



“ AUX DERNIERS STADES D’UN CYCLE DE RESSERREMENT, LE RISQUE D’UNE RÉACTION NON-LINÉAIRE DES AGENTS ÉCONOMIQUES AUGMENTE. UNE PLUS GRANDE PROGRESSIVITÉ EST DONC NÉCESSAIRE SOUS FORME DE HAUSSES DES TAUX PLUS MODÉRÉES ET MOINS FRÉQUENTES. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

# 3

## ÉDITORIAL

Banques centrales : comment éviter la hausse de trop ?

---

# 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.



## BANQUES CENTRALES: COMMENT ÉVITER LA HAUSSE DE TROP?

Le resserrement monétaire important et rapide opéré par les grandes banques centrales et la perspective d'autres relèvements de taux à venir font craindre un excès de zèle dans la lutte contre l'inflation avec une réaction non-linéaire des agents économiques à une énième hausse. Plusieurs facteurs entrent en jeu : des esprits animaux négatifs, le niveau et les caractéristiques de la dette, la valorisation des actifs, les prêts bancaires, les marchés financiers. Ceci plaide pour une plus grande progressivité et, à un certain stade, marquer une pause tout en insistant sur le fait que le cycle de resserrement n'est pas terminé.

Lors de la conférence de presse qui a suivi la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, Christine Lagarde a très clairement indiqué que d'autres relèvements des taux suivraient. La semaine dernière, Jerome Powell, s'adressant au Congrès américain, a expliqué que l'on pouvait « assez raisonnablement s'attendre » à ce que la Réserve fédérale procède, cette année, à deux autres remontées des taux<sup>1</sup> tandis que la Banque d'Angleterre a pris de court les marchés en augmentant son taux directeur de 50 points de base. Le resserrement important et rapide de la politique monétaire, ainsi que la possibilité d'autres relèvements à venir posent la question de savoir où se situe la limite à ne pas dépasser.

Quand viendra la goutte qui fera déborder le vase ? Comme souvent, il est plus facile de poser la question que d'y répondre. J. Powell a tenté de le faire en filant la métaphore de la conduite d'un véhicule. Lorsque vous approchez de votre destination finale, vous quittez l'autoroute et empruntez les routes secondaires. Pour cela, vous devez ralentir. Cependant, l'état de la route et la vitesse appropriée sont plus faciles à évaluer que le rythme de la désinflation, qui dépend de la rapidité et de l'importance avec lesquelles les hausses de taux antérieures influencent la demande, l'emploi, les décisions de fixation des prix, etc.

Il est tout aussi difficile d'évaluer l'ampleur du resserrement monétaire nécessaire – ou, pour reprendre l'image de J. Powell, de décider de la vitesse la plus adaptée du véhicule. Le président de la Fed a, dans le passé, insisté sur la nécessité d'avoir des taux d'intérêt réels positifs sur l'ensemble de la courbe de taux, mais cela pose la question du point de référence. À cet égard, le taux d'intérêt neutre<sup>2</sup> fonctionne en théorie mais, dans la pratique, la fourchette d'estimations large, dont il est assorti, en limite la pertinence. On en arrive ainsi à la conclusion suivante : plus le resserrement cumulé est important au cours d'un cycle et plus le niveau des taux d'intérêt réels est élevé, plus le risque est grand que les agents économiques finissent par réagir de manière disproportionnée à une nouvelle hausse des taux.

Pourquoi cela pourrait-il se produire ? Plusieurs facteurs peuvent déclencher une telle réaction non linéaire (schéma 1). Le premier est une chute brutale de la confiance, c'est-à-dire la manifestation d'esprits animaux négatifs<sup>3</sup>. Cela pourrait refléter une hausse de l'incertitude des agents économiques face à l'avenir, due à des taux d'intérêt toujours plus élevés.

