	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02			

Au 13-10-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =								
USD	1.05	1.12	le 14/07	1.05	le 03/10	-1.6%		
GBP	0.87	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-2.5%		
CHF	0.95	1.00	le 24/01	0.95	le 13/10	-3.8%		
JPY	157.21	159.39	le 30/08	138.02	le 03/01	+11.6%		
AUD	1.67	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+6.0%		
CNY	7.67	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+3.4%		
BRL	5.32	5.79	le 04/01	5.18	le 18/09	-5.6%		
RUB	102.46	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+31.5%		
INR	87.46	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	-0.9%		

Au 13-10-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$								
Pétrole, Brent	91.0	96.6	le 27/09	71.9	le 12/06	+7.1%	+8.9%	
Or (once)	1 919	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+5.7%	+7.4%	
Métaux, LMEX	3 561	4 404	le 26/01	3 551	le 05/10	-10.6%	-9.2%	
Cuivre (tonne)	7 876	9 331	le 23/01	7 824	le 05/10	-5.8%	-4.3%	
Blé (tonne)	211	2.9	le 13/02	168	le 29/09	-26.0%	-24.8%	
Maïs (tonne)	181	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-30.4%	-29.3%	

Au 13-10-23

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours							
<b>Monde</b>								
MSCI Monde	2 862	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+10.0%		
<b>Amérique du Nord</b>								
S&P500	4 328	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01	+12.7%		
<b>Europe</b>								
EuroStoxx50	4 136	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01	+9.0%		
CAC 40	7 004	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+8.2%		
DAX 30	15 187	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01	+9.1%		
IBEX 35	9 233	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01	+12.2%		
FTSE100	7 600	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+2.0%		
<b>Asie Pacifique</b>								
MSCI, loc.	1 206	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01	+12.9%		
Nikkei	32 316	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+23.8%		
<b>Emergents</b>								
MSCI Emergents (\$)	951	1 052	le 26/01	928	le 04/10	-0.5%		
Chine	58	75	le 27/01	56	le 04/10	-8.8%		
Inde	828	843	le 15/09	703	le 16/03	+8.1%		
Brésil	1 531	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	+0.7%		

Au 13-10-23

Variations

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

	Année 2023 au 13-10, €		Année 2023 au 13-10, \$	
Distribution	+17.0%		+66.2%	
Médias	+16.0%		+48.4%	
Automobile	+14.3%		+18.9%	
Banques	+14.1%		+14.9%	
Technologie	+13.4%		+14.2%	
Construction	+12.8%		+13.5%	
Voyages & loisirs	+8.4%		+11.8%	
Santé	+8.3%		+11.8%	
Pétrole & gaz	+7.5%		+6.2%	
Industrie	+6.8%		+4.7%	
Indice	+5.7%		+4.0%	
Assurances	+3.3%		+0.9%	
Bs. de conso.	+2.9%		-1.3%	
Télécoms	+2.1%		-2.8%	
Chimie	+0.9%		-3.2%	
Scs collectivités	-1.9%		-11.2%	
Foncières	-7.4%		-13.4%	
Agroalimentaire	-7.5%		-14.9%	
Matières premières	-12.6%		-16.2%	
Automobile				
Technologie				
Distribution				
Construction				
Indice				
Voyages & loisirs				
Assurances				
Médias				
Scs financiers				
Industrie				
Pétrole & gaz				
Chimie				
Matières premières				
Pdts ménagers & soins				
Santé				
Banques				
Agroalimentaire				
Scs collectivités				
Télécoms				

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

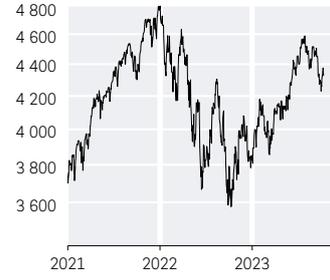
**EURO-DOLLAR**



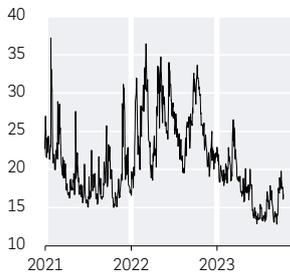
**EUROSTOXX50**



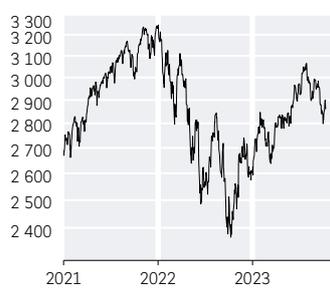
**S&P500**



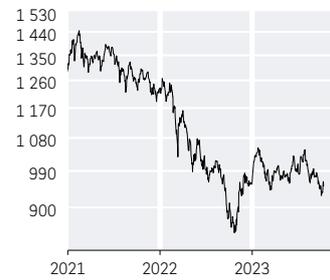
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



