

“ LA FED EST PARTAGÉE ENTRE UNE INFLATION TOUJOURS BIEN SUPÉRIEURE À L’OBJECTIF ET LA PERSPECTIVE D’UN RALENTISSEMENT DE L’ACTIVITÉ, DANS LES PROCHAINS MOIS, QUI DEVRAIT DÉCOULER DES AUGMENTATIONS DE TAUX ANTÉRIEURES ET DE CONDITIONS DE CRÉDIT PLUS RESTRICTIVES. ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Quand la Réserve fédérale cessera-t-elle de resserrer sa politique monétaire ? Ce que nous enseignent les précédents cycles

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : l'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.



QUAND LA RÉSERVE FÉDÉRALE CESSERA-T-ELLE DE RESSERRER SA POLITIQUE MONÉTAIRE ? CE QUE NOUS ENSEIGNENT LES PRÉCÉDENTS CYCLES

Lors de sa dernière conférence de presse, le président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell, a estimé que la politique monétaire américaine pourrait être déjà suffisamment restrictive. Certes, les données économiques occuperont une place particulière dans ses décisions à venir mais les autorités monétaires ne se limiteront pas aux derniers chiffres pour autant. Les effets différés des relèvements de taux antérieurs doivent être pris en compte or ils n'apparaîtront dans les données publiées que dans les prochains mois. C'est pourquoi, lors des précédents cycles de resserrement, la Fed a eu tendance à cesser de relever les taux alors même que le rythme des créations d'emploi était encore assez soutenu, et bien avant que le taux de chômage ne reparte significativement à la hausse. Aujourd'hui, elle est partagée entre une inflation qui se maintient bien au-dessus de l'objectif et la perspective d'un ralentissement de l'activité, dans les prochains mois, qui devrait découler des augmentations de taux passées et de conditions de crédit plus restrictives.

« Cependant, le marché du travail est très, très robuste tandis que l'inflation se situe, comme vous le savez, à des niveaux élevés, bien supérieurs à notre objectif »¹. Au vu de la robustesse du rapport sur le marché du travail, publié deux jours plus tard, les commentaires du président de la Fed, J. Powell, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du comité de politique monétaire (FOMC), semblent presque prémonitoires.

Les emplois non agricoles ont augmenté de 253 000 nouveaux postes en avril, contre 180 000 attendus par le consensus, et le taux de chômage a reculé de 3,5% à 3,4%. De plus, l'augmentation du salaire horaire moyen a grimpé à 4,4% après 4,3 % (consensus : 4,2%). Le rendement des bons du Trésor à 2 ans a fait un bond de 10 points de base tandis que celui des bons à 10 ans a augmenté de 5 points de base. Pour autant, les indices boursiers sont restés bien orientés, ce qui reflète la conviction des investisseurs que, compte tenu de la résilience du marché de l'emploi, l'économie n'entrerait pas en récession de sitôt.

La remontée des rendements obligataires a, en partie, corrigé le repli enregistré pendant la conférence de presse de Jerome Powell, quelques jours plus tôt, celui-ci ayant reconnu qu'après le dernier rehaussement des taux, l'orientation de la politique monétaire était peut-être suffisamment restrictive : « je pense – et vous êtes certainement de mon avis – que nous pourrions ne pas être loin du but. Nous y sommes peut-être ». L'analyse du président de la Fed se fonde sur plusieurs éléments : premièrement, la hausse cumulée des taux directeurs (500 points de base), qui a porté les taux réels nettement au-dessus du taux d'intérêt neutre². Deuxièmement, les activités sen-

sibles aux taux d'intérêt ont commencé à réagir à la hausse des taux. Troisièmement, les conditions d'accès au crédit ont été durcies. Enfin, le resserrement quantitatif renforce l'effet de la hausse des taux directeurs.

