

“ L’IMMINENCE DU TAUX TERMINAL DE LA BCE ENTRAÎNERA UN DÉPLACEMENT DE L’INCERTITUDE : L’ATTENTION SE PORTERA NON PLUS SUR L’ÉVOLUTION FUTURE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE MAIS SUR LES RÉPERCUSSIONS ÉCONOMIQUES DES RELÈVEMENTS DE TAUX PASSÉS. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

De l'inflation à la croissance :  
l'incertitude se déplace

---

## 6

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 8

### SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques  
et financières.

---

## 9

### DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

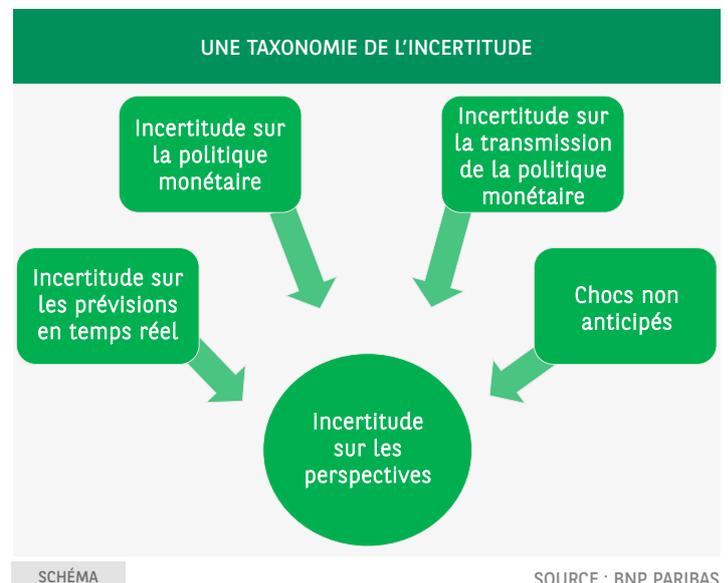


## DE L'INFLATION À LA CROISSANCE: L'INCERTITUDE SE DÉPLACE

Depuis peu, la Réserve fédérale comme la Banque centrale européenne emploient fréquemment le terme « incertitude », une donnée dont elles doivent tenir compte dans leurs décisions de politique monétaire. De même, les ménages, les entreprises et les investisseurs sont confrontés à différents types d'incertitude : l'incertitude entourant l'état exact de l'économie, celle sur la politique économique à venir et la politique monétaire en particulier, celle sur la transmission des chocs passés – i.e. les relèvements de taux d'intérêt – et les risques engendrés par des événements (géopolitiques, climatiques, etc.) susceptibles d'impacter l'économie. La Commission européenne demande chaque mois aux chefs d'entreprise et aux ménages s'il leur semble facile ou non de prévoir la situation future de leur entreprise ou leur situation financière. Le solde d'opinions représente leur incertitude économique. L'inflation semble avoir été jusqu'à récemment la principale source d'incertitude mais, à terme, la croissance économique devrait prendre le relais, l'attention se déplaçant désormais vers l'impact différé des hausses de taux directeurs passées.

Le terme « incertitude » est omniprésent dans la communication récente des banques centrales. Lors du symposium organisé par la Réserve fédérale à Jackson Hole à la fin du mois d'août, le président de la Fed Jerome Powell a déclaré qu'« il existe toujours une incertitude entourant le degré exact de restriction de la politique monétaire », ajoutant que la difficulté d'évaluer l'orientation de la politique monétaire qui devra être retenue est « accrue par l'incertitude sur les délais de transmission du resserrement monétaire à l'activité économique et, en particulier, à l'inflation ». De plus, certains chocs d'offre et de demande, uniques au cours de ce cycle, ont introduit une incertitude concernant la persistance des dynamiques qui en découlent<sup>1</sup>. Christine Lagarde, présidente de la BCE, a prononcé cinq fois le mot incertitude dans son discours de Jackson Hole, soulignant que « la politique monétaire ne doit pas devenir elle-même une source d'incertitude » et que les banques centrales devront « parler de l'avenir de manière à mieux faire comprendre l'incertitude à laquelle [elles sont] confrontées » pour préserver leur crédibilité<sup>2</sup>.

