

2-3

ÉDITORIAL

Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads (2^e partie)

4

REVUE DES MARCHÉS

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

5

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : commerce international

6

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

7-8

CALENDRIER

Les principaux indicateurs de la semaine passée et les plus attendus de la semaine à venir.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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

ZONE EURO: COMMENT QUANTIFIER UN ÉLARGISSEMENT INJUSTIFIÉ DES SPREADS (2^E PARTIE)

Un élargissement injustifié et prolongé des spreads souverains dans la zone euro entraînerait un durcissement excessif des conditions financières et pèserait sur l'activité et la demande. Un tel creusement irait à l'encontre des objectifs de la BCE dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire. Différentes variables fondamentales, directement ou indirectement liées aux questions de viabilité de la dette, influencent les écarts de taux. Or, elles ont tendance à évoluer lentement. Les spreads souverains dépendent également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante influencée par des facteurs mondiaux. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du spread observé.

L'augmentation significative des *spreads* souverains, observée récemment dans la zone euro, a suscité un regain d'intérêt pour les facteurs à l'origine des écarts de taux entre les emprunts d'État d'un pays donné et ceux de l'Allemagne de même échéance. Un intérêt qui fait écho aux commentaires des membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne sur la nécessité de remédier à un élargissement injustifié des *spreads*.

Quantifier un élargissement « injustifié » des *spreads* souverains est un exercice difficile car ces derniers dépendent de plusieurs variables. De plus, la relation – le bêta en termes statistiques – varie avec le temps. Lorsque les rendements du Bund augmentent, il arrive souvent que le *spread* entre obligations d'État italiennes et allemandes – l'écart de taux BTP-Bund – se creuse mais on observe aussi, parfois, une évolution inverse. Depuis peu, la relation est redevenue positive et elle l'est de plus en plus¹. La perspective d'un relèvement des taux directeurs a joué à cet égard un rôle important. Comme le montre le graphique 1, la hausse du taux *forward* dans un an de l'emprunt d'État allemand assorti d'une échéance d'un an – un indicateur des anticipations de politique monétaire – correspond dans une très large mesure à l'augmentation des rendements du Bund 10 ans. De plus, les deux séries sont étroitement corrélées avec la hausse du *spread* BTP-Bund.

Du point de vue de la théorie financière, on s'attendrait de fait à un bêta positif entre les taux allemands et les *spreads* souverains. Lorsque le taux sans risque augmente, on est en mesure de limiter l'investissement dans des actifs à risque pour atteindre le rendement visé. La relation est également positive selon la théorie macroéconomique mais pour une tout autre raison : la hausse des taux d'intérêt influence les paramètres de viabilité de la dette. En effet, dans l'hypothèse où le ratio de la dette serait initialement stable, une hausse permanente du coût d'emprunt moyen nécessiterait, toutes choses égales par ailleurs, une réduction du déficit primaire des administrations publiques ou une augmentation de l'excédent primaire pour que le ratio de la dette reste stable².

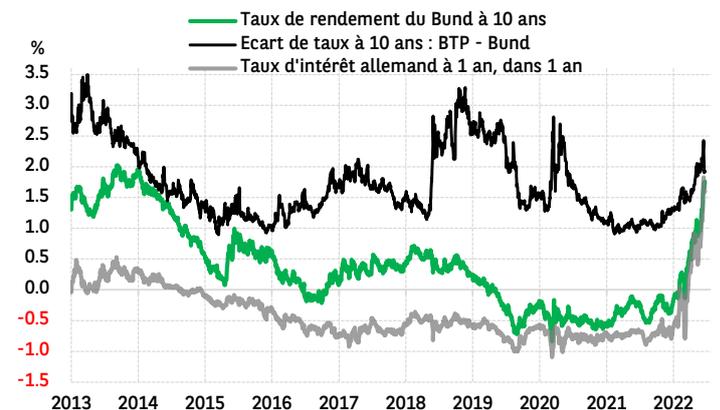
1 Voir Zone euro : comment quantifier un élargissement injustifié des spreads, Ecoweek, BNP Paribas, 20 juin 2022.

2 Le solde primaire (c.-à-d. le solde budgétaire des administrations publiques déduction

En particulier, dans le cas d'une augmentation significative et durable des taux d'intérêt, on peut craindre que les mesures prises pour stabiliser le ratio de la dette prennent du temps ou soient insuffisantes. De telles craintes se traduiraient par une remontée des *spreads*.

La recherche menée par la BCE³ sur la période 1999-2010 montre que, dans la zone euro⁴, le solde des administrations publiques et le ratio de la dette jouent un rôle statistiquement significatif pour expliquer le comportement des *spreads* souverains. Ce dernier est

TAUX ALLEMANDS ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BLOOMBERG, BNP PARIBAS

faite de la charge des intérêts) permettant de stabiliser le ratio dette/PIB est égal à $(r-g)$. (dette/PIB) où r = coût moyen de la dette et g = croissance nominale du PIB. En cas de $r > g$, il faut un excédent primaire pour que le ratio de la dette reste stable. L'inverse est vrai en cas de $r < g$.

3 Source : António Afonso, Michael G. Argyrou and Alexandros Kotonikas, *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*, document de travail de la BCE n°1781, avril 2015.

4 Les pays analysés sont les suivants : Autriche, Belgique, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal et Espagne.