### LES ACCÉLÉRATEURS DE LA TRANSMISSION MONÉTAIRE

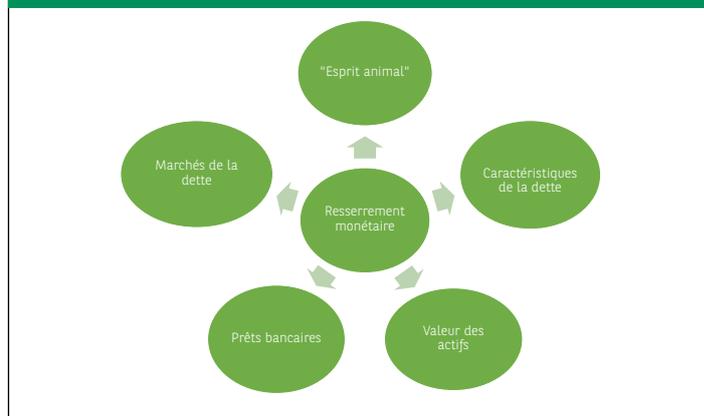


SCHÉMA 1

SOURCE : BNP PARIBAS

Même s'ils ne souffrent peut-être pas (encore) personnellement de contraintes financières, cet accroissement de l'incertitude peut les conduire à se montrer plus prudents au moment de dépenser.

Le second facteur est le niveau et la structure de la dette des entreprises et des ménages. Le niveau élevé de la dette à refinancer peut accroître la sensibilité des entreprises à la hausse des taux d'intérêt. Il en va de même pour les ménages dont les crédits hypothécaires, assortis de taux variables ou de taux fixes mais ajustables, les rendent également très sensibles aux taux d'intérêt. Au Royaume-Uni, la banque d'Angleterre a calculé que « pour un quart de l'encours des emprunts hypothécaires, la période à taux fixe arriverait à son terme entre le T4 2022 et la fin 2023 »<sup>4</sup>. Cela signifie que, pour une bonne partie, l'impact des hausses de taux antérieures ne s'est pas encore fait sentir. Les relèvements de taux pèsent non seulement sur la demande de nouveaux prêts hypothécaires mais ils renchérissent aussi, avec le temps, le coût des prêts existants, ce qui renforce l'effet du resserrement monétaire sur l'économie<sup>5</sup>.

1 Source : Key takeaways from Fed Chair Powell's testimony, CNN, 21 juin 2023.

2 Le taux neutre est le taux directeur auquel l'orientation de la politique monétaire n'est ni accommodante ni restrictive. « Il s'agit du taux d'intérêt à court terme réel conforme à une économie maintenant le plein emploi avec une stabilité des prix associée ». Source : Robert Kaplan, *The neutral rate of interest*, Banque de la réserve fédérale de Dallas, 24 octobre 2018.

3 J.M. Keynes désigne par « esprits animaux » un « besoin spontané d'agir » selon lequel les décisions ne sont pas « le résultat d'une moyenne pondérée de bénéfices quantitatifs, multipliée par des probabilités quantitatives ». Source : George A. Akerlof and Robert J. Shiller, *Animal Spirits*, Princeton University Press, 2009.

4 Banque d'Angleterre, Rapport de politique monétaire, novembre 2022.

5 L'Institut des études fiscales (Institute for Fiscal Studies, IFS), un organisme britannique indépendant de recherche économique, a calculé que si les taux hypothécaires restent à leur niveau actuel, 1,4 million de foyers britanniques pourraient, du fait du réajustement du taux appliqué à leur prêt hypothécaire, connaître une réduction de 20 % de leur revenu disponible - après paiement des charges d'intérêt au titre de leur prêt - par rapport à leur situation de mars 2022. Source : Tom Waters et Thomas Wernham, *Interest rate hikes could see 1.4 million people lose 20% of their disposable income*, Institute for Fiscal Studies, 21 juin 2023.