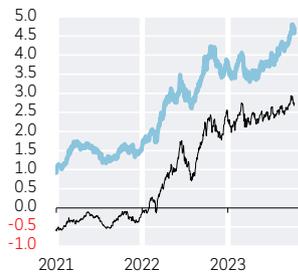
**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

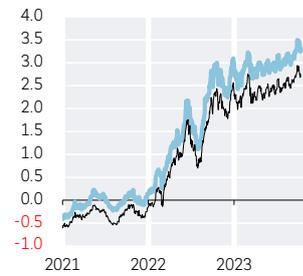


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



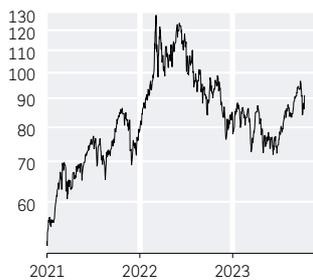
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

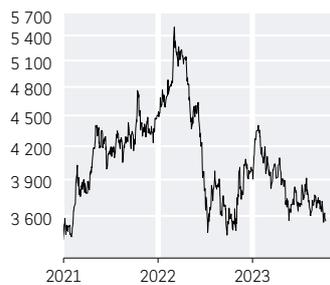
Année 2023 au 13-10

4.78%	Grèce	208 pb
4.64%	Italie	194 pb
3.84%	Espagne	113 pb
3.43%	Belgique	72 pb
3.40%	Portugal	69 pb
3.38%	Autriche	68 pb
3.31%	Finlande	60 pb
3.29%	France	58 pb
3.16%	Irlande	45 pb
3.10%	P-Bas	39 pb
2.70%	Allemagne	

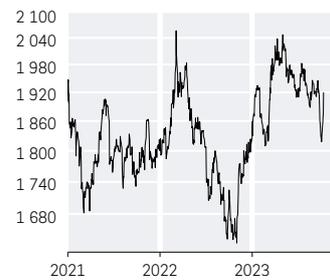
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



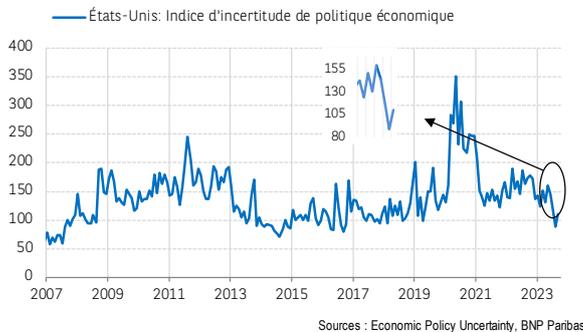
SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