En zone euro, les écarts de taux entre pays dépendent de variables fondamentales qui évoluent lentement et qui sont liées aux questions de viabilité de la dette mais également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du spread observé.

positivement corrélé au risque financier, représenté par l'indice VIX. Un ralentissement de la croissance, une appréciation du taux de change réel ou une baisse de la liquidité du marché obligataire sont associés à un élargissement des *spreads*. Les notations de crédit jouent également un rôle mais leur influence est limitée. Il convient de noter que, pendant la crise de la dette souveraine, la sensibilité des cours des obligations aux fondamentaux a augmenté.

Des travaux de recherche plus récents aboutissent à des conclusions similaires et identifient également le rôle des mesures d'assouplissement quantitatif et leur influence sur les *spreads*⁵. Jordi Paniagua et al⁶ soulignent que le sentiment du marché et, par conséquent, les *spreads* dépendent également des différences, en termes de croissance, de la production entre pays du noyau dur et pays périphériques, ce qui milite en faveur d'une coordination des politiques macroéconomiques afin d'arriver à une convergence des performances économiques. Des études menées par le FMI⁷ mettent en évidence le rôle de l'aversion mondiale pour le risque dans le comportement des *spreads*. Entre juillet 2007 et septembre 2008 – ou « l'avant-crise financière » selon les auteurs – l'Allemagne et d'autres pays du noyau dur ont bénéficié des mouvements de fuite tandis que les pays périphériques ont pâti de l'aversion pour le risque.

Pour illustrer le rôle de l'aversion pour le risque, les graphiques 2 et 3 comparent l'évolution du *spread* BTP-Bund et, respectivement, l'écart de taux entre obligations à haut rendement dans la zone euro et l'indice boursier Euro Stoxx 50. Depuis une date récente, la corrélation entre le *spread* souverain et l'écart de taux entre obligations à haut rendement est forte et il en va de même pour la corrélation entre le *spread* souverain et les évolutions du marché boursier. Cela laisse penser que l'aversion pour le risque a augmenté dans les derniers mois, probablement du fait de la perspective de relèvements des taux par la BCE et d'une croissance plus incertaine, liée à la hausse de l'inflation et à la guerre en Ukraine.

Pour conclure, les *spreads* sont influencés par plusieurs variables fondamentales qui sont directement – solde des administrations publiques, dette publique – ou indirectement – croissance économique – liées à la viabilité de la dette. Ces variables ont tendance à évoluer lentement. Les *spreads* souverains dépendent également du niveau de l'aversion pour le risque, une variable très fluctuante influencée par des facteurs mondiaux. Tout cela complique l'évaluation du caractère justifié ou non de l'élargissement du *spread* observé : il peut ne pas être justifié au vu de l'évolution (attendue) des fondamentaux et l'être dans un contexte de hausse de l'aversion pour le risque.

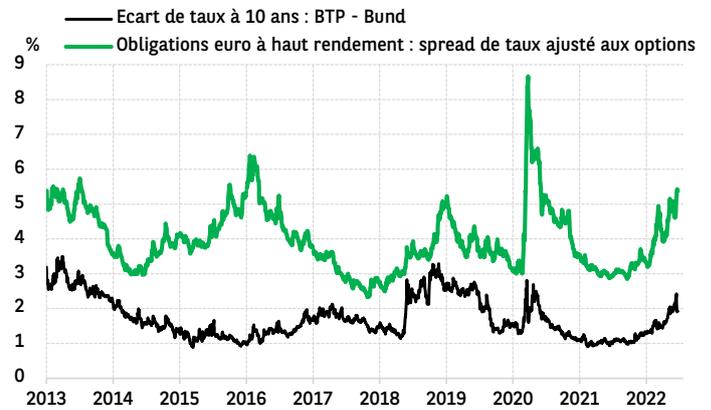
William De Vijlder

⁵ Source : António Afonso and João Jalles, *Quantitative Easing and Sovereign Yield Spreads: Euro-Area Time-Varying Evidence*, document de travail REM (Research in Economics and Mathematics) 020-2017, décembre 2017.

⁶ Jordi Paniagua, Juan Sapena, Cecilio Tamaritba, *Sovereign debt spreads in EMU: The time-varying role of fundamentals and market distrust*, *Journal of Financial Stability* 33 (2017) 187-206

⁷ Source : Carlos Caceres, Vincenzo Guzzo and Miguel Segoviano, *Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?*, document de travail du FMI, 10/120, mai 2010.

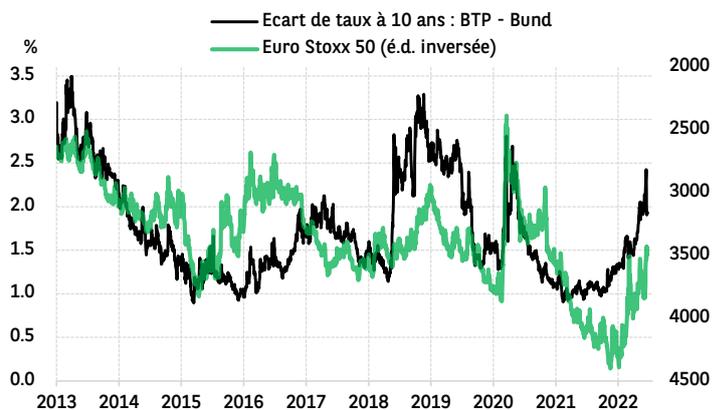
ÉCART DE TAUX OBLIGATAIRES À HAUT RENDEMENT DANS LA ZONE EURO ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, FRED ST. LOUIS, BNP PARIBAS

