

“ LES OBSERVATIONS FAITES AU COURS DE CE CYCLE DE
RESSERREMENT AUX ÉTATS-UNIS SEMBLANT INDICHER
QUE LES PROJECTIONS DES MEMBRES DU FOMC
CONCERNANT LE TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX
ONT SERVI À ANCRER LES ANTICIPATIONS DE TAUX
D'INTÉRÊT DU SECTEUR PRIVÉ. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Réserve fédérale américaine : les « dots », point d'ancrage des taux d'intérêt

6

REVUE DES MARCHÉS

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

8

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

10

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE : LES « DOTS », POINT D'ANCRAGE DES TAUX D'INTÉRÊT

Les projections de taux d'intérêt (« dots ») des membres du FOMC constituent un élément de référence pour les investisseurs et les agents économiques en général quand il s'agit de formuler des anticipations de taux d'intérêt. Elles peuvent être tout particulièrement utiles lorsque l'environnement monétaire connaît une évolution rapide, comme ce fut le cas ces deux dernières années. En comparant les projections de taux des fonds fédéraux, issues de l'enquête auprès des opérateurs de marché (*Survey of Market Participants, SMP*), et celles des membres du FOMC, il semble que ces dernières jouent un rôle-clé dans l'ancrage des anticipations à long terme de taux d'intérêt. Les prévisions du secteur privé suivent de près les dots pour 2023, dans une moindre mesure pour 2024 et restent essentiellement stables au-delà. L'évolution de ces prévisions revêt une importance particulière dans la mesure où elle peut avoir une influence sur la fixation des prix des obligations. De plus, il semble que, dans la phase initiale du cycle de resserrement, la volatilité des taux d'intérêt ait été plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis. La BCE devrait-elle alors commencer à publier les projections de taux d'intérêt des membres de son Conseil des gouverneurs ?

Une communication transparente fait désormais partie intégrante de la politique d'une banque centrale. Il est loin le temps où les conférences de presse n'existaient pas et où le sens des déclarations des autorités monétaires échappait aux non-spécialistes. La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont redoublé d'efforts afin de livrer une communication claire et dénuée de tout jargon technique pour que chacun puisse comprendre son action.

Une telle approche, essentielle à l'ancrage des anticipations d'inflation – un objectif intermédiaire important de la politique monétaire –, renforce l'efficacité de la transmission monétaire. La publication des projections économiques s'inscrit dans cet effort de communication avec néanmoins des différences notables d'une banque centrale à l'autre. La BCE publie ainsi les projections de ses services sur d'importantes variables macroéconomiques – mais pas sur les taux d'intérêt – tandis que la Réserve fédérale ne rend publiques les prévisions de ses équipes que cinq ans plus tard¹. Elle publie, par ailleurs, quatre fois par an les projections des membres du FOMC – un document intitulé « Synthèse des projections économiques » (*Summary of Economic Projections, SEP*) – sur la croissance du PIB, l'inflation, le taux de chômage et le taux des *Fed funds*. Ces projections sont des prévisions « conditionnelles » puisqu'elles se fondent sur des hypothèses de trajectoire de la politique monétaire².

La Réserve fédérale fait partie des quelques banques centrales qui publient leurs projections de taux d'intérêt. Ces projections peuvent être très utiles lorsque l'environnement connaît une évolution rapide, comme ce fut le cas au cours des deux dernières années avec la remontée significative et durable de l'inflation, qui a obligé les banques

centrales à prendre des mesures énergiques. Dans un tel contexte, les projections de taux d'intérêt publiées par la banque centrale peuvent servir d'élément de référence et ainsi aider les investisseurs et les agents économiques en général à établir leurs propres anticipations de taux d'intérêt.

Les graphiques 1 à 4 présentent les projections des membres du FOMC relatives aux taux des fonds fédéraux à l'horizon fin 2023, 2024 et 2025, puis à plus long terme. L'axe des abscisses indique la date à laquelle ces projections ont été publiées. Pour déterminer dans quelle mesure elles sont corrélées aux prévisions du secteur privé, les graphiques affichent également les résultats de l'enquête auprès des opérateurs de marché (*Survey of Market Participants, SMP*)³. Cette enquête est réalisée par la banque de la Réserve fédérale de New York avant chaque réunion du FOMC. Les opérateurs interrogés – environ 26 – sont des investisseurs institutionnels. Cela signifie que leurs anticipations de taux des fonds fédéraux devraient influencer leurs décisions d'investissement et, par conséquent, la dynamique du marché.