À terme, les données économiques occuperont une place particulière : comme les responsables de la Fed l'ont souligné à plusieurs reprises par le passé, la politique monétaire est dépendante aux données. Pour autant, les autorités monétaires ne se limiteront pas aux derniers chiffres publiés. Elles doivent aussi tenir compte des effets différés des relèvements de taux antérieurs, étant donné qu'ils n'apparaîtront dans les données publiées qu'au cours des mois suivants. Cela pourrait signifier que, malgré une inflation toujours supérieure à l'objectif et/ou un marché du travail plutôt robuste, la banque centrale pourrait marquer une pause dans sa politique de resserrement monétaire.

Le raisonnement est le suivant : du fait des hausses de taux antérieures, le marché du travail va s'essouffler et la baisse de l'inflation sera suffisante. À cet égard, la série de données enregistrées au moment où le FOMC a cessé de relever les taux, lors des cycles de resserrement précédents, pourrait apporter un éclairage intéressant sur la situation actuelle. Le tableau³ ci-après reprend les données relatives à l'inflation d'après la mesure préférée de la Réserve fédérale : l'évolution de l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages hors alimentation et énergie (indice PCE sous-jacent), le taux de chômage, la création d'emplois⁴, un indice des conditions financières⁵, le taux des licenciements et congédiements et le taux de vacance d'emploi⁶.

¹ Source : Réserve fédérale, Transcription de la conférence de presse du président, Jerome Powell, 3 mai 2023.

² Le taux d'intérêt neutre est le taux d'intérêt réel à court terme auquel la politique monétaire n'est ni restrictive ni expansionniste.

³ L'analyse commence par le cycle de resserrement qui s'est terminé en 1989. Au cours du resserrement opéré sous P. Volcker au début des années 1980, le taux des fonds fédéraux était très volatil ; c'est pourquoi cet épisode n'a pas été pris en compte.

⁴ Une moyenne mobile sur 3 et 12 mois de la variation mensuelle des emplois non agricoles est présentée. La comparaison permet d'évaluer plus en détail la dynamique en termes de créations d'emplois.

⁵ « L'indice des conditions financières de la Fed de Chicago (Indice NFCI) fournit une mise à jour hebdomadaire complète des conditions financières aux États-Unis sur les marchés monétaires, les marchés obligataires et les marchés actions ainsi que sur les systèmes bancaires traditionnels et « parallèles ». Des valeurs positives de l'indice NFCI indiquent que les conditions financières sont plus restrictives que la moyenne, tandis que des valeurs négatives signifient que les conditions financières sont plus souples que la moyenne ». (Source : FRED). Des conditions financières plus restrictives devraient peser sur la croissance économique par divers canaux de transmission.

⁶ Le taux de licenciement et le taux de vacance d'emploi ont été inclus car à mesure que l'économie ralentira, il y aura moins d'emplois vacants et plus de licenciements.

La Réserve fédérale américaine est partagée entre une inflation toujours bien supérieure à l'objectif et la perspective d'un ralentissement de l'activité, dans les prochains mois, qui devrait découler des augmentations de taux antérieures et de conditions de crédit plus restrictives.



En mai 1989, l'inflation avait diminué mais elle dépassait toujours le plus bas de 2,8% atteint au début de 1987. Par ailleurs, le taux de chômage était stable et les créations d'emplois se poursuivaient mais la dynamique s'essouffait, et les conditions financières se durcissaient. En 1995, la Réserve fédérale a réussi à opérer un atterrissage en douceur : le resserrement monétaire a freiné l'inflation sans entraîner une récession. Le taux de chômage avait baissé l'année précédente et s'était par la suite stabilisé, les créations d'emplois étaient robustes, les critères d'octroi de crédit étaient souples et l'inflation basse, ce qui a permis à la Fed d'arrêter de relever les taux directeurs. En mai 2000, l'inflation était inférieure à l'objectif, le marché du travail restait en bonne santé, les conditions financières étaient proches de la neutralité mais les conditions de crédit avaient été significativement durcies. En juin 2006, le taux de chômage était stable mais le rythme des créations d'emplois ralentissait. L'accès au crédit était souple, les conditions financières étaient accommodantes et l'inflation, qui se situait à 2,6%, a dû être jugée suffisamment proche de l'objectif pour ne pas justifier de nouvelles hausses des taux. En décembre 2018, l'inflation était conforme à l'objectif et le taux de chômage était faible. Le taux de vacance d'emploi restait élevé mais le rythme des créations d'emplois marquait le pas. Comme l'inflation se situait au niveau cible, il n'y avait pas lieu de donner de nouveaux tours de vis.