EURO STOXX 50 ET ÉCART DE TAUX SOUVERAINS ITALIE/ALLEMAGNE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 17-6-22 au 24-6-22

➔ CAC 40	5 883	▶ 6 073	+3.2 %
➔ S&P 500	3 675	▶ 3 912	+6.4 %
➔ Volatilité (VIX)	31.1	▶ 27.2	-3.9 pb
➔ Euribor 3m (%)	-0.17	▶ -0.22	-4.9 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	2.10	▶ 2.23	+13.9 pb
➔ OAT 10a (%)	2.08	▶ 1.81	-26.4 pb
➔ Bund 10a (%)	1.66	▶ 1.44	-22.7 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.24	▶ 3.12	-11.5 pb
➔ Euro vs dollar	1.05	▶ 1.05	+0.8 %
➔ Or (once, \$)	1 840	▶ 1 829	-0.6 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	113.2	▶ 113.2	+0.0 %

Taux d'intérêt (%)

		+haut 22	+bas 22
€ BCE	0.00	0.00 le 03/01	0.00 le 03/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 03/01	-0.51 le 03/01
Euribor 3m	-0.22	-0.16 le 21/06	-0.58 le 05/01
Euribor 12m	0.98	1.12 le 17/06	-0.50 le 05/01
\$ FED	1.75	1.75 le 16/06	0.25 le 03/01
Libor 3m	2.23	2.23 le 24/06	0.21 le 03/01
Libor 12m	3.54	3.67 le 16/06	0.58 le 03/01
£ Bque Angl	1.25	1.25 le 16/06	0.25 le 03/01
Libor 3m	1.63	1.63 le 24/06	0.26 le 03/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 03/01	0.81 le 03/01

Au 24-6-22

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Rendements (%)

		+haut 22	+bas 22
€ Moy. 5-7a	1.76	2.21 le 15/06	-0.04 le 03/01
Bund 2a	0.70	1.02 le 14/06	-0.83 le 04/03
Bund 10a	1.44	1.76 le 21/06	-0.14 le 24/01
OAT 10a	1.81	2.17 le 21/06	0.15 le 04/01
Corp. BBB	3.76	4.02 le 21/06	0.90 le 05/01
\$ Treas. 2a	3.06	3.43 le 14/06	0.70 le 04/01
Treas. 10a	3.12	3.48 le 14/06	1.63 le 03/01
High Yield	8.59	8.68 le 22/06	5.07 le 03/01
£ Gilt. 2a	2.04	2.38 le 21/06	0.69 le 03/01
Gilt. 10a	2.27	2.62 le 21/06	0.97 le 03/01

Au 24-6-22

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 22	+bas 22	2022
USD	1.05	1.15 le 10/02	1.04 le 13/05	-7.3%
GBP	0.86	0.87 le 14/06	0.83 le 14/04	+2.2%
CHF	1.01	1.06 le 10/02	1.00 le 04/03	-2.8%
JPY	142.58	143.95 le 22/06	125.37 le 04/03	+8.9%
AUD	1.52	1.62 le 04/02	1.43 le 05/04	-2.9%
CNY	7.06	7.29 le 10/02	6.87 le 14/04	-2.6%
BRL	5.53	6.44 le 06/01	5.01 le 21/04	-12.7%
RUB	56.89	164.76 le 07/03	56.89 le 24/06	-33.3%
INR	82.61	85.96 le 11/02	80.30 le 05/05	-2.3%

Au 24-6-22

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 22	+bas 22	2022	2022(€)
Pétrole, Brent	113.2	128.2 le 08/03	79.0 le 03/01	+44.4%	+55.7%
Or (once)	1 829	2 056 le 08/03	1 785 le 28/01	+0.3%	+8.2%
Métaux, LME	3 919	5 506 le 07/03	3 919 le 24/06	-13.0%	-6.1%
Cuivre (tonne)	8 381	10 702 le 04/03	8 381 le 24/06	-14.0%	-7.2%
Blé (tonne)	337	4.7 le 17/05	281 le 14/01	+41.6%	+52.7%
Mais (tonne)	298	3.2 le 16/05	226 le 03/01	+30.5%	+40.8%

Au 24-6-22

Variations

INDICES ACTIONS

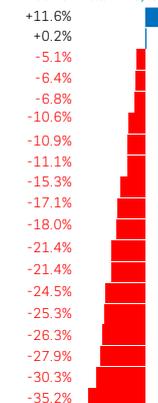
	Cours	+haut 22	+bas 22	2022
Monde				
MSCI Monde	2 619	3 248 le 04/01	2 486 le 17/06	-18.9%
Amérique du Nord				
S&P500	3 912	4 797 le 03/01	3 667 le 16/06	-17.9%
Europe				
EuroStoxx50	3 533	4 392 le 05/01	3 428 le 16/06	-17.8%
CAC 40	6 073	7 376 le 05/01	5 883 le 17/06	-15.1%
DAX 30	13 118	16 272 le 05/01	12 832 le 08/03	-17.4%
IBEX 35	8 244	8 934 le 27/05	7 645 le 07/03	-5.4%
FTSE100	7 209	7 672 le 10/02	6 959 le 07/03	-2.4%
Asie Pacifique				
MSCI, loc.	1 050	1 165 le 05/01	1 024 le 08/03	-8.1%
Nikkei	26 492	29 332 le 05/01	24 718 le 09/03	-8.0%
Emergents				
MSCI Emergents (\$)	1 011	1 267 le 12/01	988 le 12/05	-17.9%
Chine	74	86 le 20/01	59 le 15/03	-10.6%
Inde	714	891 le 13/01	699 le 17/06	-10.9%
Brésil	1 397	2 003 le 04/04	1 372 le 06/01	-8.4%