Avec le resserrement de la politique monétaire et la révision à la hausse des projections des membres du FOMC pour fin 2023 – remontée des *dots* –, les investisseurs institutionnels ont également relevé leurs anticipations. Les membres du FOMC ont aussi revu en hausse leurs projections pour fin 2024 mais cela a eu beaucoup moins d'impact sur les anticipations du secteur privé. Cela peut s'expliquer par des doutes concernant la détermination de la Fed face à l'inflation⁴, par un plus grand pessimisme sur les perspectives économiques ou encore une opinion plus optimiste sur le rythme de la désinflation.

¹ Elles sont regroupées dans le Tealbook (préalablement appelé « Greenbook ») par la banque de la Réserve fédérale de Philadelphie.

² Pour désigner les projections du taux cible des fonds fédéraux, les observateurs de la Fed parlent de « dots ». Ceux-ci correspondent au taux que les membres du FOMC considèrent approprié compte tenu de l'environnement économique, des perspectives et du mandat de la Réserve fédérale.

³ Les dates du SEP correspondent à celles des réunions du FOMC et les dates de l'enquête SMP à celles auxquelles la Réserve fédérale reçoit les réponses des participants à l'enquête.

⁴ La validité de cet argument est probablement limitée étant donné que les anticipations d'inflation basées sur le marché – en l'occurrence, sur le point mort d'inflation intégré dans les TIPS – évoluent à la baisse depuis le printemps 2022.

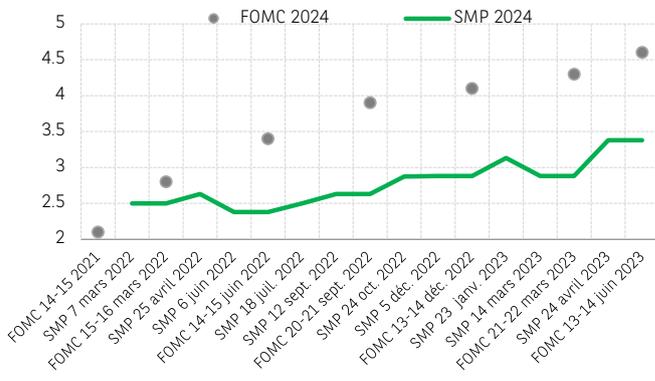
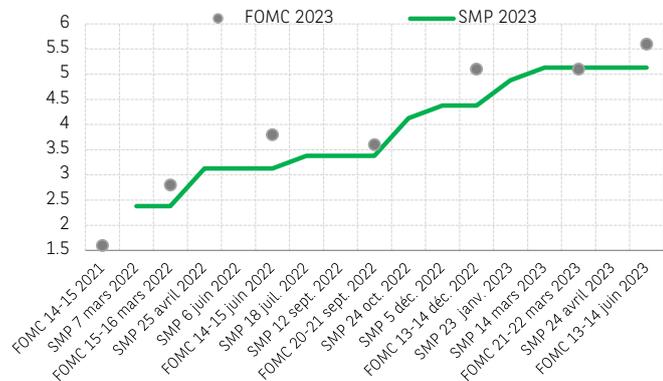
Les observations faites au cours de ce cycle de resserrement aux États-Unis semblent indiquer que les projections des membres du FOMC concernant le taux cible des fonds fédéraux ont servi à ancrer les anticipations de taux d'intérêt du secteur privé.