En résumé, les ménages, les entreprises et les investisseurs font face à quatre types d'incertitude (Schéma). Le premier d'entre eux réside dans le fait de ne pas connaître l'état exact de l'économie : les ménages craignent de perdre leur emploi, les entreprises s'interrogent sur la vigueur de la demande, etc. C'est ce que l'on peut appeler « l'incertitude entourant les prévisions en temps réel » (*nowcast uncertainty*), c'est-à-dire la difficulté à produire une évaluation fiable de l'état actuel de l'environnement économique et du climat des affaires. Le deuxième type d'incertitude concerne la politique économique, en particulier la politique monétaire dans la situation actuelle : les taux d'intérêt directeurs vont-ils continuer d'augmenter et, une fois que le taux terminal aura été atteint, combien de temps se maintiendront-ils à ce niveau ? Cette question est étroitement liée au délai avec lequel l'économie réagit aux chocs antérieurs, monétaires et autres. Les chocs dus à la pandémie, à la guerre en Ukraine, à l'envolée de l'inflation n'ont peut-être pas fini de se faire sentir. De plus, les délais de transmission de la politique monétaire sont longs, variables et ne peuvent pas être estimés avec précision ; cela sous-tend une incertitude sur les perspectives<sup>3</sup>.



Enfin, le quatrième type d'incertitude est lié aux risques découlant des chocs (géopolitiques, climatiques, etc.) susceptibles d'avoir des répercussions économiques.

Dans le cadre de ses enquêtes réalisées auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, la Commission européenne a développé un indicateur d'incertitude économique (*voir graphiques*). Les participants sont interrogés sur la facilité ou la difficulté à prévoir la situation future de leur entreprise ou leur situation financière<sup>4</sup>. Les graphiques montrent l'évolution des indicateurs d'incertitude au cours des dernières années dans différents secteurs d'activité pour les entreprises ainsi que pour les ménages. Sans surprise, les dynamiques de l'industrie, des services, du commerce de détail et du bâtiment sont très proches. L'incertitude a bondi en 2020 avec la pandémie de Covid-19 avant de se replier.

1. Source : Inflation: Progress and the Path Ahead, discours d'ouverture de Jerome H. Powell, président du Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale lors du symposium de politique économique *Structural Shifts in the Global Economy*, organisé par la Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25 août 2023.