Au 24-6-22

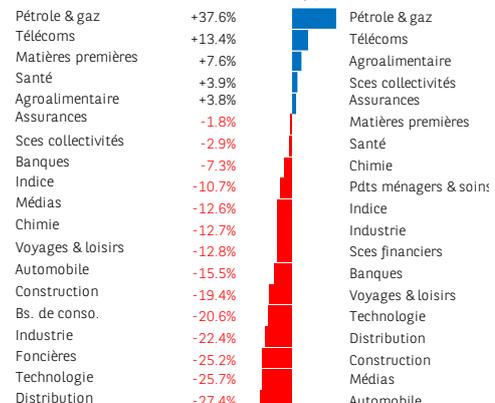
Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

Année 2022 au 24-6, €



Année 2022 au 24-6, \$

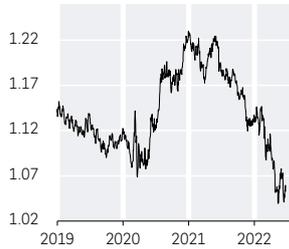


SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS

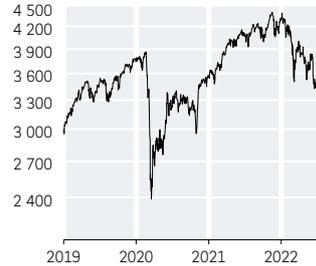


REVUE DES MARCHÉS

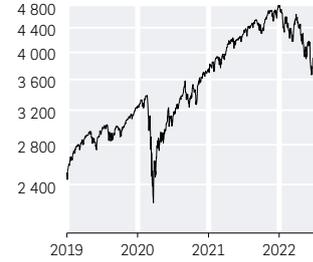
EURO-DOLLAR



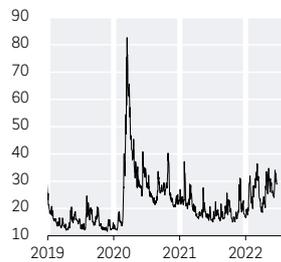
EUROSTOXX50



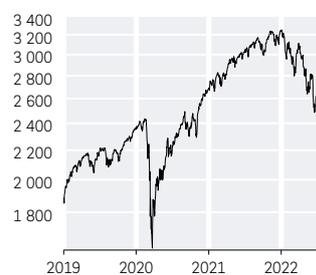
S&P500



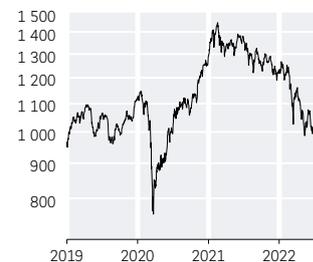
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



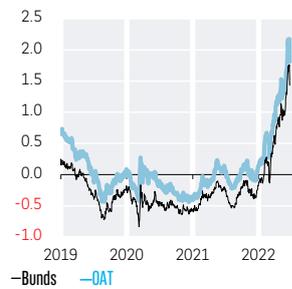
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

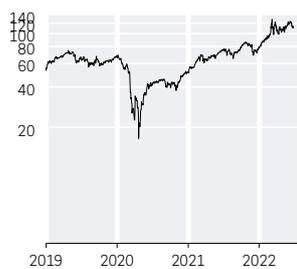


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

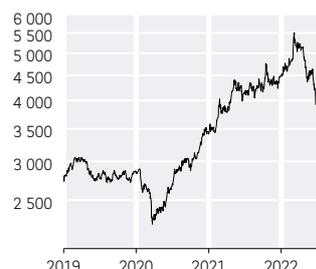
Année 2022 au 24-6

3.48%	Grèce	204 pb
3.45%	Italie	201 pb
2.55%	Espagne	111 pb
2.40%	Portugal	96 pb
2.06%	Belgique	62 pb
1.98%	Autriche	54 pb
1.81%	France	37 pb
1.81%	Finlande	37 pb
1.75%	P-Bas	31 pb
1.63%	Irlande	19 pb
1.44%	Allemagne	

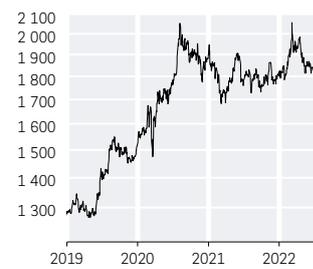
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCE : REFINITIV, BNP PARIBAS



COMMERCE INTERNATIONAL : QUELQUES SIGNES DE RELÂCHEMENT DES TENSIONS

Si une amélioration du transport maritime semble se dessiner sur certaines routes commerciales – notamment entre la Chine et la côte ouest des États-Unis – la situation est encore loin de se normaliser dans son ensemble. Le confinement à Shanghai continuera d'avoir, au second semestre 2022, des répercussions importantes sur le fonctionnement des ports chinois et ailleurs en Asie.