Dans la situation actuelle, le marché du travail reste très vigoureux, comme le montrent le taux de chômage, le taux de vacance d'emploi (en baisse néanmoins par rapport à des niveaux exceptionnellement élevés) ou encore le rythme des créations d'emploi (en baisse également). Les conditions financières restent souples tandis que les critères d'octroi de prêts ont été nettement durcis. Par ailleurs, l'inflation se maintient bien au-dessus de la cible.

L'expérience montre – sur la base d'un nombre limité d'observations –, que chaque cycle de resserrement est différent : des conditions financières strictes et un ralentissement de la croissance de l'emploi en 1989, un sentiment de « mission accomplie » en 1995 (atterrissage en douceur), la crise du crédit en 2000, une nette détérioration du marché du travail (croissance de l'emploi) en 2006 et un ralentissement des créations d'emplois avec une faible inflation en 2018. De plus, la Fed a eu tendance à arrêter de relever les taux même si le rythme des créations d'emplois restait assez robuste et bien avant que le taux de chômage ne reparte significativement à la hausse. Aujourd'hui, le défi est immense compte tenu des données historiques, avec une inflation élevée, des créations d'emplois toujours dynamiques – quoique moins qu'auparavant – et un durcissement considérable des critères d'octroi de prêts. En lisant entre les lignes, c'est ce dernier point, mentionné à plusieurs occasions, qui, associé au resserrement cumulé, explique l'allusion de J. Powell à des conditions suffisamment restrictives. C'est aussi ce que le marché intègre dans les prix.

William De Vijlder

ÉTATS-UNIS : DONNÉES ENREGISTRÉES AU COURS DU MOIS OÙ LE TAUX FINAL DES FONDS FÉDÉRAUX A ÉTÉ ATTEINT

| | Mois au cours duquel le taux final des fonds fédéraux a été atteint | | | | | Dernière observation |
|---|---|--------------|----------|-----------|---------------|----------------------|
| | Mai 1989 | Février 1995 | Mai 2000 | Juin 2006 | Décembre 2018 | |
| Déflateur de la consommation (Core PCE) | 4,4% | 2,3% | 1,7% | 2,6% | 2,1% | 4,6%* |
| Taux de chômage | 5,2% | 5,4% | 4,0% | 4,6% | 3,9% | 3,4%** |
| Emploi non agricole (moyenne mobile sur 3 mois) | 162 | 273 | 329 | 96 | 148 | 222** |
| Emploi non agricole (moyenne mobile sur 12 mois) | 246 | 326 | 275 | 199 | 190 | 333** |
| Conditions financières nationales de la Fed de Chicago | 0,26% | -0,63% | -0,04% | -0,59% | -0,41% | -0,23% |
| Taux de licenciements | N.A. | N.A. | N.A. | 1,3% | 1,2% | 1,2%* |
| Taux d'offres d'emploi | N.A. | N.A. | N.A. | 3,3% | 4,8% | 5,8%* |
| Pourcentage net de banques nationales qui durcissent les critères d'octroi de prêts commerciaux et industriels aux grandes et moyennes entreprises (données trimestrielles) | N.A. | -10,2 | 24,6 | -12,3 | -15,9 | 46,0*** |

