

“ ENTREtenant l’ESPOIR d’un ATERRISSAGE EN DOUCEUR, LA POURSUITE DE LA RÉSILIENCE ACTUELLE DE LA CROISSANCE SERAIT ACCUEILLIE DANS UN PREMIER TEMPS AVEC SOULAGEMENT. CEPENDANT, ELLE POURRAIT DEVENIR UNE SOURCE DE PRÉOCCUPATION EN RAISON DE SES EFFETS EN TERMES D’INFLATION. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d’un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Economie mondiale : une attente qui dure

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : impulsion du crédit dans la zone euro

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ECONOMIE MONDIALE: UNE ATTENTE QUI DURE

Dans les prochains trimestres, la croissance économique devrait ralentir aux États-Unis et dans la zone euro, tandis que l'inflation sous-jacente devrait marquer nettement le pas. Les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie étant longs et variables, l'impact de la hausse des taux ne s'est pas encore tout à fait matérialisé. Le processus prend plus de temps que prévu et l'attente se fait longue. Aux États-Unis, l'économie a été particulièrement résiliente malgré le recul récent de certaines données. Dans la zone euro, le marché du travail reste dynamique mais de nombreux chiffres s'inscrivent en repli, y compris dans les services. Un autre facteur va jouer un rôle dans les prochains mois : l'évolution de la Chine dont les indicateurs d'activité publiés cet été ont confirmé l'essoufflement rapide de la croissance. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente a peu diminué par rapport à un niveau exceptionnellement élevé et, aux États-Unis, elle résiste, quoique dans une moindre mesure. Comme l'a rappelé Jerome Powell à Jackson Hole, les banques centrales devront « continuer jusqu'à ce que le travail soit fait ».

Dans les prochains trimestres, la croissance économique devrait ralentir aux États-Unis et dans la zone euro, tandis que l'inflation sous-jacente devrait marquer nettement le pas. Compte tenu du resserrement monétaire cumulé à ce jour, il peut difficilement en être autrement. De plus, même si nous estimons, dans les deux cas, que le taux terminal a été atteint, de nouvelles hausses ne sont pas exclues. De plus, les banques centrales américaine et européenne peuvent aussi décider de maintenir de façon prolongée les taux d'intérêt à des niveaux élevés.

Il s'agirait d'un puissant vent contraire qui freinerait la croissance. Les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie étant longs et variables, l'impact de la hausse des taux doit encore en partie se matérialiser. Le processus prend plus de temps que prévu et l'attente se fait longue. L'un des principaux facteurs à l'origine de la résilience de l'économie est le dynamisme du marché du travail avec le très faible taux de chômage, à la faveur des niveaux de remplissage élevés des carnets de commandes des entreprises. Par ailleurs, la demande contenue a stimulé l'activité dans le secteur du tourisme et des loisirs, tandis que les investissements liés à la transition énergétique soutiennent également la croissance. Christine Lagarde, la présidente de la BCE, a insisté sur ce dernier point au symposium de Jackson Hole¹.

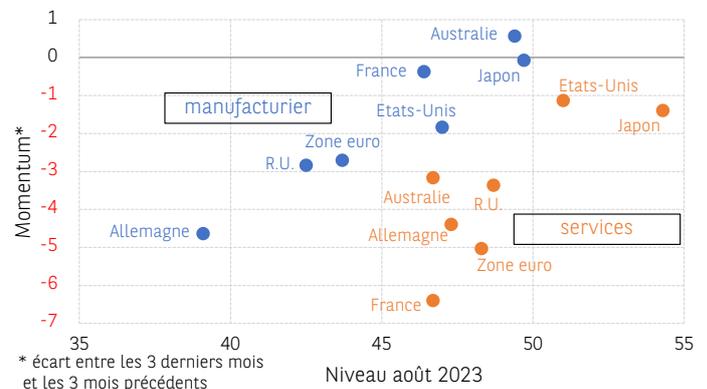
Aux États-Unis, l'économie a été particulièrement résiliente face au resserrement monétaire agressif de la Réserve fédérale. La bonne surprise du PIB² au deuxième trimestre et la robustesse de certains chiffres récents ont conduit les prévisionnistes professionnels participant à l'enquête trimestrielle de la Réserve fédérale de Philadelphie à réviser à la hausse leurs prévisions de croissance pour les trois prochains trimestres et à revoir en baisse celles concernant le taux de chômage³. S'agissant du trimestre en cours, le nowcast de la Fed d'Atlanta prévoit un taux de croissance impressionnant de 5,9 % (taux annualisé corrigé des variations saisonnières), porté par la solidité des ventes au détail et des chiffres des mises en chantier pour le mois de juillet. Même si ce taux peut beaucoup varier en fonction des données qui seront publiées, les États-Unis ne semblent pas près d'entrer en récession, tout au moins lorsqu'on se réfère au PIB.