Situés à des niveaux très détériorés, les indices PMI manufacturiers relatifs aux délais de livraison se sont redressés en zone euro et aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans les pays asiatiques (Japon, Corée du Sud, Chine). La grève des chauffeurs routiers en Corée du Sud, qui a duré huit jours en juin, a fortement perturbé la production industrielle du pays et accentué les problèmes de logistique dans la région. Les ports chinois sont, pour leur part, confrontés à des pénuries de conteneurs, une large partie étant restée bloquée en Europe, en raison du confinement dans le pays¹.

Cependant, l'indice du fret maritime mondial (graphique 5) a baissé significativement depuis la fin du mois d'avril (-22,7% entre la troisième semaine d'avril et de juin). Cette chute est largement attribuable à des coûts de transport moins importants pour les trajets entre la Chine et la côte ouest des États-Unis (-42,6% durant cette même période), tandis qu'à l'inverse, ces coûts se sont renchérissés entre l'Europe et la côte est-américaine (+14,8%).

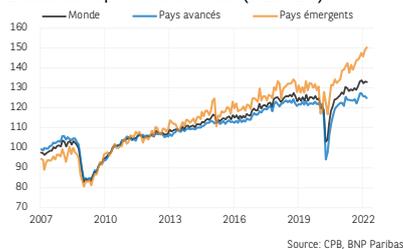
L'indice synthétique des tensions sur les chaînes de valeur mondiale publié par la Fed de New York, a baissé de 0,5 point en mai mais se maintient à un niveau historiquement élevé (graphique 3). Ces légères améliorations de la logistique mondiale ne traduisent vraisemblablement pas seulement une baisse des tensions sur l'offre. La demande mondiale montre aussi des signes de fragilité. L'indice PMI global des nouvelles commandes à l'exportation a une nouvelle fois chuté au mois de mai, à 48,9, vers son plus bas niveau en deux ans (graphique 2). En termes réels, les échanges de biens faisaient encore preuve de dynamisme en mars (graphique 1), surtout les exportations en provenance des pays émergents. Néanmoins, les données n'intègrent que très partiellement le volume des échanges après le déclenchement de la guerre en Ukraine.

Guillaume Derrien

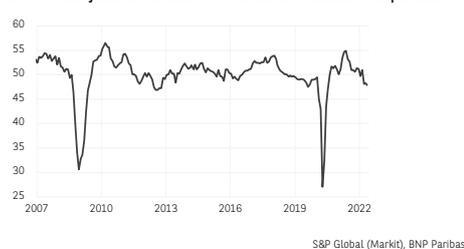
¹ *Asia's Shortage of Empty Containers May Worsen on Rotterdam Jam*, Bloomberg, 20 juin 2022

INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

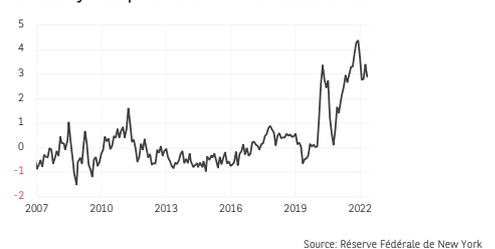
1. Indice des exportations en volume (2010 = 100)



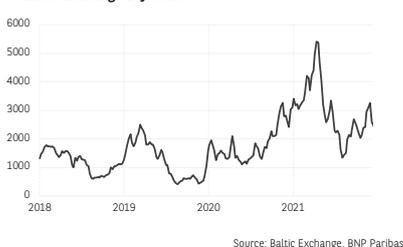
2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



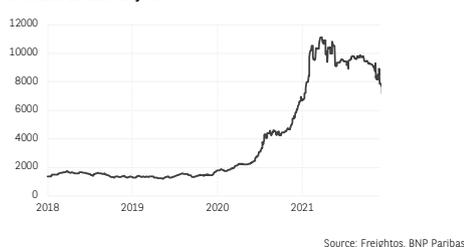
3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



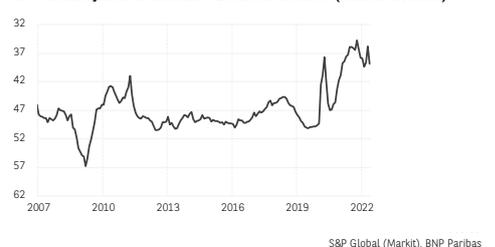
4. Baltic Exchange Dry Index



5. Indice du taux de fret



6. PMI manufacturier mondial - Délais de livraison (échelle inversée)



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

7

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine, toujours dynamique malgré une contraction du PIB au T1 2022, est portée par ses moteurs traditionnels que sont la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. La robustesse du marché du travail, qui opère au plein-emploi, soutient les salaires et la consommation des ménages. En revanche, l'inflation, au plus haut depuis 40 ans, réduit fortement le pouvoir d'achat. Et, face à une inflation plus forte et persistante qu'attendu, la Réserve fédérale accélère la remontée de ses taux et réduit la taille de son bilan. Le blocage des ambitions budgétaires du gouvernement, notamment ses volets sociaux et environnementaux, est également un facteur de frein à la croissance. Dans ce contexte, tout en échappant à la récession à court terme, la croissance américaine devrait perdre assez nettement en dynamisme.