EDITORIAL

PROJECTIONS DU TAUX FED FUNDS POUR LA FIN 2023

PROJECTIONS DU TAUX FED FUNDS POUR LA FIN 2024

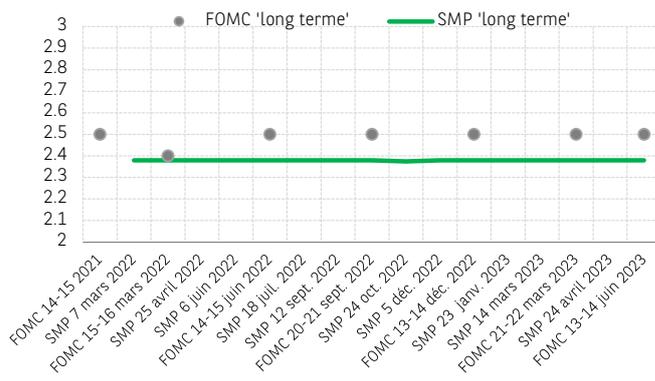
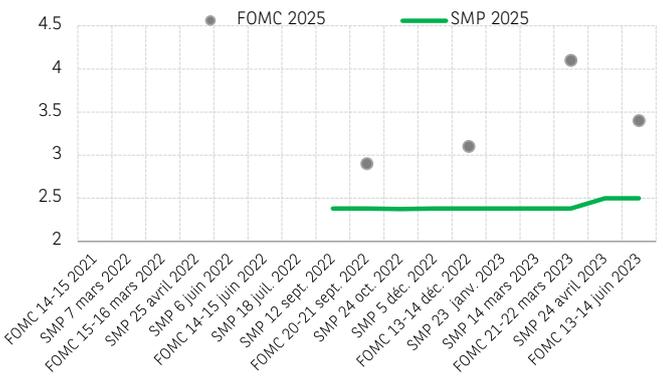


GRAPHIQUE 1 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

GRAPHIQUE 2 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

PROJECTIONS DU TAUX FED FUNDS POUR LA FIN 2025

PROJECTIONS DU TAUX FED FUNDS POUR LE LONG TERME



GRAPHIQUE 3 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

GRAPHIQUE 4 SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS

Malgré des relèvements énergiques des taux d'intérêt, les prévisions des opérateurs du marché pour fin 2025 ont été remarquablement stables par rapport aux projections des membres du FOMC, qui ont d'abord augmenté puis reculé. À plus long terme, les projections officielles et privées sont restées très stables. Cela semble indiquer que les dots du FOMC pourraient jouer un rôle dans l'ancrage des anticipations de taux d'intérêt à long terme.

Afin de creuser cette question, le graphique 5 établit une comparaison entre les États-Unis et la zone euro où la BCE ne publie pas les projections de taux d'intérêt des membres de son Conseil des gouverneurs. En l'absence d'un tel élément de référence, on pourrait donc s'attendre à ce que les prix des marchés financiers fluctuent davantage qu'aux États-Unis. À la place des rendements obligataires, qui peuvent être influencés par les fluctuations de la prime de terme, le graphique 5 utilise le taux *forward* instantané dans sept ans.

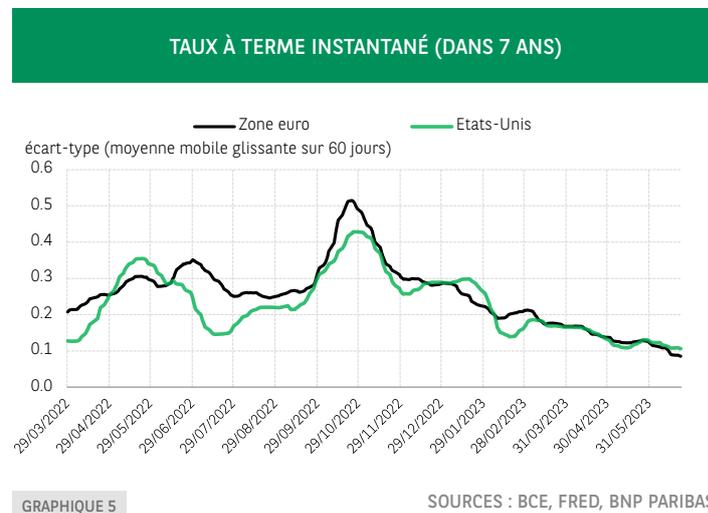
Ce taux peut être interprété, d'un point de vue économique, comme la représentation des anticipations du taux au jour le jour dans sept ans⁵. Le graphique 5 montre l'écart-type glissant de ce taux aux États-Unis et dans la zone euro.

Entre mars et novembre 2022 – période correspondant à une réorientation fondamentale de la politique monétaire dans les deux juridictions – le taux *forward* instantané a été plus volatil dans la zone euro qu'aux États-Unis, même si les hausses cumulées du taux directeur ont été plus importantes dans ce dernier cas. Peut-être faut-il y voir la contribution des projections des membres du FOMC à l'ancrage des anticipations de taux d'intérêt aux États-Unis. Dans un deuxième temps, les deux écarts-types ont eu un comportement similaire, en termes de niveau et de direction (tendance à la baisse), ce qui pourrait traduire l'opinion du marché selon laquelle l'essentiel du resserrement a déjà eu lieu.