1 « Dans la zone euro, par exemple, l'investissement a augmenté au premier trimestre de cette année sur fond de stagnation de la production, en partie en raison des dépenses d'investissement préprogrammées dans le cadre de l'initiative Next Generation EU ». Source : « Policymaking in an age of shifts and breaks », 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.

2 La croissance réelle du PIB (taux annuel corrigé des variations saisonnières) s'est inscrite à 2,4 % au deuxième trimestre (+2,0 % au premier trimestre), contre 1,8 % attendu par le consensus de Bloomberg. Source : Bloomberg.

3 S'agissant de la croissance trimestrielle réelle du PIB (taux annualisé), les prévisions sont les suivantes (données de l'enquête précédente entre parenthèses) : 1,9% (0,6%) pour le troisième trimestre ; 1,2% (0,0%) et 1,1% (1,0%) pour les deux trimestres suivants. Les prévisions relatives au taux de chômage s'établissent respectivement à 3,6% (3,8%), 3,7% (4,0%), 3,9% (4,2%). Source : Réserve fédérale de Philadelphie, Enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre, 11 août 2023.

PMI : MOMENTUM ET NIVEAU



GRAPHIQUE 1

SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

Quoi qu'il en soit, pour certaines données la tendance est à la baisse. Les offres d'emploi et le rythme des embauches continuent de ralentir ; le nombre de départs volontaires (taux de démission) baisse également. Il convient de noter que, malgré une évolution à la hausse en juillet (de 46,0 à 46,4), l'ISM manufacturier se maintient nettement en territoire de contraction. La situation est meilleure dans les services où l'indice ISM s'établit à 52,7 en juillet, mais il recule malgré tout par rapport au chiffre de 53,9 le mois précédent. L'indice PMI composite flash de S&P Global s'est inscrit en baisse à 50,4 en août (52,0 en juillet) à la suite du ralentissement des données dans les services et, en particulier, dans l'industrie manufacturière.

Dans la zone euro, le marché du travail reste dynamique et l'inflation sous-jacente a peu baissé par rapport à un niveau exceptionnellement élevé. Cependant, de nombreux chiffres sont en repli. Certes, on peut se satisfaire de la croissance du PIB au deuxième trimestre, avec +0,3 % (taux trimestriel, non annualisé), mais elle masque de grandes différences d'un pays à l'autre. L'écart considérable entre l'indice PMI de



l'industrie manufacturière et celui des services s'est réduit après le repli significatif de ce dernier, tandis que les résultats des enquêtes de conjoncture menées en Allemagne et en France étaient plutôt moroses en août. Un autre facteur va jouer un rôle dans les prochains mois, en particulier pour l'Allemagne : l'évolution de la Chine dont les indicateurs d'activité publiés pendant l'été ont confirmé le rapide essoufflement de la croissance économique. Le recul des exportations se poursuit, conséquence du ralentissement de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis, et la demande intérieure reste faible, freinée notamment par la chute de la confiance des ménages et des investisseurs. La crise immobilière s'aggrave, avec de nouveaux défauts de promoteurs, et les signes de fragilisation de certaines institutions financières se multiplient.

Nous l'avons vu, la croissance comme l'inflation sous-jacente devraient marquer le pas au cours des prochains trimestres, eu égard à l'ampleur du resserrement monétaire. La véritable question est de savoir quand le processus va vraiment s'enclencher et, surtout, quel en sera le rythme. Jusqu'à présent, le ralentissement se fait globalement attendre, en particulier celui de l'inflation sous-jacente toujours très persistante dans la zone euro et, dans une moindre mesure, aux États-Unis. Entretenant l'espoir d'un atterrissage en douceur et d'une désinflation parfaite, la poursuite d'une certaine résilience de la croissance serait probablement accueillie dans un premier temps avec soulagement par les ménages, les entreprises et les opérateurs des marchés financiers. Cependant, elle pourrait devenir une source de préoccupation en raison de ses effets en termes d'inflation (ralentissement de la désinflation) et de politique monétaire (relèvement des taux). Une désinflation trop lente pourrait rendre nerveux les opérateurs du marché tout autant que les banques centrales puisque ces dernières, comme l'a rappelé Jerome Powell lors du symposium de Jackson Hole, «*[continueront] jusqu'à ce que le travail soit fait* »⁴.

