

“ UNE DÉFINITION PLUS CLAIRE DE LA
FONCTION DE RÉACTION DE LA BCE
PERMETTRAIT D'ÉVITER UNE VOLATILITÉ
EXCESSIVE DES TAUX D'INTÉRÊT ET DES
MARCHÉS FINANCIERS EN GÉNÉRAL. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

BCE : au point haut du cycle

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



BCE: AU POINT HAUT DU CYCLE

Lors de sa dernière réunion, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de resserrer davantage sa politique monétaire, portant le taux de rémunération des dépôts à 4,00 %. D'après lui, maintenir les taux directeurs à leurs niveaux actuels, pendant une durée suffisamment longue, contribuera grandement à ramener au plus tôt l'inflation vers sa cible de 2%. Les marchés financiers se sont redressés, convaincus que le pic du cycle des taux directeurs a été atteint. La question est maintenant de savoir pendant combien de temps ils se maintiendront à ce niveau et quel sera le rythme de la détente à venir. La fonction de réaction de la BCE dépend de son évaluation des perspectives d'inflation à la lumière des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire à l'économie. Cela laisse une importante marge d'interprétation et de spéculation aux marchés. Une définition plus claire de la fonction de réaction permettrait d'éviter une volatilité excessive des taux d'intérêt et des marchés financiers en général.

Comme le dit l'adage, une image vaut mieux que de longs discours. À en juger par la réaction des marchés financiers (graphiques 1 à 3) - un repli des rendements obligataires et de l'euro mais aussi un rebond des marchés boursiers - à l'annonce de la décision du Conseil des gouverneurs du 14 septembre dernier, un événement de taille favorable aux marchés se serait produit.

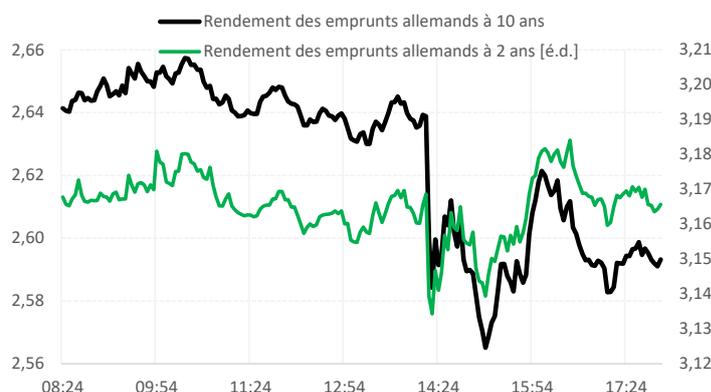
Manifestement, dans l'univers des banques centrales, les nuances ont leur importance et les graphiques méritent d'être commentés. Certes, les taux directeurs ont de nouveau été relevés - pour la dixième fois d'affilée -, portant le taux de rémunération des dépôts à 4,00 %, un plus haut inédit. Néanmoins, le Conseil des gouverneurs considère à présent « que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour de l'inflation au niveau de notre objectif »¹. Cela tend à montrer que, sur la base des données actuelles, la politique monétaire est à présent suffisamment restrictive pour atteindre l'objectif d'inflation de la BCE, et qu'il ne sera pas nécessaire de relever de nouveau les taux directeurs à court terme.

Avec le temps, l'impact des hausses de taux passées devrait commencer à se faire sentir, réduisant d'autant la probabilité d'un nouveau relèvement, par l'institution de Francfort, après une pause. En clair, cette annonce signifie que le pic des taux directeurs a été atteint, ce qui explique la réaction du marché. Devant le recul, sinon la disparition totale, du risque de nouvelles hausses des taux, les rendements obligataires se sont repliés. La légère réduction de l'incertitude entourant les perspectives de croissance, induite par ce recul, a provoqué un redressement des marchés boursiers du fait de la baisse de la prime de risque ; le repli des rendements obligataires n'y a pas, non plus, été étranger. Quant à l'euro, il s'est déprécié face au dollar devant la possibilité de nouveaux relèvements des taux directeurs par la Réserve fédérale américaine.