Le troisième canal est celui de la valeur des actifs. Des taux d'intérêt élevés réduisent, toutes choses égales par ailleurs, la valeur actuelle nette des *cash-flows* futurs et, en fin de compte, ils devraient aussi entraîner des révisions à la baisse des projections de *cash-flow*. Ce phénomène devrait être progressif. En revanche, un bond de la prime de risque exigée, dû à une perte de confiance dans les perspectives et à un sentiment de plus forte incertitude chez les investisseurs, constitue un facteur susceptible de provoquer une réaction non linéaire soudaine<sup>6</sup>. Cela peut peser sur les dépenses via l'effet de richesse. En outre, la valeur des actifs remis en garantie d'un prêt diminue, ce qui peut limiter l'accès au crédit.

Ce phénomène relève du quatrième canal, celui du crédit bancaire. Les conditions d'octroi de prêt peuvent être durcies en raison de la baisse de la valeur du collatéral – c'est ce que l'on appelle également le mécanisme d'accélérateur financier – ou simplement parce que les banques sont plus inquiètes à l'égard des perspectives économiques et du risque associé à leur portefeuille de prêts. Enfin, le relèvement des taux directeurs peut renforcer l'aversion des investisseurs pour le risque et déclencher une remontée du rendement de la dette des entreprises et /ou réduire l'accès de ces dernières au marché obligataire.

Ces nombreux facteurs nous rappellent la tâche délicate qui est celle des banques centrales aux derniers stades d'un cycle de resserrement. Ils ne signifient pas que ces dernières doivent prendre des risques au vu de l'inflation et cesser de relever les taux, mais ils incitent à une plus grande progressivité, avec des hausses de taux plus modérées et moins fréquentes. Cela permettra de surveiller la réaction de l'économie tout en réduisant le risque d'un relèvement excessif des taux. Insister sur le fait qu'une pause ne signifie pas la fin du cycle de resserrement devrait permettre d'éviter que les anticipations d'inflation ne repartent à la hausse, en réaction à la prudence accrue de la banque centrale.

**William De Vijlder**

<sup>6</sup> Pour une description détaillée, voir William De Vijlder, *How the willingness to take risk can evaporate*, EcoWeek, BNP Paribas, 28 juillet 2017.



Aux derniers stades d'un cycle de resserrement, le risque d'une réaction non linéaire des agents économiques augmente. Une plus grande progressivité est donc nécessaire sous forme de hausses des taux plus modérées et moins fréquentes.



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 16-6-23 au 23-6-23

▼ CAC 40	7 389	▶ 7 163	-3.0 %		
▼ S&P 500	4 410	▶ 4 348	-1.4 %		
▼ Volatilité (VIX)	13.5	▶ 13.4	-0.1 pb		
▶ Euribor 3m (%)	3.57	▶ 3.61	+3.8 pb		
▶ Libor \$ 3m (%)	5.51	▶ 5.54	+3.4 pb		
▼ OAT 10a (%)	2.93	▶ 2.85	-7.9 pb		
▼ Bund 10a (%)	2.46	▶ 2.35	-10.6 pb		
▼ US Tr. 10a (%)	3.77	▶ 3.74	-2.5 pb		
▼ Euro vs dollar	1.09	▶ 1.09	-0.4 %		
▼ Or (once, \$)	1 959	▶ 1 924	-1.8 %		
▼ Pétrole (Brent, \$)	76.7	▶ 73.9	-3.6 %		

## Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.00				
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01
Euribor 3m	3.61	3.61	le 23/06	2.16	le 02/01
Euribor 12m	4.15	4.15	le 23/06	3.30	le 19/01
\$ FED	5.25	5.25	le 04/05	4.50	le 02/01
Libor 3m	5.54	5.56	le 12/06	4.77	le 02/01
Libor 12m	5.93	5.93	le 23/06	4.70	le 20/03
£ Bque Angl	5.00	5.00	le 22/06	3.50	le 02/01
Libor 3m	5.34	5.34	le 23/06	3.87	le 02/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01