William De Vijlder

⁴ Source : « *Inflation: Progress and the Path Ahead* », déclarations 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.



Entretenant l'espoir d'un atterrissage en douceur, la poursuite de la résilience actuelle de la croissance serait accueillie dans un premier temps avec soulagement. Cependant, elle pourrait devenir une source de préoccupation en raison de ses effets en termes d'inflation.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 18-8-23 au 25-8-23

➔ CAC 40	7 164	▶	7 230	+0.9 %	
➔ S&P 500	4 370	▶	4 406	+0.8 %	
➔ Volatilité (VIX)	17.3	▶	15.7	-1.6 pb	
➔ Euribor 3m (%)	3.82	▶	3.79	-2.8 pb	
➔ Libor \$ 3m (%)	5.64	▶	5.67	+2.1 pb	
➔ OAT 10a (%)	3.12	▶	3.06	-6.2 pb	
➔ Bund 10a (%)	2.60	▶	2.53	-6.8 pb	
➔ US Tr. 10a (%)	4.26	▶	4.25	-1.2 pb	
➔ Euro vs dollar	1.09	▶	1.08	-0.9 %	
➔ Or (once, \$)	1 892	▶	1 905	+0.7 %	
➔ Pétrole (Brent, \$)	84.8	▶	84.6	-0.3 %	

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.25	4.25	le 02/08	2.50	le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01
Euribor 3m	3.79	3.83	le 23/08	2.16	le 02/01
Euribor 12m	4.05	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	5.67	5.67	le 25/08	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	5.58	5.59	le 22/08	3.87	le 02/01
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01

Au 25-8-23

Rendements (%)

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01
Bund 2a	3.09	3.36	le 08/03	2.39	le 20/03
Bund 10a	2.53	2.75	le 02/03	1.98	le 18/01
OAT 10a	3.06	3.23	le 03/03	2.42	le 18/01
Corp. BBB	4.59	4.77	le 10/07	3.95	le 02/02
\$ Treas. 2a	5.16	5.16	le 25/08	3.85	le 04/05
Treas. 10a	4.25	4.35	le 21/08	3.30	le 06/04
High Yield	8.76	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02
£ Gilt. 2a	4.98	5.51	le 06/07	3.15	le 02/02
Gilt. 10a	4.44	4.74	le 17/08	3.00	le 02/02

Au 25-8-23

TAUX DE CHANGE

1€ =					
USD	1.08	1.12	le 14/07	1.05	le 05/01
GBP	0.86	0.90	le 03/02	0.85	le 11/07
CHF	0.96	1.00	le 24/01	0.95	le 23/08
JPY	157.87	159.29	le 21/08	138.02	le 03/01
AUD	1.69	1.70	le 21/08	1.53	le 27/01
CNY	7.85	8.08	le 19/07	7.23	le 05/01
BRL	5.27	5.79	le 04/01	5.20	le 23/06
RUB	102.43	110.46	le 14/08	73.32	le 12/01
INR	89.03	92.37	le 14/07	86.58	le 08/03

Au 25-8-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$					
Pétrole, Brent	84.6	88.2	le 23/01	71.9	le 12/06
Or (once)	1 905	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02
Métaux, LMEX	3 684	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05
Cuivre (tonne)	8 319	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05
Blé (tonne)	201	2.9	le 13/02	201	le 25/08
Mais (tonne)	194	2.7	le 13/02	161	le 21/08

Au 25-8-23

Variations

INDICES ACTIONS

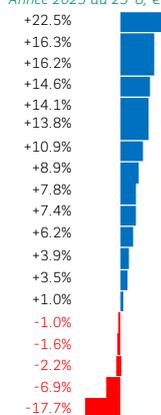
	Cours				
Monde					
MSCI Monde	2 912	3 064	le 31/07	2 595	le 05/01
Amérique du Nord					
S&P500	4 406	4 589	le 31/07	3 808	le 05/01
Europe					
EuroStoxx50	4 236	4 471	le 31/07	3 856	le 02/01
CAC 40	7 230	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01
DAX 30	15 632	16 470	le 28/07	14 069	le 02/01
IBEX 35	9 339	9 695	le 27/07	8 370	le 02/01
FTSE100	7 339	8 014	le 20/02	7 257	le 07/07
Asie Pacifique					
MSCI, loc.	1 188	1 246	le 01/08	1 065	le 04/01
Nikkei	31 624	33 753	le 03/07	25 717	le 04/01
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	971	1 052	le 26/01	941	le 16/03
Chine	58	75	le 27/01	57	le 21/08
Inde	810	835	le 20/07	703	le 16/03
Brsil	1 574	1 733	le 26/07	1 296	le 23/03