TABLEAU 1

*mars 2023 ** avril 2023 ***T2 2023

SOURCES : FRED, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 28-4-23 au 5-5-23

| | | | |
|-----------------------|-------|---------|-----------|
| ▼ CAC 40 | 7 492 | ▶ 7 433 | -0.8 % |
| ▼ S&P 500 | 4 169 | ▶ 4 136 | -0.8 % |
| ↑ Volatilité (VIX) | #N/A | ▶ #N/A | ▶ #N/A pb |
| ▶ Euribor 3m (%) | 3.27 | ▶ 3.28 | +1.5 pb |
| ▶ Libor \$ 3m (%) | 5.30 | ▶ 5.34 | +3.4 pb |
| ▼ OAT 10a (%) | 2.84 | ▶ 2.82 | -2.3 pb |
| ▼ Bund 10a (%) | 2.32 | ▶ 2.30 | -2.6 pb |
| ▶ US Tr. 10a (%) | 3.43 | ▶ 3.44 | +0.7 pb |
| ▼ Euro vs dollar | 1.10 | ▶ 1.10 | -0.3 % |
| ▶ Or (once, \$) | 1 990 | ▶ 2 012 | +1.1 % |
| ▼ Pétrole (Brent, \$) | 79.5 | ▶ 75.4 | -5.2 % |

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

| Taux d'intérêt (%) | +haut 23 | +bas 23 | Rendements (%) | +haut 23 | +bas 23 |
|--------------------|----------|---------------|----------------|----------|---------------|
| € BCE | 3.50 | 2.50 le 02/01 | € Moy. 5-7a | 2.64 | 2.64 le 02/01 |
| Eonia | -0.51 | 0.20 le 02/01 | Bund 2a | 2.72 | 3.36 le 08/03 |
| Euribor 3m | 3.28 | 2.16 le 02/01 | Bund 10a | 2.30 | 2.75 le 02/03 |
| Euribor 12m | 3.77 | 3.30 le 19/01 | OAT 10a | 2.82 | 3.23 le 03/03 |
| \$ FED | 5.25 | 4.50 le 02/01 | Corp. BBB | 4.42 | 4.75 le 03/03 |
| Libor 3m | 5.34 | 4.77 le 02/01 | \$ Treas. 2a | 3.98 | 5.12 le 08/03 |
| Libor 12m | 5.20 | 4.70 le 20/03 | Treas. 10a | 3.44 | 4.06 le 02/03 |
| £ Bque Angl | 4.25 | 3.50 le 02/01 | High Yield | 8.78 | 9.16 le 20/03 |
| Libor 3m | 4.63 | 3.87 le 02/01 | £ Gilt. 2a | 3.77 | 4.33 le 19/04 |
| Libor 12m | 0.81 | 0.81 le 02/01 | Gilt. 10a | 3.78 | 3.86 le 19/04 |

TAUX DE CHANGE

| 1€ = | +haut 23 | +bas 23 | 2023 |
|------|-----------------|-----------------|-------|
| USD | 1.11 le 03/05 | 1.05 le 05/01 | +3.1% |
| GBP | 0.87 le 03/02 | 0.87 le 05/05 | -1.7% |
| CHF | 1.00 le 24/01 | 0.97 le 15/03 | -0.5% |
| JPY | 148.47 le 01/05 | 138.02 le 03/01 | +5.4% |
| AUD | 1.63 le 26/04 | 1.53 le 27/01 | +3.7% |
| CNY | 7.61 le 03/05 | 7.23 le 05/01 | +2.5% |
| BRL | 5.47 le 04/01 | 5.40 le 08/03 | -3.0% |
| RUB | 85.05 le 26/04 | 73.32 le 12/01 | +9.2% |
| INR | 90.45 le 03/05 | 86.58 le 08/03 | +2.0% |

Au 5-5-23 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix spot, \$ | +haut 23 | +bas 23 | 2023 | 2023(€) |
|----------------|----------------|----------------|--------|---------|
| Pétrole, Brent | 88.2 le 23/01 | 72.4 le 03/05 | -11.3% | -14.0% |
| Or (once) | 2 012 le 04/05 | 1 810 le 24/02 | +10.8% | +7.4% |
| Métaux, LME | 3 894 le 26/01 | 3 824 le 15/03 | -2.2% | -5.2% |
| Cuivre (tonne) | 8 560 le 23/01 | 8 236 le 04/01 | +2.3% | -0.8% |
| Blé (tonne) | 241 le 13/02 | 219 le 02/05 | -15.7% | -18.3% |
| Mais (tonne) | 242 le 13/02 | 237 le 27/04 | -7.0% | -9.8% |