Au 23-6-23

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

## Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01
Bund 2a	3.24	3.36	le 08/03	2.39	le 20/03
Bund 10a	2.35	2.75	le 02/03	1.98	le 18/01
OAT 10a	2.85	3.23	le 03/03	2.42	le 18/01
Corp. BBB	4.56	4.75	le 03/03	3.95	le 02/02
\$ Treas. 2a	4.75	5.12	le 08/03	3.85	le 04/05
Treas. 10a	3.74	4.06	le 02/03	3.30	le 06/04
High Yield	8.86	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02
£ Gilt. 2a	5.16	5.16	le 23/06	3.15	le 02/02
Gilt. 10a	4.32	4.49	le 19/06	3.00	le 02/02

Au 23-6-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =							
USD	1.09	1.11	le 03/05	1.05	le 05/01	+2.0%	
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 16/06	-3.5%	
CHF	0.98	1.00	le 24/01	0.97	le 29/05	-1.0%	
JPY	156.43	156.49	le 22/06	138.02	le 03/01	+11.1%	
AUD	1.63	1.67	le 26/04	1.53	le 27/01	+3.6%	
CNY	7.83	7.88	le 22/06	7.23	le 05/01	+5.5%	
BRL	5.20	5.79	le 04/01	5.20	le 23/06	-7.8%	
RUB	92.09	92.37	le 20/06	73.32	le 12/01	+18.2%	
INR	89.28	90.45	le 03/05	86.58	le 08/03	+1.1%	

Au 23-6-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	73.9	88.2	le 23/01	71.9	le 12/06	-13.0%	-14.6%
Or (once)	1 924	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+6.0%	+3.9%
Métaux, LME	3 720	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-6.6%	-8.4%
Cuivre (tonne)	8 409	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	+0.5%	-1.4%
Blé (tonne)	272	2.9	le 13/02	216	le 30/05	-4.8%	-6.6%
Maïs (tonne)	251	2.7	le 13/02	225	le 19/05	-3.6%	-5.5%

Au 23-6-23

Variations

## INDICES ACTIONS

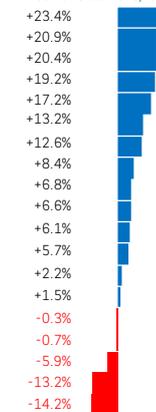
	Cours					
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 902	2 966	le 15/06	2 595	le 05/01	+11.5%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 348	4 426	le 15/06	3 808	le 05/01	+13.3%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 272	4 409	le 21/04	3 856	le 02/01	+12.6%
CAC 40	7 163	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+10.7%
DAX 30	15 830	16 358	le 16/06	14 069	le 02/01	+13.7%
IBEX 35	9 266	9 511	le 06/03	8 370	le 02/01	+12.6%
FTSE100	7 462	8 014	le 20/02	7 335	le 17/03	+0.1%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 203	1 228	le 16/06	1 065	le 04/01	+12.6%
Nikkei	32 782	33 706	le 16/06	25 717	le 04/01	+25.6%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	992	1 052	le 26/01	941	le 16/03	+3.7%
Chine	60	75	le 27/01	58	le 31/05	-5.4%
Inde	785	797	le 21/06	703	le 16/03	+0.9%
Brazil	1 665	1 691	le 21/06	1 296	le 23/03	+3.3%

Au 23-6-23

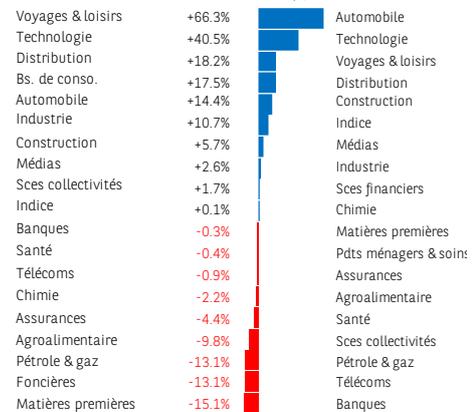
Variations

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

Année 2023 au 23-6, €



Année 2023 au 23-6, \$



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

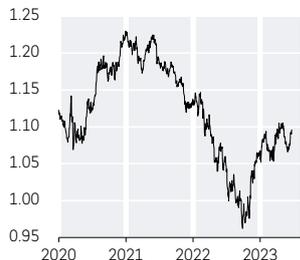


BNP PARIBAS

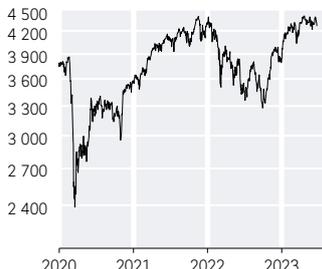
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