CHINE

La contraction de l'activité en avril, provoquée par les confinements imposés dans d'importantes régions industrielles telles que Shanghai, explique la révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2022. La croissance économique se redresse depuis mai et les autorités multiplient les mesures d'assouplissement budgétaire et monétaire. Cependant, les risques baissiers à court terme restent élevés : les exportations vont souffrir du ralentissement de la demande mondiale, la correction du marché immobilier devrait se poursuivre, et la récente dégradation du marché du travail devrait peser sur la consommation privée. L'inflation n'accélère que très modérément.

ZONE EURO

La poussée d'inflation, amorcée depuis début 2021, s'est transformée en choc inflationniste. Cette inflation reste essentiellement énergétique mais elle se diffuse aussi et devient plus persistante au passage. La détérioration des enquêtes sur le climat des affaires est restée d'ampleur limitée jusqu'en mai mais celle de la confiance des ménages est bien plus marquée. Selon nos prévisions, la croissance des prochains trimestres resterait positive mais faible. Le risque de récession à court terme se fait plus sérieux. Si récession il y avait, elle pourrait n'être que "technique" (quelques trimestres de contraction modérée du PIB). Le marché du travail reste robuste et l'économie soutenue par la dynamique conjoncturelle préexistante à la guerre en Ukraine, les mesures budgétaires "anti-inflation", l'excès d'épargne mobilisable en partie et les besoins d'investissement. D'après notre scénario (sans récession), la croissance de la zone euro atteindrait 2,5% en 2022 en moyenne annuelle puis 2,3% en 2023.

FRANCE

La croissance du PIB est entrée en territoire négatif au 1er trimestre 2022 (-0,2% t/t après 0,4% t/t au 4e trimestre 2021) du fait de la forte détérioration de la consommation des ménages (-1,5% t/t). L'augmentation de l'inflation a grevé le pouvoir d'achat des ménages et devrait peser sur les anticipations du T2. L'investissement des entreprises a maintenu sa croissance (0,4% t/t), celles-ci faisant face à des contraintes de capacité. En 2022, nous tablons sur une croissance annuelle de 2,3% (contre 6,8% en 2021) dans un contexte de forte inflation (5,4% attendu en 2022 contre 1,6% en 2021).

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale va poursuivre son cycle soutenu de resserrement monétaire. Le taux final des *Fed funds* devrait ainsi atteindre 3,25 % (borne supérieure de la fourchette cible) vers la fin de 2022. La position ferme de la Fed s'explique par des taux directeurs toujours très faibles dans un contexte d'inflation particulièrement élevée et de robustesse du marché du travail. Une fois que l'économie aura marqué le pas et que l'inflation sera orientée à la baisse, la Réserve fédérale devrait adapter ses indications prospectives en vue d'opérer un atterrissage en douceur. Dans une très large mesure, les rendements des *Treasuries* reflètent déjà la perspective d'un resserrement monétaire. Autrement dit, les niveaux de fin d'année ne devraient guère être différents des niveaux actuels. Pour l'année prochaine, nous tablons sur des rendements légèrement inférieurs avec le ralentissement de la croissance et le repli de l'inflation.

La BCE a annoncé qu'elle mettrait fin à ses achats d'actifs début juillet et qu'elle relèverait son taux de rémunération des dépôts un peu plus tard au cours de ce même mois. Nous prévoyons des hausses de taux de 50 pb lors des réunions de septembre et d'octobre, qui seraient suivies de cinq autres augmentations de 25 pb entre décembre 2022 et septembre 2023. Cela devrait pousser les rendements du Bund à la hausse, mais aussi conduire à un élargissement des *spreads* souverains dans la zone euro.

La Banque du Japon devrait maintenir son orientation actuelle de politique monétaire au moins jusqu'à la fin du mandat de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, au printemps 2023. Nous prévoyons ensuite l'abandon de la politique de taux d'intérêt négatifs et le relèvement de l'objectif de taux à 10 ans.

Nous anticipons un repli significatif 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 s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la perspective d'une divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Selon nos prévisions, le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année. En 2023, le yen devrait s'apprécier étant donné que les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final et que la Banque du Japon devrait resserrer sa politique monétaire.

PIB & INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2021	2022 e	2023 e	2024 e	2021	2022 e	2023 e	2024 e
États-Unis	5.7	2.6	1.9	1.7	4.7	7.5	3.9	2.4
Japon	1.7	1.4	1.1	0.6	-0.2	1.9	1.0	0.7
Royaume-Uni	7.4	3.6	1.5	1.6	2.6	8.0	4.4	2.1
Zone euro*	5.3	2.5	2.3	2.2	2.6	7.9	4.1	2.0
Allemagne	2.9	1.3	2.2	2.3	3.2	8.1	4.6	2.1
France	6.8	2.3	2.1	2.0	2.1	5.9	3.6	1.8
Italie	6.6	2.8	2.0	1.8	1.9	7.7	4.5	1.8
Espagne	5.1	4.1	2.5	2.2	3.0	8.0	3.6	1.7
Chine	8.1	3.7	5.7	5.0	0.9	2.3	3.4	2.5
Inde*	9.3	8.3	6.2	6.5	5.4	7.9	5.9	5.5
Brésil	4.6	1.5	0.0	1.2	8.3	11.0	7.1	4.3
Russie	4.5	-7.0	0.8	0.3	7.1	14.0	10.5	7.6