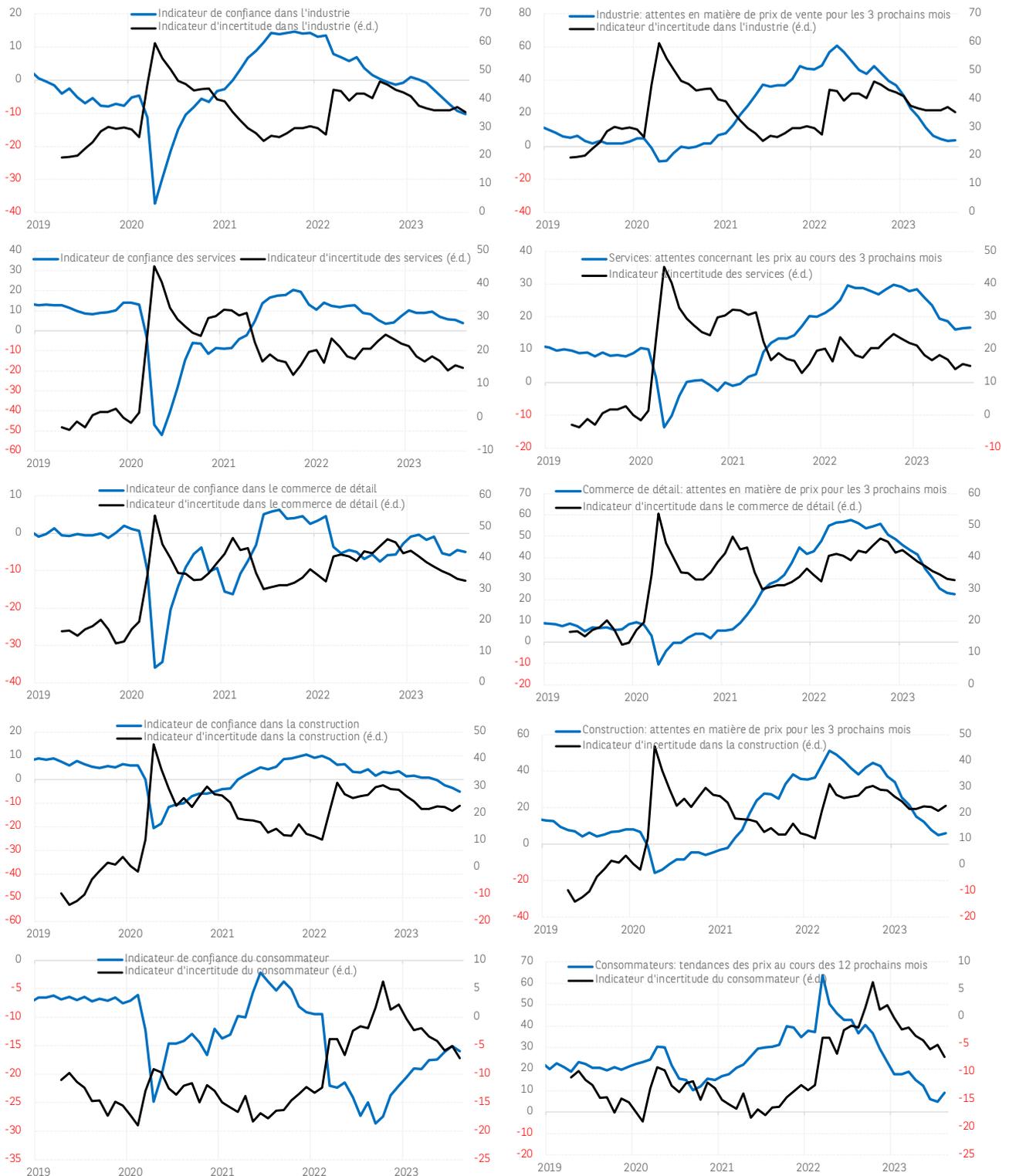
2. Source : « La politique monétaire en période de mutations et de ruptures », discours de Christine Lagarde, présidente de la BCE, lors du symposium annuel de politique économique *Structural Shifts in the Global Economy*, organisé par la Réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole, Jackson Hole, 25 août 2023.

3. D'après le dernier compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, les membres du Conseil ont « jugé important de chercher d'autres éléments permettant de déterminer si la dernière détérioration des perspectives de croissance reflétait l'impact des mesures de politique monétaire ou si elle pouvait également être due à des effets résiduels des répercussions des chocs antérieurs ou à des problèmes structurels plus durables pesant sur l'offre ». Source : BCE, Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 26 et le jeudi 27 juillet 2023.

4. L'indicateur présente les soldes d'opinion. Pour plus de détails, voir Commission européenne, programme conjoint harmonisé de l'UE pour les enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, guide d'utilisation, janvier 2023.



ZONE EURO : CONFIANCE, PERSPECTIVES D'INFLATION ET INCERTITUDE



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



L'année dernière, la guerre en Ukraine a provoqué une autre envolée de l'incertitude, là encore suivie d'une baisse. L'incertitude des consommateurs a aussi augmenté en réaction à ces événements, mais la plus forte hausse a été enregistrée à la fin de 2022.

Les enquêtes de la Commission européenne permettent de déterminer si l'évolution de l'incertitude est liée aux changements de l'environnement économique et des perspectives. À cette fin, les graphiques de gauche comparent l'indicateur d'incertitude à l'évolution de la confiance des chefs d'entreprises/des ménages. *A priori*, on s'attendrait à une corrélation négative, ce qui est effectivement le cas pour les ménages. S'agissant des entreprises, la corrélation a aussi été négative lorsque la pandémie est apparue et au début de la guerre en Ukraine mais, depuis le deuxième semestre 2022, on observe un repli conjoint de l'incertitude et de la confiance des chefs d'entreprise. D'autres facteurs sont donc manifestement à l'œuvre. L'évolution de l'inflation pourrait être l'un d'entre eux. Lorsqu'elle augmente rapidement et dépasse les anticipations, l'inflation nourrit l'incertitude : les chefs d'entreprise s'inquiètent de l'évolution de leurs coûts et de la possibilité de relever leurs prix, et les ménages de la perspective de perdre du pouvoir d'achat. Les uns comme les autres peuvent aussi craindre une hausse des coûts d'emprunt après le resserrement de la politique monétaire. Afin d'explorer ces possibilités, les graphiques de droite montrent l'évolution de l'incertitude et des anticipations relatives aux prix de vente<sup>5</sup>. Pour les différents secteurs d'activité comme pour les ménages, les anticipations relatives aux prix et l'incertitude diminuent depuis la fin de l'année dernière.