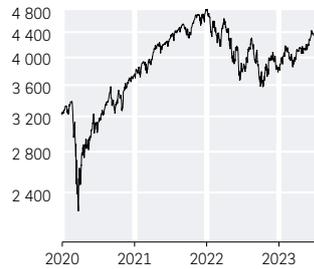
**EURO-DOLLAR**



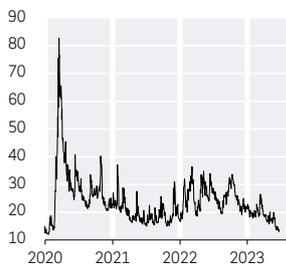
**EUROSTOXX50**



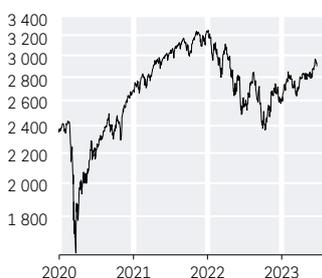
**S&P500**



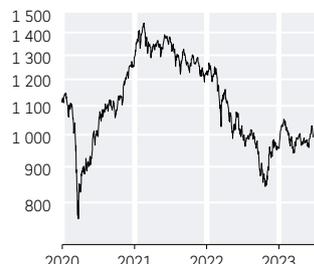
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



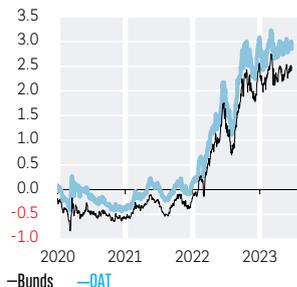
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

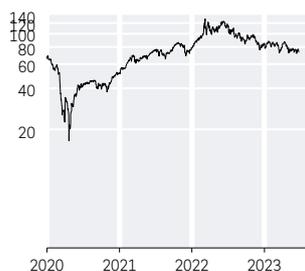


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

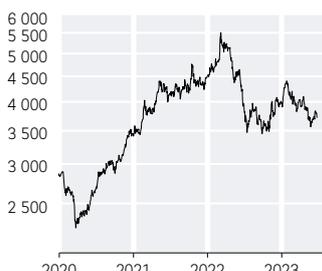
Année 2023 au 23-6

4.65%	Grèce	229 pb
3.86%	Italie	150 pb
3.32%	Espagne	96 pb
3.01%	Belgique	65 pb
2.98%	Autriche	62 pb
2.96%	Portugal	60 pb
2.92%	Finlande	56 pb
2.85%	France	50 pb
2.73%	Irlande	37 pb
2.71%	P-Bas	35 pb
2.35%	Allemagne	

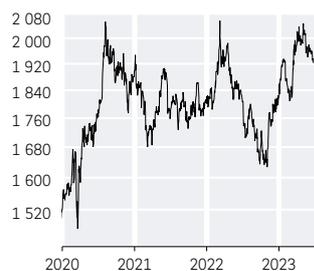
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## COMMERCE INTERNATIONAL : LE CHOC D'OFFRE SE RÉSORBE, MAIS DE NOUVEAUX RISQUES ÉMERGENT

Le volume des exportations mondiales s'est nettement replié en avril. Cette correction était attendue après la forte progression du mois précédent, liée notamment aux effets de rattrapage du déconfinement en Chine (*graphique 1*). Selon le CPB<sup>1</sup>, les exportations chinoises ont chuté de 6,4% m/m (elles sont néanmoins en hausse en moyenne sur trois mois), tout comme les autres marchés émergents asiatiques (-6,8% m/m), les États-Unis (-5,9% m/m) et les pays d'Amérique latine (-6,9% m/m). Les exportations de la zone euro baissent moins fortement (-1,9% m/m) mais de façon continue depuis l'automne dernier (-6,0% par rapport à septembre 2022).