¹ Source : BCE, Déclaration de politique monétaire, 14 septembre 2023.

² Christine Lagarde, présidente de la BCE, a même déclaré lors de sa conférence de presse « Nous ne disons pas non plus que nous sommes actuellement au plus haut [des taux d'intérêt] » Source : BCE, Conférence de presse, Christine Lagarde, présidente de la BCE, Luis de Guindos, vice-président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 14 septembre 2023.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES ALLEMANDS



GRAPHIQUE 1

SOURCES: BLOOMBERG (14.09.2023), BNP PARIBAS

De toute évidence, l'écart est grand entre ce que dit la BCE et l'interprétation qu'en fait le marché. La communication de la Banque centrale européenne doit être suffisamment ambiguë pour laisser au Conseil des gouverneurs toutes les options ouvertes² dans le cas où la dynamique de la désinflation décevrait, voire si cette dernière calait. De plus, un message sans équivoque du type « c'est terminé ! » pourrait entraîner une détente durable et significative des conditions financières - baisse des rendements obligataires, hausse des cours des actions, repli de l'euro - qui aurait pour effet de neutraliser une partie de l'effet des taux directeurs élevés sur l'économie. Il est peu probable qu'à ce stade, une majorité suffisante soit trouvée parmi les membres du Conseil des

Une définition plus claire de la fonction de réaction permettrait d'éviter une volatilité excessive des taux d'intérêt et des marchés financiers en général.



gouverneurs pour envoyer un signal aussi fort. Certains commentateurs ont néanmoins qualifié cette décision de « relèvement *dovish* », convaincus que ce devrait être le dernier du cycle. Or, le ton de Christine Lagarde lors de la conférence de presse n'était pas véritablement accommodant³. Elle a en effet insisté sur le fait que la décision du Conseil des gouverneurs était fondée sur l'évaluation actuelle – celle-ci pouvant ainsi évoluer en fonction des données disponibles – et elle a mis l'accent sur le facteur temps – le maintien des taux à des niveaux élevés pendant une durée suffisamment longue –, ajoutant que si l'on compare les perspectives d'inflation jusqu'en 2025 avec les engagements et l'objectif de 2% de la BCE, sa mission n'est pas encore accomplie. Or, une politique monétaire restrictive peut être néfaste pour l'économie même lorsque les taux se situent sur un plateau.

Compte tenu de la stabilisation attendue des taux directeurs, on pourrait croire que les prochaines réunions du Conseil des gouverneurs seront ennuyeuses. Or, la réalité devrait être tout autre. Pour anticiper le calendrier et le rythme des baisses de taux, les analystes devront s'attacher à comprendre la fonction de réaction de la BCE. La présidente de la BCE a rappelé à plusieurs reprises que les décisions relatives aux taux d'intérêt seraient fondées sur l'évaluation des perspectives d'inflation, qui elles-mêmes tiennent compte des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Concernant ce dernier facteur, le Conseil des gouverneurs estime que ce « canal de transmission est solide et plus encore que lors des cycles précédents »⁴. Les deux autres facteurs laissent une importante marge d'interprétation et de spéculation aux marchés : comment les nouvelles données disponibles vont-elles modifier les perspectives d'inflation ? Quel est le bon rythme de désinflation ? Une définition plus claire de la fonction de réaction permettrait d'éviter une volatilité excessive des taux d'intérêt et des marchés financiers en général. Une chose est sûre : quelle que soit la possible stabilisation des taux directeurs, les conférences de presse de la BCE susciteront toujours autant d'intérêt.