Le recul de l'inflation totale semble avoir entraîné une réduction de l'incertitude des agents économiques dans la zone euro. Le sentiment de plus en plus fort que la BCE s'approche du taux terminal devrait accroître le soulagement. En effet, avec le risque de nouvelles hausses des taux disparaît aussi celui de freins supplémentaires pour la croissance. Cependant, cela aura aussi pour effet de déplacer l'attention vers les vents contraires déjà en place et qui pourraient gagner en intensité. L'incertitude passera alors de l'évolution de la politique monétaire à la transmission des hausses de taux passées. Autrement dit, si l'inflation a été, jusqu'à une date récente, la principale source d'incertitude, à terme la croissance économique prendra le relais.

William De Vijlder

<sup>5</sup> L'utilisation des anticipations relatives aux prix de vente s'explique par leur disponibilité par secteur économique. De plus, l'hypothèse est que, l'incertitude étant prospective, il est préférable de recourir à une mesure prospective des prix plutôt qu'à l'inflation observée, qui est rétrospective.



L'imminence du taux terminal de la BCE entraînera un déplacement de l'incertitude : l'attention se portera non plus sur l'évolution future de la politique monétaire mais sur les répercussions économiques des relèvements de taux passés.



## REVUE DES MARCHÉS

6

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 25-8-23 au 1-9-23

➔ CAC 40	7 230	▶	7 297	+0.9 %
➔ S&P 500	4 406	▶	4 516	+2.5 %
➔ Volatilité (VIX)	15.7	▶	13.1	-2.6 pb
➔ Euribor 3m (%)	3.79	▶	3.77	-1.8 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	5.67	▶	5.66	-0.2 pb
➔ OAT 10a (%)	3.06	▶	3.02	-4.2 pb
➔ Bund 10a (%)	2.53	▶	2.51	-1.5 pb
➔ US Tr. 10a (%)	4.25	▶	4.19	-6.0 pb
➔ Euro vs dollar	1.08	▶	1.08	+0.3 %
➔ Or (once, \$)	1 905	▶	1 939	+1.8 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	84.6	▶	88.6	+4.8 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.25	+haut 23	4.25	le 02/08	2.50	le 02/01	+bas 23
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01		
Euribor 3m	3.77	3.83	le 23/08	2.16	le 02/01		
Euribor 12m	4.06	4.19	le 07/07	3.30	le 19/01		
\$ FED	5.50	5.50	le 27/07	4.50	le 02/01		
Libor 3m	5.66	5.68	le 29/08	4.77	le 02/01		
Libor 12m	6.04	6.04	le 30/06	4.70	le 20/03		
£ Bque Angl	5.25	5.25	le 03/08	3.50	le 02/01		
Libor 3m	5.56	5.60	le 30/08	3.87	le 02/01		
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01		

Au 1-9-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01		
Bund 2a	3.04	3.36	le 08/03	2.39	le 20/03		
Bund 10a	2.51	2.75	le 02/03	1.98	le 18/01		
OAT 10a	3.02	3.23	le 03/03	2.42	le 18/01		
Corp. BBB	4.56	4.77	le 10/07	3.95	le 02/02		
\$ Treas. 2a	4.93	5.16	le 25/08	3.85	le 04/05		
Treas. 10a	4.19	4.35	le 21/08	3.30	le 06/04		
High Yield	8.61	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02		
£ Gilt. 2a	4.88	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02		
Gilt. 10a	4.43	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02		