L'indice synthétique des tensions sur les chaînes de valeur (GSCPI) de la Réserve fédérale de New York a reculé à nouveau en mai pour atteindre son plus bas niveau historique (*graphique 3*). L'indice PMI sur les délais de livraison (qui entre dans le calcul de l'indice agrégé GSCPI) indique, en mai dernier et pour le treizième mois consécutif, une réduction importante des temps d'acheminement des marchandises (*graphique 6*). En outre, la tendance se généralise à l'ensemble des secteurs industriels couverts par l'enquête de Markit.

Les fortes tensions qui se sont exercées ces dernières années sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ont eu un impact indéniable, mais difficilement chiffrable, sur les coûts de production et par répercussion sur les prix à la consommation. Une étude récente de Réserve fédérale de San Francisco<sup>2</sup> a justement tenté de quantifier ces effets sur le déflateur américain (PCE), en se basant sur les évolutions du GSCPI. Les auteurs en concluent qu'entre avril 2021 et mars 2023, les tensions sur la logistique mondiale permettent d'expliquer « *en moyenne 60% de la hausse supérieure à la tendance de l'inflation globale [2%]* » mais que sa contribution décline progressivement depuis plusieurs mois. Cela renforce le constat que l'inflation américaine est désormais tirée principalement par la demande<sup>3</sup>.

Si la phase de perturbations sans précédent des deux dernières années s'est largement dissipée, de nouveaux risques, liés notamment au dérèglement climatique, apparaissent plus clairement et devraient s'accroître au fil des années. La sécheresse record en Amérique centrale, qui perturbe la circulation des conteneurs dans le canal de Panama, est un évènement, parmi d'autres, qui illustre bien l'ampleur croissante qu'exerce le réchauffement climatique sur l'économie mondiale<sup>4</sup>.

Guillaume Derrien

<sup>1</sup> Bureau néerlandais pour l'analyse de la politique économique.

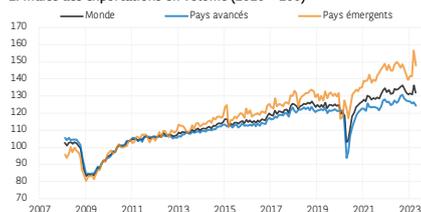
<sup>2</sup> Liu Z. et T.L. Nguyen, Global Supply Chain Pressures and U.S. Inflation, FRBSF Economic Letter, 20 juin 2023.

<sup>3</sup> H. Baudchon, Zone euro et États-Unis : D'où vient l'inflation ? BNP Paribas EcoWeek, 6 juin 2023

<sup>4</sup> Voir The Fed's Inflation Fight Faces a New Challenge: A Dry Panama Canal, Bloomberg, 2 juin 2023

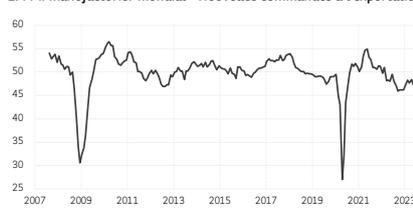
### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

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



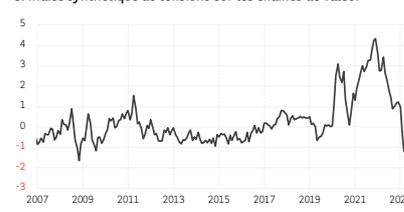
Source: CPB, BNP Paribas

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



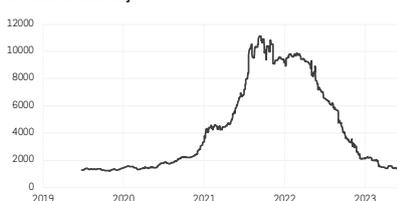
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