⁵ La courbe de taux permet de calculer les taux *forward*, p. ex. le rendement (taux) d'une obligation (emprunt) à 1 an dans 7 ans. On peut retenir des échéances plus courtes ou plus longues pour cette obligation (emprunt). « A la limite, au moment où la durée de l'emprunt considéré tend vers zéro, nous aboutissons au taux *forward* instantané ». Source : *Banque d'Angleterre, Yield curve terminology and concepts*.

Pour conclure, l'observation faite aux États-Unis – des prévisions du secteur privé qui suivent de près les dots en 2023, qui ne le font que partiellement en 2024 et restent essentiellement stables au-delà – revêt une importance particulière dans la mesure où l'évolution de ces prévisions pourrait influencer la fixation des prix des obligations⁶, un élément déterminant pour les coûts de financement des secteurs privé et public, qui peut aussi affecter la stabilité financière (volatilité du marché obligataire). De plus, il semble que, dans la phase initiale du cycle de resserrement, la volatilité des taux d'intérêt ait été plus élevée dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cette double constatation pose la question suivante : la BCE doit-elle commencer à publier les projections de taux d'intérêt des membres de son Conseil des gouverneurs ?

William De Vijlder



⁶ D'après la théorie des anticipations de taux d'intérêt, le rendement d'une obligation à long terme de maturité donnée correspond aux anticipations de taux d'intérêt à court terme sur la même maturité.



REVUE DES MARCHÉS

6

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 23-6-23 au 30-6-23

| ➤ CAC 40 | 7 163 | ▶ 7 400 | +3.3 % | |
|-----------------------|-------|---------|---------|--|
| ➤ S&P 500 | 4 348 | ▶ 4 450 | +2.3 % | |
| ➤ Volatilité (VIX) | 13.4 | ▶ 13.6 | +0.2 pb | |
| ➤ Euribor 3m (%) | 3.61 | ▶ 3.58 | -3.3 pb | |
| ➤ Libor \$ 3m (%) | 5.54 | ▶ 5.55 | +0.1 pb | |
| ➤ OAT 10a (%) | 2.85 | ▶ 2.92 | +6.2 pb | |
| ➤ Bund 10a (%) | 2.35 | ▶ 2.39 | +3.6 pb | |
| ➤ US Tr. 10a (%) | 3.74 | ▶ 3.81 | +6.7 pb | |
| ➤ Euro vs dollar | 1.09 | ▶ 1.09 | +0.3 % | |
| ➤ Or (once, \$) | 1 924 | ▶ 1 916 | -0.4 % | |
| ➤ Pétrole (Brent, \$) | 73.9 | ▶ 74.5 | +0.8 % | |

Taux d'intérêt (%)

| € BCE | 4.00 | 4.00 | le 21/06 | 2.50 | le 02/01 | | | |
|-------------|-------|-------|----------|-------|----------|--|--|--|
| Eonia | -0.51 | -0.51 | le 02/01 | -0.51 | le 02/01 | | | |
| Euribor 3m | 3.58 | 3.61 | le 23/06 | 2.16 | le 02/01 | | | |
| Euribor 12m | 4.13 | 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 | 5.55 | 5.56 | le 12/06 | 4.77 | le 02/01 | | | |
| Libor 12m | 6.04 | 6.04 | le 30/06 | 4.70 | le 20/03 | | | |
| £ Bque Angl | 5.00 | 5.00 | le 22/06 | 3.50 | le 02/01 | | | |
| Libor 3m | 5.39 | 5.39 | le 30/06 | 3.87 | le 02/01 | | | |
| Libor 12m | 0.81 | 0.81 | le 02/01 | 0.81 | le 02/01 | | | |

Au 30-6-23

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

| € Moy. 5-7a | 2.64 | 2.64 | le 02/01 | 2.64 | le 02/01 | | | |
|--------------|------|------|----------|------|----------|--|--|--|
| Bund 2a | 3.34 | 3.36 | le 08/03 | 2.39 | le 20/03 | | | |
| Bund 10a | 2.39 | 2.75 | le 02/03 | 1.98 | le 18/01 | | | |
| OAT 10a | 2.92 | 3.23 | le 03/03 | 2.42 | le 18/01 | | | |
| Corp. BBB | 4.64 | 4.75 | le 03/03 | 3.95 | le 02/02 | | | |
| \$ Treas. 2a | 4.94 | 5.12 | le 08/03 | 3.85 | le 04/05 | | | |
| Treas. 10a | 3.81 | 4.06 | le 02/03 | 3.30 | le 06/04 | | | |
| High Yield | 8.75 | 9.16 | le 20/03 | 7.94 | le 02/02 | | | |
| £ Gilt. 2a | 5.25 | 5.25 | le 30/06 | 3.15 | le 02/02 | | | |
| Gilt. 10a | 4.39 | 4.49 | le 19/06 | 3.00 | le 02/02 | | | |