Au 1-9-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =							
USD	1.08	1.12	le 14/07	1.05	le 05/01	+1.3%	
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07	-3.5%	
CHF	0.96	1.00	le 24/01	0.95	le 23/08	-3.2%	
JPY	157.82	159.39	le 30/08	138.02	le 03/01	+12.1%	
AUD	1.67	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01	+6.4%	
CNY	7.85	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01	+5.8%	
BRL	5.33	5.79	le 04/01	5.20	le 23/06	-5.3%	
RUB	103.97	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01	+33.5%	
INR	89.40	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03	+1.2%	

Au 1-9-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$							
Pétrole, Brent	88.6	88.6	le 01/09	71.9	le 12/06	+4.4%	+3.1%
Or (once)	1 939	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+6.8%	+5.5%
Métaux, LME	3 770	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-5.4%	-6.6%
Cuivre (tonne)	8 479	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	+1.4%	+0.1%
Blé (tonne)	190	2.9	le 13/02	190	le 01/09	-33.6%	-34.4%
Mais (tonne)	183	2.7	le 13/02	161	le 21/08	-29.5%	-30.4%

Au 1-9-23

Variations

## INDICES ACTIONS

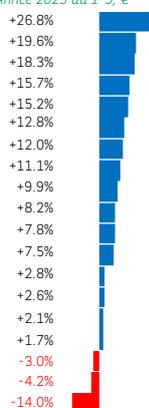
	Cours						
<b>Monde</b>							
MSCI Monde	2 990	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01	+14.9%	
<b>Amérique du Nord</b>							
S&P500	4 516	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01	+17.6%	
<b>Europe</b>							
EuroStoxx50	4 283	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01	+12.9%	
CAC 40	7 297	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+12.7%	
DAX 30	15 840	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01	+13.8%	
IBEX 35	9 450	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01	+14.8%	
FTSE100	7 465	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07	+0.2%	
<b>Asie Pacifique</b>							
MSCI, loc.	1 228	1 246	le 01/08	1 065	le 04/01	+14.9%	
Nikkei	32 711	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01	+25.4%	
<b>Emergents</b>							
MSCI Emergents (\$)	986	1 052	le 26/01	941	le 16/03	+3.1%	
Chine	60	75	le 27/01	57	le 21/08	-5.0%	
Inde	819	835	le 20/07	703	le 16/03	+6.3%	
Brésil	1 588	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03	+1.8%	

Au 1-9-23

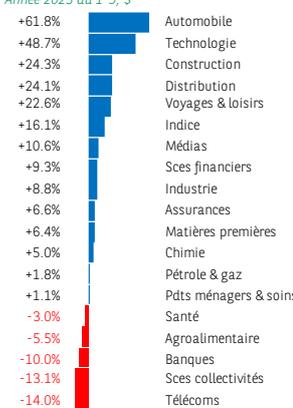
Variations

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

Année 2023 au 1-9, €



Année 2023 au 1-9, \$



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

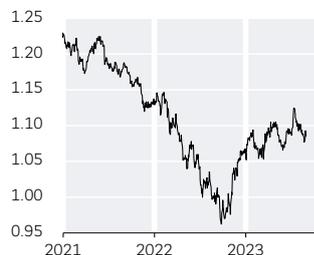


BNP PARIBAS

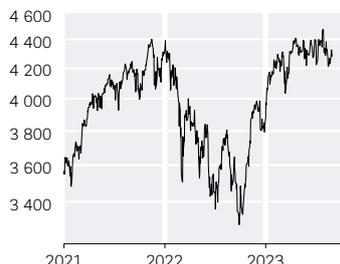
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

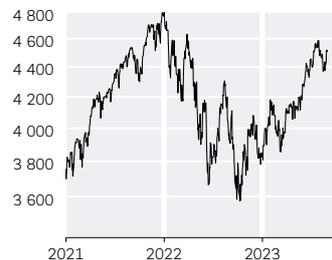
**EURO-DOLLAR**



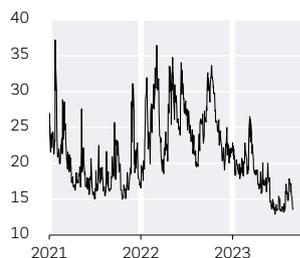
**EUROSTOXX50**



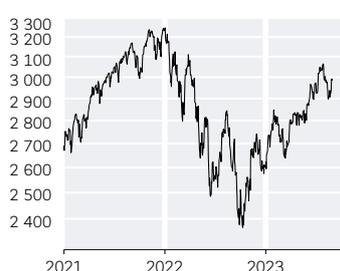
**S&P500**



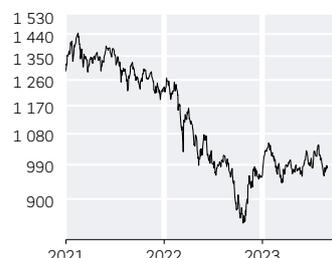
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