Au 25-8-23

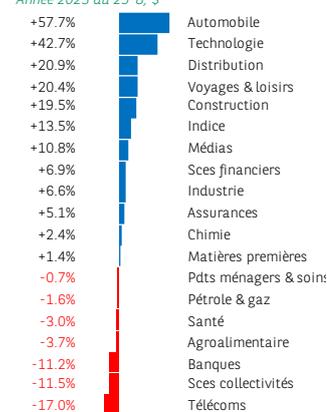
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2023 au 25-8, €



Année 2023 au 25-8, \$



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

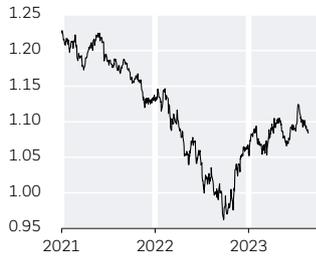


BNP PARIBAS

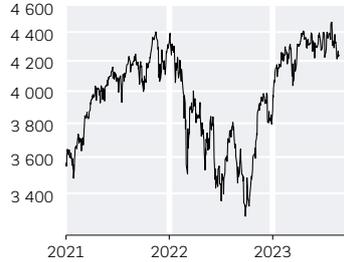
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

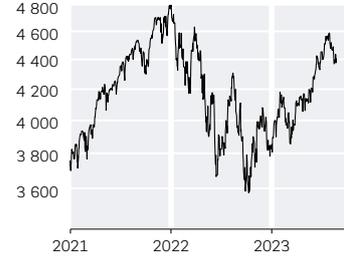
EURO-DOLLAR



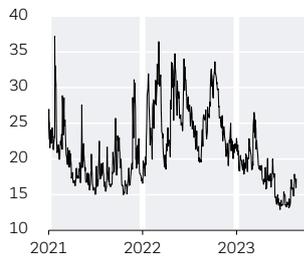
EUROSTOXX50



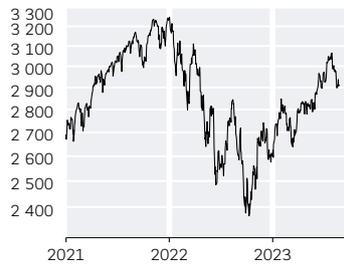
S&P500



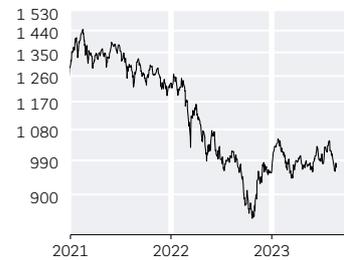
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



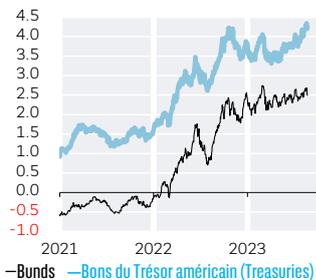
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



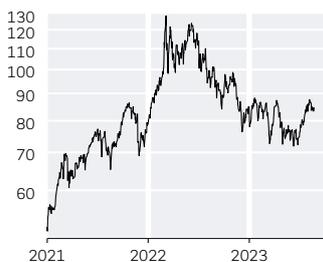
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

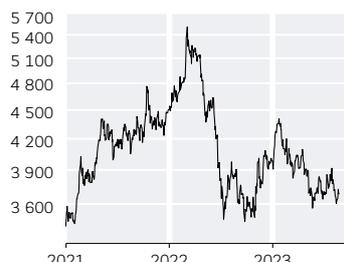
Année 2023 au 25-8

4.98%	Grèce	244 pb
4.11%	Italie	157 pb
3.53%	Espagne	99 pb
3.19%	Belgique	66 pb
3.19%	Portugal	65 pb
3.15%	Autriche	61 pb
3.08%	Finlande	55 pb
3.06%	France	53 pb
2.93%	Irlande	39 pb
2.91%	P-Bas	38 pb
2.53%	Allemagne	