Au 30-6-23

TAUX DE CHANGE

| 1€ = | | | | | | | | |
|------|--------|--------|----------|--------|----------|--------|--|--|
| USD | 1.09 | 1.11 | le 03/05 | 1.05 | le 05/01 | +2.2% | | |
| GBP | 0.86 | 0.90 | le 03/02 | 0.85 | le 16/06 | -3.3% | | |
| CHF | 0.98 | 1.00 | le 24/01 | 0.97 | le 29/05 | -1.2% | | |
| JPY | 157.69 | 157.72 | le 27/06 | 138.02 | le 03/01 | +12.0% | | |
| AUD | 1.64 | 1.67 | le 26/04 | 1.53 | le 27/01 | +4.1% | | |
| CNY | 7.93 | 7.93 | le 30/06 | 7.23 | le 05/01 | +6.8% | | |
| BRL | 5.26 | 5.79 | le 04/01 | 5.20 | le 23/06 | -6.6% | | |
| RUB | 97.64 | 97.64 | le 30/06 | 73.32 | le 12/01 | +25.3% | | |
| INR | 89.50 | 90.45 | le 03/05 | 86.58 | le 08/03 | +1.4% | | |

Au 30-6-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$ | | | | | | | | |
|----------------|-------|-------|----------|-------|----------|--------|--------|--|
| Pétrole, Brent | 74.5 | 88.2 | le 23/01 | 71.9 | le 12/06 | -12.3% | -14.2% | |
| Or (once) | 1 916 | 2 047 | le 04/05 | 1 810 | le 24/02 | +5.5% | +3.2% | |
| Métaux, LMEX | 3 681 | 4 404 | le 26/01 | 3 564 | le 24/05 | -7.6% | -9.6% | |
| Cuivre (tonne) | 8 322 | 9 331 | le 23/01 | 7 852 | le 24/05 | -0.5% | -2.7% | |
| Blé (tonne) | 233 | 2.9 | le 13/02 | 216 | le 30/05 | -18.3% | -20.1% | |
| Mais (tonne) | 209 | 2.7 | le 13/02 | 209 | le 30/06 | -19.7% | -21.4% | |

Au 30-6-23

Variations

INDICES ACTIONS

| | Cours | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|----------|--------|----------|--------|
| Monde | | | | | | |
| MSCI Monde | 2 967 | 2 967 | le 30/06 | 2 595 | le 05/01 | +14.0% |
| Amérique du Nord | | | | | | |
| S&P500 | 4 450 | 4 450 | le 30/06 | 3 808 | le 05/01 | +15.9% |
| Europe | | | | | | |
| EuroStoxx50 | 4 399 | 4 409 | le 21/04 | 3 856 | le 02/01 | +16.0% |
| CAC 40 | 7 400 | 7 577 | le 21/04 | 6 595 | le 02/01 | +14.3% |
| DAX 30 | 16 148 | 16 358 | le 16/06 | 14 069 | le 02/01 | +16.0% |
| IBEX 35 | 9 593 | 9 593 | le 30/06 | 8 370 | le 02/01 | +16.6% |
| FTSE100 | 7 532 | 8 014 | le 20/02 | 7 335 | le 17/03 | +1.1% |
| Asie Pacifique | | | | | | |
| MSCI, loc. | 1 216 | 1 228 | le 16/06 | 1 065 | le 04/01 | +13.9% |
| Nikkei | 33 189 | 33 706 | le 16/06 | 25 717 | le 04/01 | +27.2% |
| Emergents | | | | | | |
| MSCI Emergents (\$) | 989 | 1 052 | le 26/01 | 941 | le 16/03 | +3.5% |
| Chine | 60 | 75 | le 27/01 | 58 | le 31/05 | -5.4% |
| Inde | 806 | 806 | le 30/06 | 703 | le 16/03 | +3.6% |
| Brésil | 1 636 | 1 691 | le 21/06 | 1 296 | le 23/03 | +2.4% |