**MSCI ÉMERGENTS (USD)**

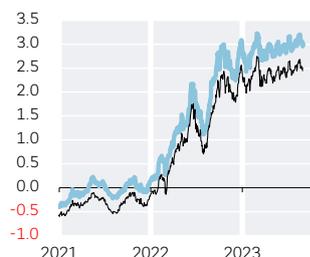


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND**



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**



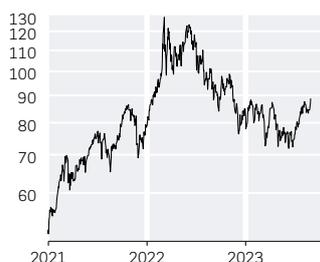
—Bunds —OAT

**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

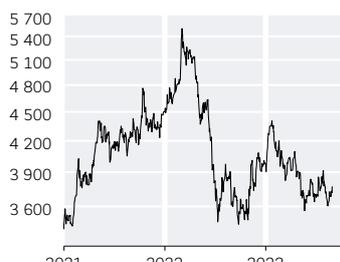
Année 2023 au 1-9

4.83%	Grèce	231 pb
4.11%	Italie	159 pb
3.52%	Espagne	100 pb
3.18%	Portugal	66 pb
3.16%	Belgique	64 pb
3.15%	Autriche	63 pb
3.07%	Finlande	55 pb
3.02%	France	50 pb
2.91%	Irlande	39 pb
2.86%	P-Bas	34 pb
2.51%	Allemagne	

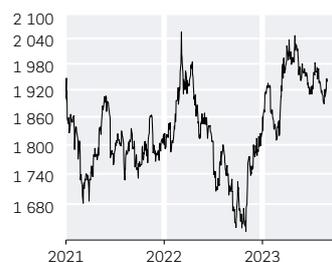
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

Après un 2<sup>nd</sup> semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1<sup>er</sup> semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. Nous anticipons désormais une poursuite de la croissance au 3<sup>e</sup> trimestre et non plus une contraction du PIB, qui aurait marqué l'entrée en récession des États-Unis ce trimestre-là. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale ne reviendrait au voisinage de la cible de 2% qu'à l'horizon de la fin 2024. Cette lenteur 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 s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid. Cependant, le rebond 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 reste freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier se poursuit, 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 multiplient les mesures de soutien, qui restent toutefois d'ampleur modérée. La fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

## ZONE EURO

La zone euro a frôlé la récession technique au tournant 2022-2023 : après une légère contraction du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, la croissance est désormais estimée nulle (et non plus légèrement négative). Le rebond technique attendu au 2<sup>e</sup> trimestre a été au rendez-vous (+0,3% t/t) mais il masque des performances disparates entre États membres qui fragilisent plutôt le 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. Et la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire devrait faire 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 a surpris très favorablement au 2<sup>e</sup> trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après deux trimestres à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contrecoup est prévisible au 3<sup>e</sup> trimestre. L'inflation poursuit son reflux mais lentement (5,1% a/a en indice harmonisé en juillet, en baisse de 2,2 points par rapport à son pic de février). La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,8% en 2023, après 2,6% 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 serait la dernière d'après nous mais une incertitude demeure, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024. L'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui, fin août, restaient orientés en hausse. 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 (taux de dépôt à 3,75%, taux de refinancement à 4,25%). Cette hausse marquerait 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 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 évoluent dans le sillage des taux américains mais de manière plus contenue : leur légère remontée sur la fin du mois d'août devrait laisser la place à un repli progressif, alimenté par la baisse de l'inflation sous-jacente qui devrait mieux se dessiner petit à petit.