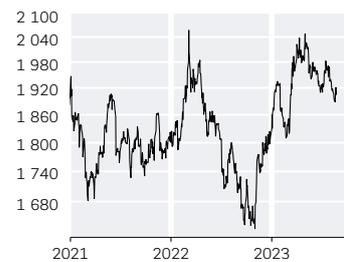
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LME, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



LES EFFETS DE LA HAUSSE DES TAUX PÈSERONT ENCORE SUR LE CRÉDIT BANCAIRE AU SECOND SEMESTRE 2023

Les effets du resserrement de la politique monétaire sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, patents depuis le quatrième trimestre 2022, se sont encore intensifiés au deuxième trimestre 2023.

En recul continu depuis l'automne 2022, l'impulsion du crédit au secteur privé est négative depuis février 2023. Elle a atteint, en juin 2023, son niveau le plus bas depuis 2010. L'impulsion du crédit aux sociétés non financières a enregistré un recul d'ampleur inédite depuis 2008 : à partir d'un niveau historiquement élevé à l'été 2022, elle est devenue négative en l'espace de 8 mois (avril 2023). Malgré une diminution plus contenue, l'impulsion du crédit aux ménages est entrée plus tôt en territoire négatif (novembre 2022) du fait d'un niveau initial moins élevé.

Dans le même temps, la variation en glissement annuel de l'encours des prêts bancaires au secteur privé a été divisée par plus de trois entre septembre 2022 (+7,1%) et juin 2023 (+2,0%). Particulièrement dynamique en septembre 2022 (+8,9%), le rythme de croissance (+3,0%) des prêts aux sociétés non financières restait, en juin 2023, très supérieur à celui des prêts aux ménages (+1,7% contre +4,6% en mai 2022, point récent le plus élevé). Les banques interrogées par la BCE, dans le cadre de sa *Bank Lending Survey*, entre le 19 juin et le 4 juillet 2023 font état d'une poursuite du durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises au deuxième trimestre 2023, quoique à un rythme moins prononcé qu'au premier. Les risques associés aux perspectives économiques et à la situation individuelle des entreprises ont constitué les principaux motifs de resserrement. Les banques ont également indiqué avoir durci les critères d'octroi des crédits aux ménages, plus fortement qu'au deuxième trimestre pour les crédits à la consommation, plus modestement pour les prêts à l'habitat.

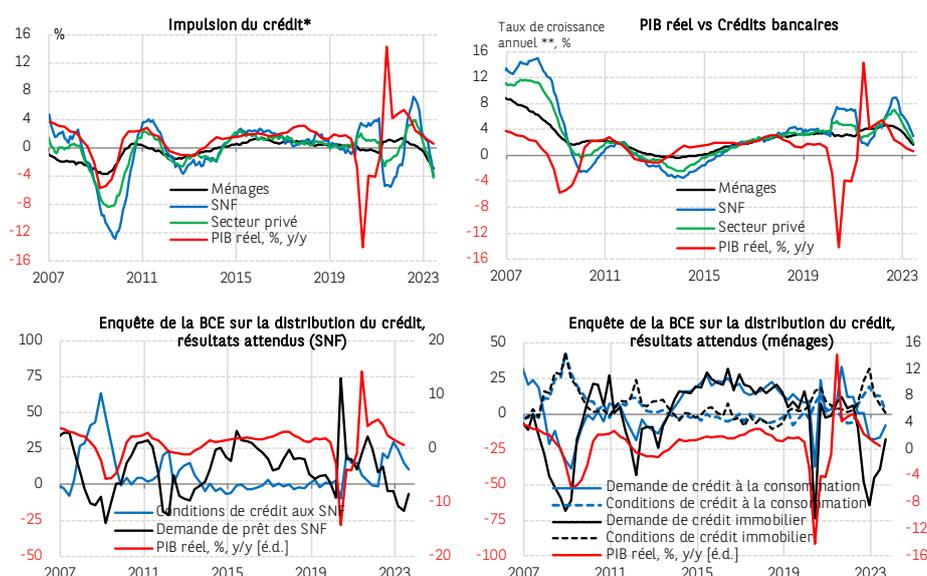
Pour l'heure, le recul de l'inflation dans la zone euro (+5,3% en juillet 2023, le plus faible niveau depuis janvier 2022) est exclusivement imputable à la baisse des prix de l'énergie et alimentaires. En revanche, l'inflation sous-jacente n'a quasiment pas reflué (+5,5%) de son niveau record de mars (+5,7%), même si, d'après les économistes de la BCE, elle aurait atteint son pic¹. Le freinage prononcé du crédit bancaire devrait en effet continuer de produire ses effets au cours des prochains mois, ce qui contribuera à leur donner raison. Le corollaire sera une stagnation de l'activité entre le troisième trimestre 2023 et le premier trimestre 2024 (+0,5% de croissance du PIB attendue pour la zone euro en 2023, +0,6% en 2024). Pour le troisième trimestre, les banques interrogées poursuivraient le resserrement de leurs critères d'octroi, mais plus modérément qu'au deuxième trimestre (à l'exception notable des prêts à l'habitat, dont les critères demeureraient inchangés). La répercussion de la hausse des coûts des ressources bancaires sur les taux appliqués à la clientèle continuera toutefois de peser sur la demande, qui accuse déjà une forte baisse.