Au 30-6-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 30-6, €

| | | | |
|--------|--------------------|--------|----------------------|
| +26.1% | Voyages & loisirs | +71.4% | Automobile |
| +25.6% | Distribution | +43.3% | Technologie |
| +25.3% | Technologie | +22.7% | Voyages & loisirs |
| +23.4% | Bs. de conso. | +19.8% | Construction |
| +21.5% | Automobile | +19.5% | Distribution |
| +16.2% | Construction | +13.2% | Indice |
| +15.7% | Industrie | +9.4% | Médias |
| +10.8% | Banques | +6.3% | Industrie |
| +9.9% | Médias | +4.8% | Sces financiers |
| +8.7% | Indice | +4.0% | Matières premières |
| +8.5% | Sces collectivités | +3.6% | Chimie |
| +5.6% | Santé | +1.8% | Pts ménagers & soins |
| +4.5% | Chimie | +0.9% | Assurances |
| +4.1% | Télécoms | -3.1% | Agroalimentaire |
| +1.4% | Assurances | -4.1% | Santé |
| -0.4% | Agroalimentaire | -9.1% | Pétrole & gaz |
| -4.4% | Pétrole & gaz | -9.3% | Sces collectivités |
| -11.1% | Foncières | -9.6% | Télécoms |
| -13.8% | Matières premières | -12.0% | Banques |

Année 2023 au 30-6, \$

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

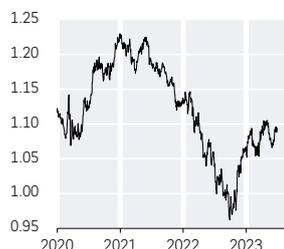


BNP PARIBAS

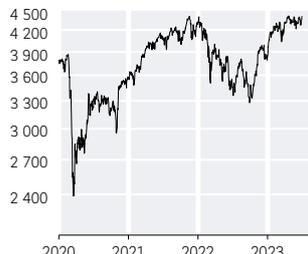
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

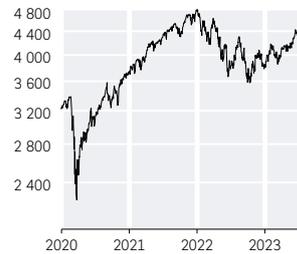
EURO-DOLLAR



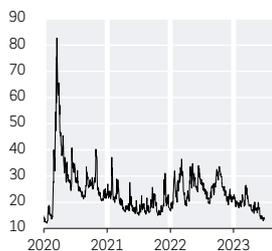
EUROSTOXX50



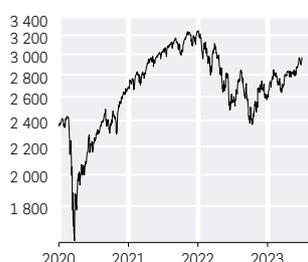
S&P500



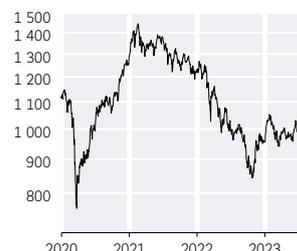
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



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

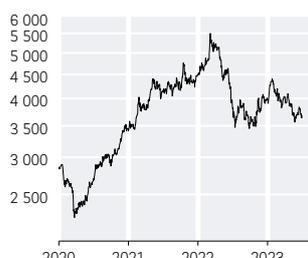
Année 2023 au 30-6

| | | |
|-------|-----------|--------|
| 4.79% | Grèce | 240 pb |
| 3.95% | Italie | 156 pb |
| 3.39% | Espagne | 99 pb |
| 3.06% | Belgique | 67 pb |
| 3.05% | Autriche | 65 pb |
| 3.03% | Portugal | 64 pb |
| 2.96% | Finlande | 57 pb |
| 2.92% | France | 52 pb |
| 2.79% | Irlande | 40 pb |
| 2.75% | P-Bas | 35 pb |
| 2.39% | Allemagne | |

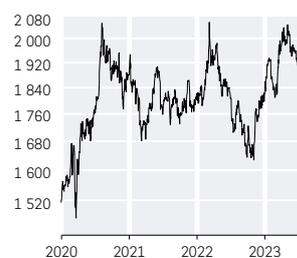
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

ÉVOLUTION DIVERGENTE DE L'INCERTITUDE ÉCONOMIQUE RESENTIE AUX ÉTATS-UNIS (EN HAUSSE) ET DANS LA ZONE EURO (EN BAISSÉ)

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires en termes de portée et de méthodologie.