William De Vijlder

EUROSTOXX 50 : INTRAJOURNALIER DU 14 SEPTEMBRE 2023



GRAPHIQUE 2

SOURCES: BLOOMBERG (14.09.2023), BNP PARIBAS

EUR/USD : INTRAJOURNALIER DU 14 SEPTEMBRE 2023



GRAPHIQUE 3

SOURCES: BLOOMBERG (14.09.2023), BNP PARIBAS

³ *Hawkish* et *dovish* « sont les termes utilisés par les économistes pour décrire dans quelle mesure la communication [de la banque centrale] indique que la politique monétaire va devenir restrictive (*hawkish*) ou accommodante (*dovish*) » - Source : *How words guide markets: measuring monetary policy communication*, The ECB Blog, 9 août 2023

⁴ Source : voir note de bas de page 2.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 8-9-23 au 15-9-23

➔ CAC 40	7 241	▶ 7 379	+1.9 %	
➔ S&P 500	4 457	▶ 4 450	-0.2 %	
➔ Volatilité (VIX)	13.8	▶ 13.8	-0.1 pb	
➔ Euribor 3m (%)	3.80	▶ 3.88	+7.8 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	5.67	▶ 5.66	-0.9 pb	
➔ OAT 10a (%)	3.10	▶ 3.17	+7.9 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.57	▶ 2.64	+7.1 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.26	▶ 4.33	+7.5 pb	
➔ Euro vs dollar	1.07	▶ 1.07	-0.5 %	
➔ Or (once, \$)	1 922	▶ 1 928	+0.3 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	90.7	▶ 94.1	+3.7 %	

Taux d'Intérêt (%)

€ BCE	4.25	4.25	le 02/08	2.50
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51
Euribor 3m	3.88	3.88	le 15/09	2.16
Euribor 12m	4.17	4.19	le 07/07	3.30
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50
Libor 3m	5.66	5.68	le 29/08	4.77
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50
Libor 3m	5.58	5.60	le 30/08	3.87
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81

Au 15-9-23

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64
Bund 2a	3.29	3.36	le 08/03	2.39
Bund 10a	2.64	2.75	le 02/03	1.98
OAT 10a	3.17	3.23	le 03/03	2.42
Corp. BBB	4.64	4.77	le 10/07	3.95
\$ Treas. 2a	5.08	5.16	le 25/08	3.85
Treas. 10a	4.33	4.35	le 21/08	3.30
High Yield	8.64	9.16	le 20/03	7.94
£ Gilt. 2a	4.76	5.51	le 06/07	3.15
Gilt. 10a	4.36	4.74	le 17/08	3.00

Au 15-9-23

TAUX DE CHANGE

1€ =						
USD	1.07	1.12	le 14/07	1.05	le 05/01	-0.1%
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-3.0%
CHF	0.96	1.00	le 24/01	0.95	le 05/09	-3.1%
JPY	157.71	159.39	le 30/08	138.02	le 03/01	+12.0%
AUD	1.66	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+5.3%
CNY	7.75	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+4.5%
BRL	5.20	5.79	le 04/01	5.20	le 15/09	-7.8%
RUB	103.28	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+32.6%
INR	88.72	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	+0.5%

Au 15-9-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$						
Pétrole, Brent	94.1	94.1	le 15/09	71.9	le 12/06	+10.8%
Or (once)	1 928	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+6.2%
Métaux, LME	3 720	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-6.6%
Cuivre (tonne)	8 350	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	-0.2%
Blé (tonne)	194	2.9	le 13/02	188	le 11/09	-32.2%
Maïs (tonne)	176	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-32.2%

Au 15-9-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours					
Monde						
MSCI Monde	2 961	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+13.8%
Amérique du Nord						
S&P500	4 450	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01	+15.9%
Europe						
EuroStoxx50	4 295	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01	+13.2%
CAC 40	7 379	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+14.0%
DAX 30	15 894	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01	+14.1%
IBEX 35	9 550	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01	+16.0%
FTSE100	7 711	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+3.5%
Asie Pacifique						
MSCI, loc.	1 256	1 256	le 15/09	1 065	le 04/01	+17.5%
Nikkei	33 533	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+28.5%
Emergents						
MSCI Emergents (\$)	985	1 052	le 26/01	941	le 16/03	+3.0%
Chine	59	75	le 27/01	57	le 21/08	-6.3%
Inde	843	843	le 15/09	703	le 16/03	+9.9%
Brsil	1 627	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	+2.9%