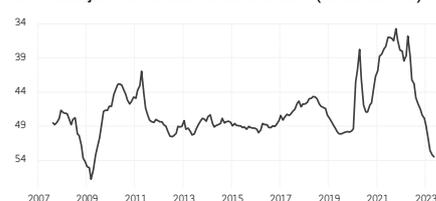
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

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 second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est nettement tassée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,3% t/t). L'analyse détaillée de ce chiffre permet d'en relativiser la faiblesse, essentiellement due à la contribution très négative des variations de stocks. Les effets du resserrement monétaire sur l'activité et l'emploi étaient encore limités au T2, ce qui nous a amenés à rehausser les perspectives de croissance à court terme (2<sup>e</sup> trimestre un peu plus positif, 3<sup>e</sup> trimestre un peu moins négatif). Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente de telle sorte que l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. Le resserrement monétaire engagé devrait entraîner l'économie américaine en récession au second semestre 2023 et limiter la reprise attendue en 2024.

## CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique se renforce en 2023. L'abandon de la politique zéro Covid a entraîné un rebond de la demande privée et du secteur des services depuis fin janvier, la consommation des ménages bénéficiant d'effets de rattrapage importants. Cependant, le rebond post-Covid s'essouffle avec une étonnante rapidité. Les ménages restent prudents, notamment inquiets du redressement incertain du marché du travail. La crise du secteur immobilier se poursuit. De plus, les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par la faiblesse de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. Le gouvernement et la banque centrale devraient accroître leur soutien à la croissance de façon mesurée. En particulier, la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

## ZONE EURO

La zone euro a basculé en récession technique au premier trimestre 2023. Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance de la zone euro au T1 2023 est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au T4 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. Si un rebond technique est anticipé au T2, la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire ferait ensuite rechuter la croissance. À la stagnation attendue pendant trois trimestres succéderait une reprise limitée. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

## FRANCE

La croissance du PIB s'est accélérée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 (+0% t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. A contrario, la consommation (+0,1% au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-2,3% au T1, après -1,2% t/t au T4). Le niveau toujours élevé de l'inflation début 2023 (avec un nouveau pic en février à 7,3% a/a en indice harmonisé) et la remontée des taux d'intérêt devraient continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,5% en 2023, après 2,5% en 2022.

## TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin mais nous nous attendons à une dernière hausse des taux en juillet compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail. La lenteur de la désinflation plaide en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024, et ce malgré l'entrée en récession anticipée de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint ; ils devraient baisser sur fond de recul progressif de l'inflation et dans la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

La BCE a, en revanche, augmenté de nouveau son taux en juin et ce n'est pas terminé. Si l'inflation sous-jacente montre des signes encourageants de décrue en avril et mai, ils ne suffisent pas à mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00%. Autre aspect 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 devraient avoir atteint leur pic et refluer dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation en zone euro et du repli des rendements aux États-Unis.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé, en décembre 2022, à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse de ses taux directeurs.

Nous anticipons un léger repli du dollar face à 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	1.3	-0.1	4.7	8.0	4.2	2.4
Japon	2.2	1.0	1.5	1.0	-0.2	2.5	3.1	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	7.4	2.3
Zone euro	5.3	3.5	0.4	0.6	2.6	8.4	5.3	2.7
Allemagne	2.6	1.9	-0.4	0.5	3.2	8.7	5.7	2.4
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.6	2.6
Italie	7.0	3.8	1.1	0.7	1.9	8.7	6.0	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	2.8	2.2
Chine	8.4	3.0	5.6	5.3	0.9	2.0	2.7	2.5
Inde***	8.7	7.0	5.7	6.0	5.5	6.7	5.4	4.5
Brésil	5.0	2.9	2.5	0.5	8.3	9.3	4.7	4.0

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

\* mise à jour le 8 juin 2023 : croissance Japon, mise à jour le 2 juin 2023 : croissance États-Unis et Brésil, mis à jour le 17 mai 2023 : croissance Royaume-Uni, mis à jour le 28 Mai 2023 : croissance Allemagne