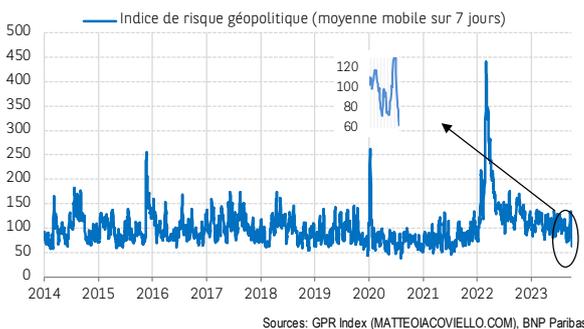
## LA PLUPART DES INDICATEURS MONTRE UN REGAIN D'INCERTITUDE EN SEPTEMBRE



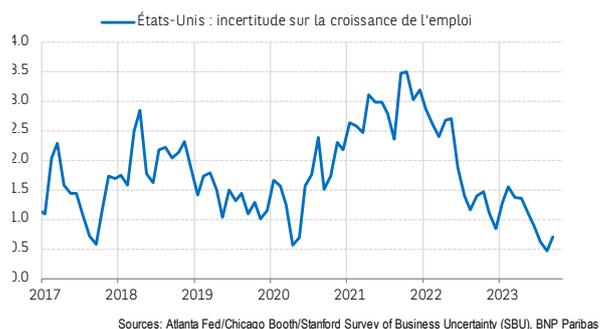
Aux États-Unis, l'incertitude sur la politique économique, basée sur la couverture médiatique, a légèrement augmenté en septembre après quatre mois de baisse. Cette légère augmentation est probablement en lien avec le risque d'un *shutdown* de l'administration américaine et le mouvement de hausse des taux longs, dont l'ampleur interpelle.



En septembre, les entreprises américaines ont fait état d'un léger regain d'incertitude vis-à-vis de la croissance de leurs chiffres d'affaires. Ce mouvement n'apparaît pas significatif à ce stade au regard de l'absence de tendance depuis début 2021. Il ne doit pas moins être surveillé s'il annonce effectivement une détérioration des conditions économiques, sous l'effet, attendu, du resserrement monétaire.



L'indice du risque géopolitique, qui est également fondé sur la couverture médiatique, a aussi augmenté en septembre, probablement en lien avec les récents coups d'État en Afrique. L'indice souffre d'une volatilité assez importante.

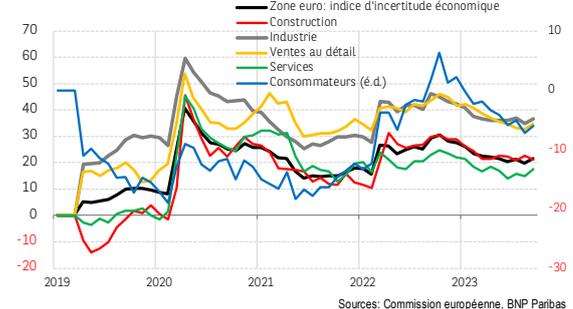


En ce qui concerne les perspectives de l'emploi, l'incertitude a augmenté aussi en septembre, après une tendance à la baisse.



L'indicateur d'incertitude basé sur la Bourse\* demeure cependant orienté à la baisse en zone euro. Il a également fléchi aux États-Unis, après une phase de stabilité.

\*dispersion des performances journalières des sociétés individuelles



En zone euro, l'indice d'incertitude économique de la Commission européenne s'est également redressé en septembre. Sa tendance à la baisse, visible depuis l'automne 2022, tend à s'estomper. L'incertitude ressentie augmente dans quasiment tous les secteurs d'activité, le secteur de la construction faisant exception avec une nouvelle baisse.



# 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	2.2	0.4	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	2.9
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 13 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

<a href="#">Espagne : La détérioration de la solvabilité des emprunteurs reste contenue</a>	EcoTVWeek	12 octobre 2023
<a href="#">OCDE : Fin probable des hausses de taux mais pas de la restriction monétaire</a>	EcoPerspectives	12 octobre 2023
<a href="#">Zone euro : les taux fixes protègent les emprunteurs des effets du resserrement monétaire</a>	Graphique de la Semaine	11 octobre 2023
<a href="#">Lutte contre l'inflation : les banques centrales sont-elles en passe de gagner leur pari ?</a>	Podcast	11 octobre 2023
<a href="#">États-Unis : la hausse des rendements des Treasuries, énigmatique peut-être, préoccupante sans aucun doute</a>	EcoWeek	10 octobre 2023
<a href="#">Les perspectives de croissance : (presque) tout est une question de confiance</a>	EcoTVWeek	6 octobre 2023
<a href="#">France : au 3e trimestre 2023, les défaillances d'entreprises dépassent de 4% leur niveau d'avant-Covid</a>	EcoBrief	5 octobre 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation</a>	EcoCharts	5 octobre 2023
<a href="#">Allemagne : un décrochage structurel du déficit commercial avec la Chine ?</a>	Graphique de la Semaine	4 octobre 2023
<a href="#">Zone euro : les perspectives de croissance à travers le prisme des enquêtes de conjoncture</a>	EcoWeek	2 octobre 2023
<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



# 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

**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](https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet : [www.group.bnpparibas](http://www.group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder  
Copyright: Dilok Klaisataporn



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change