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'intérêts 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 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	1,9	0,3	4,7	8,0	4,1	2,5
Japon	2,2	1,0	2,0	0,9	-0,2	2,5	3,2	2,3
Royaume-Uni	7,6	4,1	0,5	0,1	2,6	9,0	7,5	2,9
Zone euro	5,3	3,4	0,5	0,6	2,6	8,4	5,7	3,0
Allemagne	2,6	1,9	-0,2	0,4	3,2	8,6	6,2	2,9
France	6,8	2,6	0,8	0,6	2,1	5,9	5,7	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	0,8	1,9	8,7	6,2	2,3
Espagne	5,5	5,5	2,4	1,5	3,0	8,3	3,6	3,1
Chine	8,4	3,0	5,3	4,8	0,9	2,0	0,5	2,0
Inde***	8,7	7,2	6,1	6,5	5,5	6,7	5,5	4,5
Brésil	5,0	2,9	2,5	1,8	8,3	9,3	4,7	4,0

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 25 août 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, %		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5,50	5,50	3,75
	Treas. 10a **	3,90	3,85	3,55
	Taux de dépôt *	3,75	3,75	3,00
Zone euro	Bund 10a **	2,45	2,20	2,00
	OAT 10a	3,00	2,72	2,50
	BTP 10 ans	4,70	4,45	3,80
	BONO 10 ans	3,55	3,30	2,90
	Royaume-Uni	Taux BoE*	5,50	5,50
Japon	Gilt 10a **	4,40	4,25	3,80
	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,25
	JGB 10a **	0,50	0,65	0,80

Taux de change		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,18
	USD / JPY	133	130	123
	GBP / USD	1,25	1,27	1,34
EUR	EUR / GBP	0,88	0,88	0,88
	EUR / JPY	146	146	145

Pétrole		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
Pétrole	USD/baril	83	81	86

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

Mise à jour le 31 août 2023



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">Jackson Hole 2023 : la lutte contre l'inflation continue</a>	EcoTVWeek	1 <sup>er</sup> septembre 2023
<a href="#">France : le chiffre d'inflation d'août rappelle que la désinflation restera graduelle</a>	EcoBrief	31 août 2023
<a href="#">Juillet 2023 : le mois le plus chaud jamais mesuré</a>	Graphique de la Semaine	30 août 2023
<a href="#">Neutralité climatique : la course est lancée</a>	EcoConjoncture	29 août 2023
<a href="#">Économie mondiale : une attente qui dure</a>	EcoWeek	28 août 2023
<a href="#">Greenflation : à quel point la transition énergétique est-elle inflationniste ?</a>	EcoFlash	28 août 2023
<a href="#">Espagne : les fortes créations d'emploi soutiennent la croissance</a>	EcoBrief	27 juillet 2023
<a href="#">Amérique centrale : incidence de la variabilité climatique sur la mobilité humaine</a>	Graphique de la Semaine	24 juillet 2023
<a href="#">Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture : le cas des services</a>	EcoWeek	24 juillet 2023
<a href="#">Les Caraïbes : des ennuis au paradis</a>	EcoTVWeek	21 juillet 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE - juillet 2023</a>	EcoPulse	20 juillet 2023
<a href="#">États-Unis : Les fonds monétaires réallouent leurs avoirs, hors du dispositif ON RRP</a>	Graphique de la Semaine	19 juillet 2023
<a href="#">Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture Le cas de l'industrie</a>	EcoWeek	18 juillet 2023
<a href="#">Le Chili, leader de la transition énergétique ?</a>	EcoTVWeek	14 juillet 2023
<a href="#">Reprise par l'investissement dans les pays émergents : quelques raisons d'espérer</a>	EcoEmerging	12 juillet 2023
<a href="#">France : les voyages forment les GES</a>	Graphique de la Semaine	12 juillet 2023
<a href="#">Zone euro : la tentation des voyages</a>	EcoWeek	10 juillet 2023
<a href="#">Japon : après l'inflation des prix, place à celle des salaires ?</a>	EcoBrief	7 juillet 2023
<a href="#">Banques centrales : Sintra, une conférence qui donne à réfléchir</a>	EcoTVWeek	7 juillet 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation de juillet 2023</a>	EcoCharts	6 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 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](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:



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change