En haut à gauche de l'encadré des graphiques, l'incertitude portant sur la politique économique américaine, basée sur la couverture médiatique, a baissé en juin après un rebond en mai. Cette baisse est à mettre, en partie, en lien avec le *statu quo* sur les taux directeurs de la Réserve fédérale (Fed) à l'issue de sa réunion des 13-14 juin, marquant ainsi une pause dans son cycle de resserrement monétaire entamé en mars 2022.

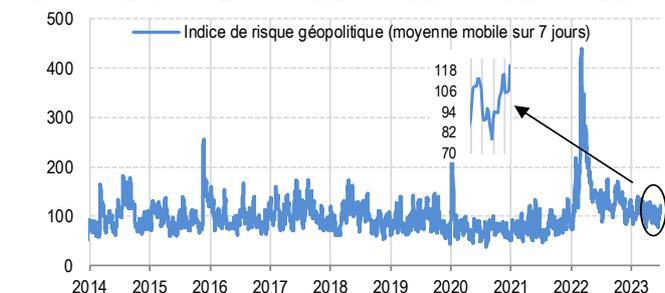
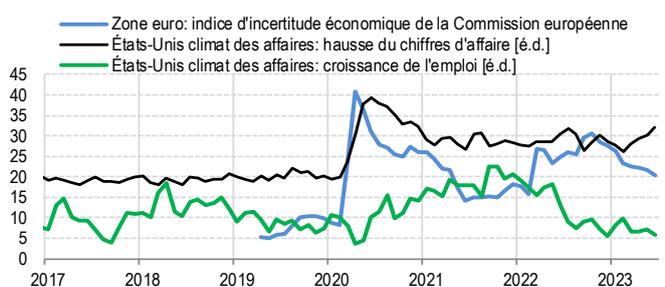
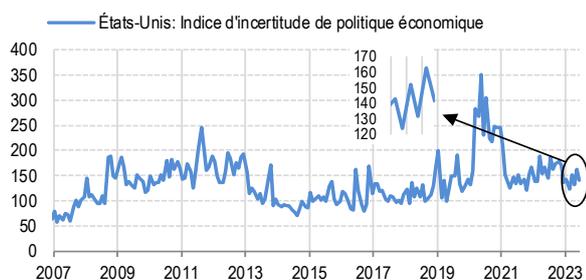
En poursuivant dans le sens des aiguilles d'une montre, l'incertitude ressentie par les entreprises américaines concernant la croissance de leurs chiffres d'affaires continue d'augmenter et demeure élevée par rapport à l'avant pandémie de Covid-19, une remontée à surveiller et qui peut être rapprochée du risque de récession qui plane sur l'économie américaine. En revanche, l'incertitude relative aux perspectives de l'emploi a baissé après deux mois stables.

L'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a fléchi en juin, poursuivant ainsi son reflux depuis octobre 2022, à la faveur de la diminution de l'incertitude dans les différents secteurs d'activité, hormis l'industrie où l'indice est resté stable.

L'indice du risque géopolitique (*en bas à droite*), qui est également fondé sur la couverture médiatique, a récemment augmenté après une baisse durant les deux premières semaines de juin, mais il reste très volatil. Enfin, notre indicateur d'incertitude basé sur la Bourse (dispersion des performances journalières des composantes de l'indice boursier) est reparti à la baisse en juin dans la zone euro, interrompant sa hausse depuis le mois de février 2023, tandis qu'il tend à se stabiliser aux États-Unis, après les perturbations qui ont agité la sphère bancaire américaine au mois de mars dernier.