Au 15-9-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 15-9, €		Année 2023 au 15-9, \$	
+25.8%	Distribution	+78.8%	Automobile
+21.0%	Voyages & loisirs	+45.4%	Technologie
+16.2%	Automobile	+24.7%	Distribution
+15.3%	Technologie	+22.8%	Voyages & loisirs
+15.1%	Construction	+18.9%	Construction
+14.9%	Médias	+15.8%	Indice
+14.0%	Bs. de conso.	+13.0%	Médias
+13.7%	Banques	+10.9%	Scs financiers
+10.5%	Industrie	+9.5%	Assurances
+9.8%	Santé	+6.5%	Industrie
+8.7%	Indice	+4.4%	Chimie
+6.5%	Assurances	+4.4%	Pétrole & gaz
+6.4%	Chimie	+2.8%	Matières premières
+5.8%	Pétrole & gaz	-3.0%	Pdts ménagers & soins
+5.2%	Télécoms	-3.0%	Santé
+4.9%	Scs collectivités	-4.2%	Agroalimentaire
-3.0%	Foncières	-8.8%	Banques
-3.6%	Agroalimentaire	-9.0%	Scs collectivités
-10.7%	Matières premières	-12.3%	Télécoms

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

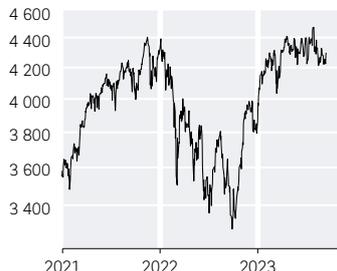
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

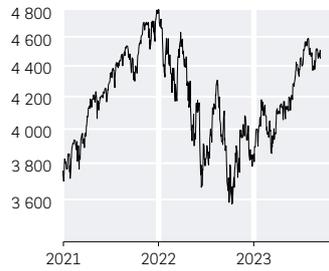
EURO-DOLLAR



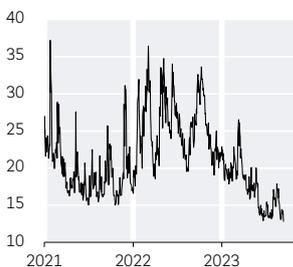
EUROSTOXX50



S&P500



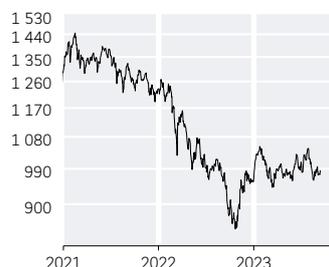
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)

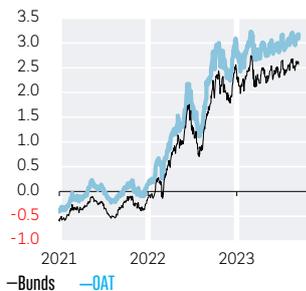


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



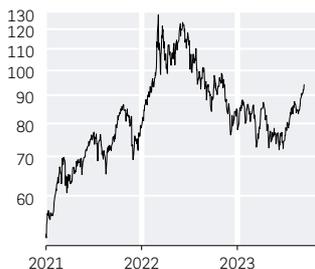
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

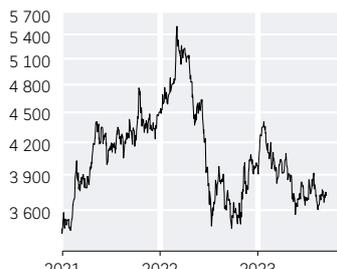
Année 2023 au 15-9

5.21%	Grèce	256 pb
4.34%	Italie	169 pb
3.68%	Espagne	103 pb
3.33%	Portugal	68 pb
3.31%	Belgique	66 pb
3.27%	Autriche	62 pb
3.20%	Finlande	55 pb
3.17%	France	53 pb
3.06%	Irlande	41 pb
3.01%	P-Bas	36 pb
2.64%	Allemagne	

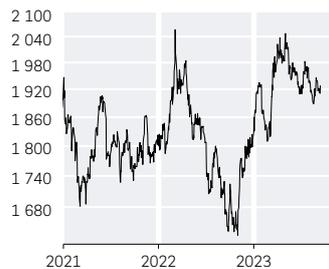
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