SOURCE : BNP PARIBAS RECHERCHE ECONOMIQUE (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS)
ANNÉE FISCALE 1^{er} AVRIL DE L'ANNÉE N AU 31 MARS DE L'ANNÉE N+1
** MISE À JOUR LE 13/06/2022

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	1.75	3.00	3.50	3.50	3.50
	Treas. 10a	3.24	3.10	3.20	3.10	3.00
	Z. euro	-0.50	0.25	1.00	1.75	2.00
	Bund 10a	1.66	1.60	1.80	2.25	2.25
	OAT 10a	2.08	2.15	2.38	2.85	2.85
R-Uni	BTP 10 ans	3.57	3.85	4.40	4.65	4.75
	BONO 10 ans	2.75	2.95	3.40	3.75	3.75
	Taux BoE	1.25	2.00	2.50	2.50	2.50
Japon	Gilt 10a	2.46	2.30	2.50	2.65	2.50
	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	JGB 10a	0.23	0.24	0.25	0.25	0.45

Taux de change		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
USD	EUR / USD	1.05	1.09	1.12	1.16	1.20
	USD / JPY	135	131	130	125	120
	GBP / USD	1.22	1.25	1.27	1.32	1.36
EUR	EUR / GBP	0.86	0.87	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	141	143	146	145	144

Pétrole		17/06/2022	T3 2022 e	T4 2022 e	T2 2023 e	T4 2023 e
Fin de période						
Pétrole	USD/baril	113	120	122	125	125

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS) MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY
*SCENARIO DE BASE **MISE À JOUR LE 17/06/2022



CALENDRIER ACTUALISÉ

8

DERNIERS INDICATEURS

La croissance ralentit. C'est le message qui ressort des données publiées la semaine dernière. Elles se sont non seulement révélées inférieures au mois précédent, mais ont été, dans la plupart des cas, également en dessous des attentes. L'indice PMI « flash » au Japon a constitué une exception notable en progressant légèrement plus en juin qu'en mai. Si l'indice composite PMI au Royaume-Uni est resté stable, créant une surprise bienvenue, la confiance des consommateurs a encore diminué, atteignant des niveaux particulièrement bas. En accusant une baisse, la confiance des consommateurs de la zone euro a créé une énorme déception alors le consensus s'attendait à une amélioration. Les PMI composites en France, en Allemagne et dans la zone euro ont tous enregistré une baisse significative, bien en deçà des attentes. La même tendance s'observe aux États-Unis, où la composante « évaluation des conditions actuelles » de l'enquête l'Université a enregistré une baisse (le consensus tablait sur un statu quo). La composante « attentes » s'est toutefois quelque peu améliorée. Les anticipations d'inflation à court et à long terme sont en légère baisse.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	ACTUALISÉ	PRÉCÉDENT
21/06/22	Royaume-Uni	Evolution des commandes totales (CBI)	Juin	21,0	18,0	26,0
22/06/22	Royaume-Uni	IPC harmonisé g.a.	Mai	0,1	0,1	0,1
22/06/22	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	-20,5	-23,6	-21,2
23/06/22	Japon	PMI composite (Jibun Bank Japan)	Juin	--	53,2	52,3
23/06/22	France	Climat des affaires	Juin	105,0	104,0	106,0
23/06/22	France	PMI composite global de la zone euro (S&P)	Juin	55,9	52,8	57,0
23/06/22	Allemagne	PMI composite global de l'Allemagne (S&P)	Juin	53,0	51,3	53,7
23/06/22	Zone euro	PMI composite global de la zone euro (S&P)	Juin	54,0	51,9	54,8
23/06/22	Royaume-Uni	PMI composite global/CIPS du Royaume-Uni (S&P)	Juin	52,4	53,1	53,1
23/06/22	Etats-Unis	Demandes initiales de chômage	18 juin	226k	229k	231k
23/06/22	Etats-Unis	PMI composite global des Etats-Unis (S&P)	Juin	53,0	51,2	53,6
24/06/22	Royaume-Uni	GfK (Confiance des consommateurs)	Juin	-40,0	-41,0	-40,0
24/06/22	Allemagne	Climat des affaires (Ifo)	Juin	92,9	92,3	93,0
24/06/22	Allemagne	Situation actuelle (Ifo)	Juin	99,1	99,3	99,6
24/06/22	Allemagne	Prévisions (Ifo)	Juin	87,4	85,8	86,9
24/06/22	Etats-Unis	Sentiment (Université du Michigan)	Juin	50,2	50,0	50,2
24/06/22	Etats-Unis	Conditions actuelles (Université du Michigan)	Juin	55,4	53,8	55,4
24/06/22	Etats-Unis	Attentes (Université du Michigan)	Juin	--	47,5	46,8
24/06/22	Etats-Unis	Inflation 1 an (Université du Michigan)	Juin	5,4%	5,3%	5,4%
24/06/22	Etats-Unis	Inflation 5 à 10 ans (Université du Michigan)	Juin	3,3%	3,1%	3,3%

SOURCE : BLOOMBERG



CALENDRIER PRÉVISIONNEL

9

INDICATEURS À SUIVRE

De nombreuses données d'enquête seront publiées pour le mois de juin : PMI manufacturiers dans plusieurs pays, ISM manufacturier aux États-Unis, sentiment économique de la Commission européenne et confiance des consommateurs en France, au Japon et aux États-Unis. Le Japon publiera l'enquête Tankan pour le deuxième trimestre. Aux États-Unis, sont attendus les chiffres du revenu et des dépenses personnels, de l'inflation de base et des demandes de crédit immobilier. Enfin, les données sur l'inflation de juin seront publiées pour la zone euro.