Tarik Rharrab

INDICATEURS DE L'INCERTITUDE



* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice
Source: Refinitiv, Economic Policy Uncertainty, Atlanta Fed, Commission européenne, GPR Index (MATTEOIACOVIELLO.COM), BNP Paribas



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

Après un second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est légèrement tassée au 1^{er} trimestre 2023 (+0,5% t/t), sous l'effet essentiellement de la contribution très négative des variations de stocks. Les effets du resserrement monétaire sur l'activité et l'emploi étant encore limités au 2^e trimestre, nous avons rehaussé nos prévisions de croissance à court terme (2^e trimestre un peu plus positif, 3^e trimestre un peu moins négatif), sans abandonner toutefois l'anticipation d'une entrée en récession au 3^e trimestre, sous l'effet du resserrement monétaire. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. Ainsi, l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La lenteur de la désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au printemps 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

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 1^{er} trimestre 2023. Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au 4^e trimestre 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. Si un rebond technique est anticipé au 2^e trimestre, 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^{er} trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4^e 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 à ce stade. 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 ses taux directeurs en juin et, bien que l'inflation montre des signes encourageants de décrue, cela ne suffit pas pour mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00 % au 3^e trimestre. 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 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, la BoJ ne devrait pas augmenter cette année ses taux directeurs mais une remontée est attendue en 2024.

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 | 1.5 | -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 | 1.8 |
| Royaume-Uni | 7.6 | 4.1 | 0.4 | 0.0 | 2.6 | 9.1 | 7.5 | 2.9 |
| Zone euro | 5.3 | 3.5 | 0.4 | 0.6 | 2.6 | 8.4 | 5.4 | 2.9 |
| Allemagne | 2.6 | 1.9 | -0.4 | 0.5 | 3.2 | 8.7 | 6.0 | 2.7 |
| France | 6.8 | 2.6 | 0.5 | 0.6 | 2.1 | 5.9 | 5.6 | 2.4 |
| Italie | 7.0 | 3.8 | 1.3 | 1.0 | 1.9 | 8.7 | 5.9 | 2.2 |
| Espagne | 5.5 | 5.5 | 2.4 | 1.5 | 3.0 | 8.3 | 3.1 | 2.4 |
| Chine | 8.4 | 3.0 | 5.6 | 4.5 | 0.9 | 2.0 | 1.1 | 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 de la croissance : le 30 juin 2023 Italie et Espagne, le 8 juin 2023 Japon, le 2 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 28 mai 2023 Allemagne.

** Mise à jour de l'inflation : le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 16 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 2 juin 2023 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 |
| | Gilt 10a ** | 4.50 | 4.40 | 4.25 | 3.80 |
| Japon | 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

10

| | | |
|--|---------------------------|--------------|
| Perspectives comparées de récession aux États-Unis et dans la zone euro | EcoTVWeek | 30 juin 2023 |
| Sri Lanka, Pakistan et Bangladesh : des économies fragilisées et très vulnérables aux chocs | EcoConjoncture | 28 juin 2023 |
| Mexique : la Banque centrale fait une pause | Chart of the Week | 28 juin 2023 |
| Banques centrales : comment éviter la hausse de trop ? | EcoWeek | 26 juin 2023 |
| OCDE : baromètre de juin 2023 | EcoPulse | 23 juin 2023 |
| Un cycle économique lent | EcoTVWeek | 22 juin 2023 |
| Espagne : la remontée du taux de rémunération des dépôts bancaires | Graphique de la Semaine | 21 juin 2023 |
| États-Unis : le coût de la désinflation | EcoWeek | 20 juin 2023 |
| Allemagne : un choc à double détente | EcoTVWeek | 16 juin 2023 |
| Le Brexit a-t-il vraiment réduit l'attractivité économique du Royaume-Uni ? | EcoFlash | 15 juin 2023 |
| Édition de juin 2023 | Petit Atlas de l'Economie | 14 juin 2023 |
| Transition écologique : ce qu'il en coûte | Graphique de la Semaine | 14 juin 2023 |
| Zone euro : de l'importance des niveaux et de leurs variations dans l'analyse conjoncturelle | EcoWeek | 13 juin 2023 |
| Le Royaume-Uni envisage une revue du système de garantie des dépôts | EcoTVWeek | 9 juin 2023 |
| Baromètre de l'inflation de juin 2023 | EcoCharts | 8 juin 2023 |
| La croissance néerlandaise entre aléas conjoncturels et transition énergétique | Graphique de la Semaine | 7 juin 2023 |
| Zone euro et états-unis : d'où vient l'inflation ? | EcoWeek | 6 juin 2023 |
| Inde : l'avantage démographique pourrait se transformer en risque social | EcoTVWeek | 1 juin 2023 |
| Chine : la crise immobilière persiste | Graphique de la semaine | 31 mai 2023 |
| France : le taux de marge des entreprises s'améliore | EcoBrief | 31 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 Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page [linkedin](#) des études économiques

OU TWITTER
voir la page [twitter](#) des études économiques



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change