CHINE : LÉGÈRE AMÉLIORATION CONJONCTURELLE À LA FIN DE L'ÉTÉ

Le rebond de l'activité économique observé en début d'année, après l'abandon de la politique zéro Covid, s'est essouffé dès le printemps 2023. Notre baromètre ci-dessous témoigne de cet affaiblissement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie et les défauts de paiement de promoteurs se sont multipliés. L'importante perte de confiance des ménages (inquiets face à la crise immobilière et à la dégradation des perspectives d'emploi des jeunes actifs) et des investisseurs privés (découragés par la détérioration de l'environnement international et par les incertitudes pesant sur le cadre réglementaire de nombreux secteurs d'activité) a également continué de freiner la demande intérieure.

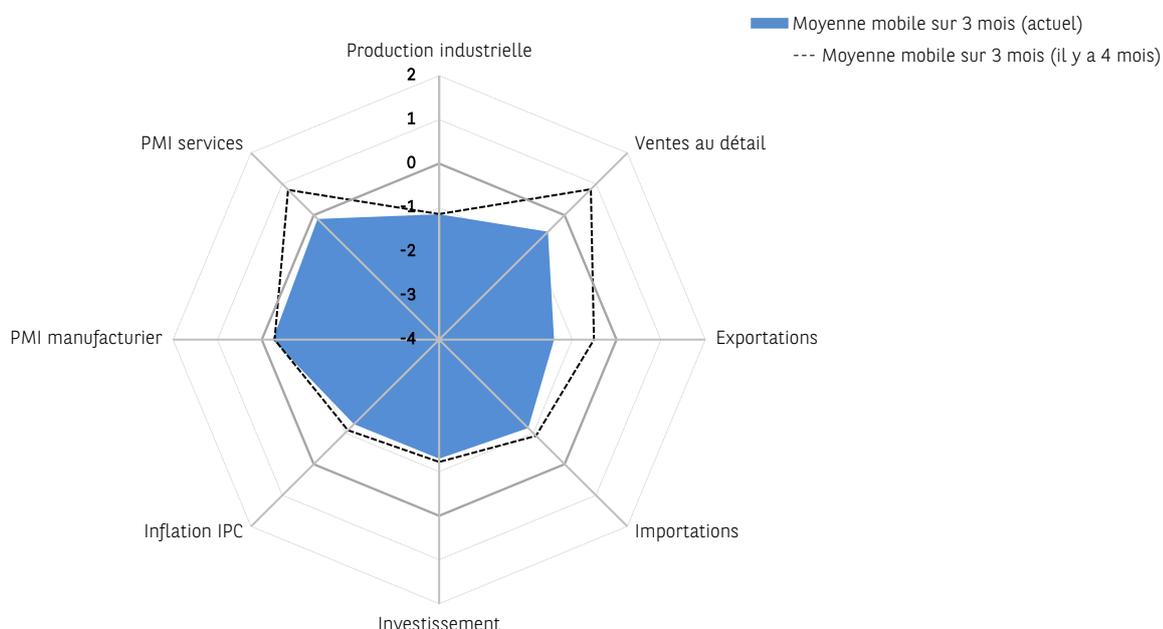
Les autorités ont répondu au ralentissement de la croissance par un assouplissement progressif de la politique économique au cours de l'été. En particulier, la banque centrale a réduit les taux d'intérêt directeurs et les coefficients de réserves obligatoires, et les conditions d'octroi des prêts hypothécaires et d'achats de biens immobiliers ont été assouplies. Le gouvernement central a prorogé quelques aides fiscales destinées aux PME et aux ménages, et demandé aux collectivités locales d'accélérer leurs émissions obligataires afin de financer de nouvelles dépenses et investissements publics.