Consciente de la diffusion inachevée des effets de la hausse cumulée de 4,25% des taux directeurs entre juillet 2022 et juillet 2023 à la demande de financement et à l'activité, la BCE a infléchi son discours lors de l'annonce de sa décision du 27 juillet dernier. Elle laisse désormais entrevoir une pause lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 14 septembre et des suivantes.

Laurent Quignon

¹ECB (2023), "Underlying inflation measures: an analytical guide for the euro area", ECB Economic Bulletin, Issue 5/2023, 4 August.

ZONE EURO : IMPULSION DU CRÉDIT



*L'impulsion du crédit est mesurée comme la variation annuelle du taux de croissance annuel des prêts des IFM ** corrigés des titrisations

SOURCE : BCE, ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CREDIT, CALCULS BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

Après un 2nd semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. Nous anticipons désormais une poursuite de la croissance au 3^e 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 décline 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^e trimestre 2022, la croissance est désormais estimée nulle (et non plus légèrement négative). Le rebond technique attendu au 2^e 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^e 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^e 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, %

Fin de période		T3 2023	T4 2023	T4 2024
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
	Taux BoE*	5,50	5,50	4,00
Royaume-Uni	Gilt 10a **	4,40	4,25	3,80
	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,25
Japon	JGB 10a **	0,50	0,65	0,80

Taux de change

Fin de période		T3 2023	T4 2023	T4 2024
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

Fin de période		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Pétrole	USD/baril	83	90	95

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

Mise à jour le 25 août 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

Greenflation : à quel point la transition énergétique est-elle inflationniste ?	EcoFlash	28 août 2023
Espagne : les fortes créations d'emploi soutiennent la croissance	EcoBrief	27 juillet 2023
Amérique centrale : incidence de la variabilité climatique sur la mobilité humaine	Graphique de la Semaine	24 juillet 2023
Zone euro : L'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture : le cas des services	EcoWeek	24 juillet 2023
Les Caraïbes : des ennuis au paradis	EcoTVWeek	21 juillet 2023
Baromètre de l'OCDE - juillet 2023	EcoPulse	20 juillet 2023
États-Unis : Les fonds monétaires réallouent leurs avoirs, hors du dispositif ON RRP	Graphique de la Semaine	19 juillet 2023
Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture Le cas de l'industrie	EcoWeek	18 juillet 2023
Le Chili, leader de la transition énergétique ?	EcoTVWeek	14 juillet 2023
Reprise par l'investissement dans les pays émergents : quelques raisons d'espérer	EcoEmerging	12 juillet 2023
France : les voyages forment les GES	Graphique de la Semaine	12 juillet 2023
Zone euro : la tentation des voyages	EcoWeek	10 juillet 2023
Japon : après l'inflation des prix, place à celle des salaires ?	EcoBrief	7 juillet 2023
Banques centrales : Sintra, une conférence qui donne à réfléchir	EcoTVWeek	7 juillet 2023
Baromètre de l'inflation de juillet 2023	EcoCharts	6 juillet 2023
Pacte vert : où en est l'Europe de ses engagements climatiques ?	En ECO dans le texte	5 juillet 2023
Espagne : décrue sensible du chômage	Graphique de la Semaine	5 juillet 2023
OCDE : un retournement conjoncturel limité, à la baisse comme à la hausse	EcoPerspectives	4 juillet 2023
Réserve fédérale américaine : les « dots », point d'ancrage des taux d'intérêt	EcoWeek	3 juillet 2023
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



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
Copyright:



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change