DATE	PAYS/ZONE	INDICATEUR	PÉRIODE	CONSENSUS	PRÉCÉDENT
28/06/2022	France	Confiance des consommateurs	Juin	--	86
28/06/2022	États-Unis	Confiance des consommateurs (Conference Board)	Juin	100,0	106,4
29/06/2022	Japon	Confiance des consommateurs	Juin	--	34,1
29/06/2022	Zone euro	Confiance économique	Juin	--	105,0
29/06/2022	Zone euro	Confiance industrielle	Juin	--	6,3
29/06/2022	Zone euro	Confiance des services	Juin	--	14,0
29/06/2022	Zone euro	Confiance des consommateurs	Juin	--	-23,6
29/06/2022	États-Unis	Demandes de crédit immobilier	Juin	--	4,2%
30/06/2022	Chine	PMI composite	Juin	--	48,4
30/06/2022	France	Dépenses de consommations m/m	Mai	--	-0,4%
30/06/2022	États-Unis	Revenus personnels	Mai	0,5%	0,4%
30/06/2022	États-Unis	Dépenses personnelles	Mai	0,5%	0,9%
30/06/2022	États-Unis	Demandes initiales d'assurance chômage	Juin	--	--
30/06/2022	États-Unis	Déflateur de base des dépenses de consommation	Mai	0,5%	0,3%
01/07/2022	Japon	Grandes industries manufacturières (Tankan)	T2	13	14
01/07/2022	Chine	PMI manufacturier (Caixin)	Juin	--	48,1
01/07/2022	France	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	--	51,0
01/07/2022	Allemagne	PMI manufacturier (S&P Global/BME)	Juin	--	52,0
01/07/2022	Zone euro	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	--	52,0
01/07/2022	Zone euro	IPC m/m	Juin	--	0,8%
01/07/2022	Zone euro	IPC sous-jacent g.a.	Juin	--	3,8%
01/07/2022	États-Unis	PMI manufacturier (S&P Global)	Juin	--	--
01/07/2022	États-Unis	ISM manufacturier	Juin	55,5	56,1

SOURCE : BLOOMBERG



LES AUTRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

10

France : quand le bâtiment va, tout va	EcoTVWeek	24 juin 2022
États-Unis : nouvelle expérience de resserrement quantitatif de la Fed	Graphique de la Semaine	22 juin 2022
Zone Euro : Comment quantifier un élargissement injustifié des spreads	EcoWeek	20 juin 2022
Indonésie : Fragilisée par la pandémie mais suffisamment solide pour faire face aux nouveaux chocs	EcoConjoncture	19 juin 2022
Portugal : une économie résiliente	EcoTVWeek	17 juin 2022
Afrique du Sud : une reprise économique fragile	EcoConjoncture	16 juin 2022
Europe centrale : renchérissement du coût de financement sur les marchés obligataires	Graphique de la semaine	15 juin 2022
Le coût préoccupant des craintes de récession	EcoWeek	13 juin 2022
Italie : forte baisse du résultat net des banques au premier trimestre 2022	EcoTVWeek	10 juin 2022
Japon : Les filiales à l'étranger, rouage essentiel de l'industrie japonaise	EcoFlash	8 juin 2022
France : aménagement de l'habitat et alimentation en tête des hausses des prix de vente dans le commerce de détail	Graphique de la semaine	8 juin 2022
La narration d'une récession américaine	EcoWeek	7 juin 2022
Continuons de parler de changement climatique	EcoTVWeek	3 juin 2022
Italie : Le ratio des prêts nouvellement non-performants des SNF repart à la hausse	Graphique de la semaine	1er juin 2022
Inflation : déplacement de l'attention et des préoccupations	EcoWeek	30 mai 2022
Émirats Arabes Unis : des perspectives économiques favorables	EcoTVWeek	27 mai 2022
Colombie : comment se comportent les flux de capitaux à l'approche de l'élection présidentielle?	Graphique de la semaine	25 mai 2022
Union européenne : L'incertitude face à la Covid-19 et à la guerre en Ukraine	EcoWeek	23 mai 2022
Chine : nouveau ralentissement économique, nouvelle augmentation des risques de crédit	EcoTVWeek	20 mai 2022
Inflation des prix de l'énergie en zone euro : réactions des gouvernements et implications sur le pouvoir d'achat des ménages	EcoFlash	20 mai 2022
De la nécessité de retraiter le PMI manufacturier pour comprendre le choc sur l'industrie allemande	Graphique de la semaine	18 mai 2022
Zone euro : Inflation et soutenabilité de la dette publique	EcoWeek	16 mai 2022
Zone euro : boucle prix-salaires, un risque faible mais sous surveillance	EcoTVWeek	13 mai 2022
États-Unis : la masse monétaire, en perte de vitesse	Graphique de la semaine	11 mai 2022



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
Responsable – Zone euro - Climat

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Felix Berte
États-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Anthony Morlet-Lavidalie
Allemagne, Europe du Nord

+33 1 53 31 59 14 anthony.morletlavidalie@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, 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

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

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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