Les autorités sont restées prudentes, leur marge de manœuvre étant contrainte, notamment, par l'excès de dette de l'économie et la fragilité financière des collectivités locales. Les mesures de relance semblent toutefois commencer à porter leurs fruits. Au mois d'août, la croissance de l'activité dans les services s'est renforcée légèrement à +6,8% en glissement annuel (contre 5,7% en juillet), soutenue par la reprise des ventes au détail (+4,5% en g.a. en volume contre 2,8% en juillet). L'inflation des prix à la consommation est revenue en territoire positif (+0,3% en g.a. en août). La croissance de la production industrielle s'est, elle aussi, redressée (+4,5% en g.a. en août contre 3,7% en juillet).

En revanche, le secteur immobilier ne montre aucun signe de reprise. Les volumes de transactions immobilières ont continué de chuter (-24% en g.a. en août), tout comme les mises en chantier (-23%). La contraction de l'investissement immobilier s'est poursuivie, contribuant au ralentissement de l'investissement total (+3,2% en g.a. en valeur sur les huit premiers mois de 2023 contre 3,8% au S1 2023). La conjoncture économique chinoise devrait continuer de s'améliorer légèrement d'ici la fin de l'année, toujours contrainte par de puissants freins externes et internes.

Christine Peltier

INDICATEURS ÉCONOMIQUES DE LA CHINE



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

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



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

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

CHINE

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

ZONE EURO

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

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1^{er} trimestre de stagnation et un 4^e trimestre 2022 légèrement positif, à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3^e trimestre. L'inflation a connu un rebond en août (5,7% a/a en indice harmonisé), dû aux prix de l'énergie. Ce rebond ne remet pas en cause le processus de désinflation, aussi lent soit-il. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,7% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

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

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

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

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

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

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5,9	2,1	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	2,5
Royaume-Uni	7,6	4,1	0,5	0,1	2,6	9,0	7,6	3,1
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
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 15 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
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	5,50	5,50	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 Strategy, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 15 septembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

L'Afrique cherche des financements pour sa transition énergétique	EcoTVWeek	15 septembre 2023
Italie : les réserves des banques couvrent intégralement les prochaines échéances des TLTRO	Graphique de la Semaine	13 septembre 2023
Économie mondiale : vieillissement de la population, croissance des salaires et inflation	EcoWeek	11 septembre 2023
Les prévisions économiques dans un monde sans repères	EcoTVWeek	8 septembre 2023
Baromètre de l'inflation - Septembre 2023	EcoCharts	7 septembre 2023
La réponse de l'Union européenne aux défis climatiques et industriels	Graphique de la Semaine	6 septembre 2023
De l'inflation à la croissance : l'incertitude se déplace	EcoWeek	4 septembre 2023
Jackson Hole 2023 : la lutte contre l'inflation continue	EcoTVWeek	1 ^{er} septembre 2023
France : le chiffre d'inflation d'août rappelle que la désinflation restera graduelle	EcoBrief	31 août 2023
Juillet 2023 : le mois le plus chaud jamais mesuré	Graphique de la Semaine	30 août 2023
Neutralité climatique : la course est lancée	EcoConjoncture	29 août 2023
Économie mondiale : une attente qui dure	EcoWeek	28 août 2023
Greenflation : à quel point la transition énergétique est-elle inflationniste ?	EcoFlash	28 août 2023
Espagne : les fortes créations d'emploi soutiennent la croissance	EcoBrief	27 juillet 2023
Amérique centrale : incidence de la variabilité climatique sur la mobilité humaine	Graphique de la Semaine	24 juillet 2023
Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture : le cas des services	EcoWeek	24 juillet 2023
Les Caraïbes : des ennuis au paradis	EcoTVWeek	21 juillet 2023
Baromètre de l'OCDE - juillet 2023	EcoPulse	20 juillet 2023
États-Unis : Les fonds monétaires réallouent leurs avoirs, hors du dispositif ON RRP	Graphique de la Semaine	19 juillet 2023
Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture Le cas de l'industrie	EcoWeek	18 juillet 2023
Le Chili, leader de la transition énergétique ?	EcoTVWeek	14 juillet 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 Prudential 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 Prudential (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 Prudential 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 - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder

Copyright:



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change