\*\* mise à jour le 21 juin 2023 : inflation Royaume-Uni, mise à jour le 16 juin 2023 : inflation États-Unis et Brésil, mise à jour le 2 juin 2023 : inflation zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne,

\*\*\* 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		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5.25	5.50	5.50	3.75
	Treas. 10a **	3.90	3.90	3.85	3.55
Zone euro	Taux de dépôt *	3.50	4.00	4.00	3.00
	Bund 10a **	2.60	2.45	2.20	2.00
	OAT 10a	3.15	3.00	2.72	2.50
	BTP 10 ans	4.60	4.70	4.45	3.80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3.60	3.55	3.30	2.90
	Taux BoE*	5.00	5.75	5.75	4.00
Japon	Gilt 10a **	4.50	4.40	4.25	3.80
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a **	0.45	0.50	0.65	0.80

#### Taux de change

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1.10	1.10	1.12	1.18
	USD / JPY	133	133	130	123
	GBP / USD	1.24	1.25	1.27	1.34
EUR	EUR / GBP	0.89	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	146	146	146	145

#### Pétrole

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Pétrole	USD/baril	85	90	90	95

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

\* Taux de dépôt : mis à jour le 15 juin 2023, Fed funds : 2 juin 2023, Taux BoE: 22 juin 2023

\*\* Bund 10a: mise à jour le 3 mai, Gilt 10a: 15 juin, JGB 10 ans : le 22 juin 2023, Treas. à 10 ans : le 5 juin 2023



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">OCDE : baromètre de juin 2023</a>	EcoPulse	23 juin 2023
<a href="#">Un cycle économique lent</a>	EcoTVWeek	22 juin 2023
<a href="#">Espagne : la remontée du taux de rémunération des dépôts bancaires</a>	Graphique de la Semaine	21 juin 2023
<a href="#">États-Unis : le coût de la désinflation</a>	EcoWeek	20 juin 2023
<a href="#">Allemagne : un choc à double détente</a>	EcoTVWeek	16 juin 2023
<a href="#">Le Brexit a-t-il vraiment réduit l'attractivité économique du Royaume-Uni ?</a>	EcoFlash	15 juin 2023
<a href="#">Édition de juin 2023</a>	Petit Atlas de l'Economie	14 juin 2023
<a href="#">Transition écologique : ce qu'il en coûte</a>	Graphique de la Semaine	14 juin 2023
<a href="#">Zone euro : de l'importance des niveaux et de leurs variations dans l'analyse conjoncturelle</a>	EcoWeek	13 juin 2023
<a href="#">Le Royaume-Uni envisage une revue du système de garantie des dépôts</a>	EcoTVWeek	9 juin 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation de juin 2023</a>	EcoCharts	8 juin 2023
<a href="#">La croissance néerlandaise entre aléas conjoncturels et transition énergétique</a>	Graphique de la Semaine	7 juin 2023
<a href="#">Zone euro et états-unis : d'où vient l'inflation ?</a>	EcoWeek	6 juin 2023
<a href="#">Inde : l'avantage démographique pourrait se transformer en risque social</a>	EcoTVWeek	1 juin 2023
<a href="#">Chine : la crise immobilière persiste</a>	Graphique de la semaine	31 mai 2023
<a href="#">France : le taux de marge des entreprises s'améliore</a>	EcoBrief	31 mai 2023
<a href="#">Zone euro : la dichotomie entre secteur manufacturier et secteur des services</a>	EcoWeek	31 mai 2023
<a href="#">OCDE : baromètre de mai 2023</a>	EcoPulse	26 mai 2023
<a href="#">Élections législatives en Thaïlande</a>	EcoTVWeek	26 mai 2023
<a href="#">France : le pessimisme gagne du terrain</a>	EcoBrief	25 mai 2023
<a href="#">Normalisation de la politique monétaire au royaume-uni : l'impact sur les prêts hypothécaires aux ménages</a>	Chart of the Week	24 mai 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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, 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 : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder

Copyright: Florence-Joseph McGinn



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change