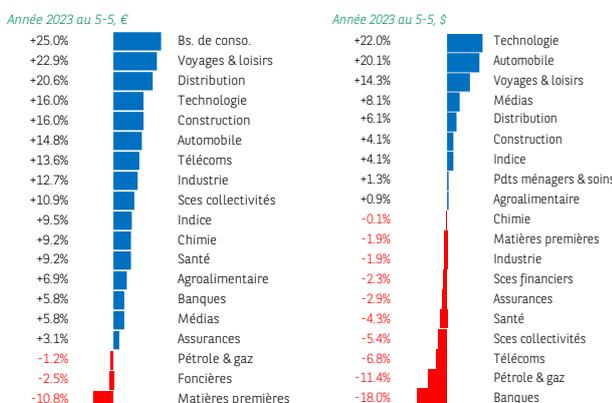
Au 5-5-23 Variations

INDICES ACTIONS

| Cours | +haut 23 | +bas 23 | 2023 |
|-------------------------|-----------------|-----------------|--------|
| Monde | | | |
| MSCI Monde | 2 822 le 02/02 | 2 595 le 05/01 | +8.4% |
| Amérique du Nord | | | |
| S&P500 | 4 136 le 02/02 | 3 808 le 05/01 | +7.7% |
| Europe | | | |
| EuroStoxx50 | 4 340 le 21/04 | 3 856 le 02/01 | +14.4% |
| CAC 40 | 7 433 le 21/04 | 6 595 le 02/01 | +14.8% |
| DAX 30 | 15 961 le 05/05 | 14 069 le 02/01 | +14.6% |
| IBEX 35 | 9 147 le 06/03 | 8 370 le 02/01 | +11.2% |
| FTSE100 | 7 778 le 20/02 | 7 335 le 17/03 | +4.4% |
| Asie Pacifique | | | |
| MSCI, loc. | 1 141 le 01/05 | 1 065 le 04/01 | +6.8% |
| Nikkei | 29 158 le 02/05 | 25 717 le 04/01 | +11.7% |
| Emergents | | | |
| MSCI Emergents (\$) | 982 le 26/01 | 941 le 16/03 | +2.6% |
| Chine | 64 le 27/01 | 62 le 20/03 | +0.4% |
| Inde | 755 le 18/01 | 703 le 16/03 | -3.1% |
| Brésil | 1 437 le 25/01 | 1 296 le 23/03 | -7.3% |

Au 5-5-23 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

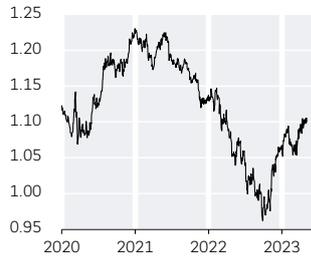


SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

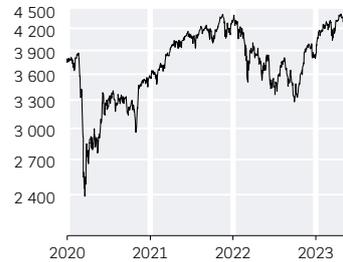


REVUE DES MARCHÉS

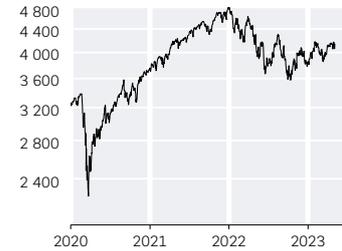
EURO-DOLLAR



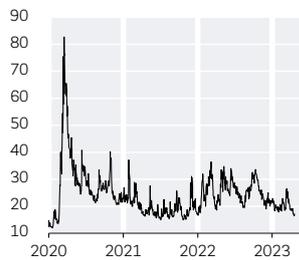
EUROSTOXX50



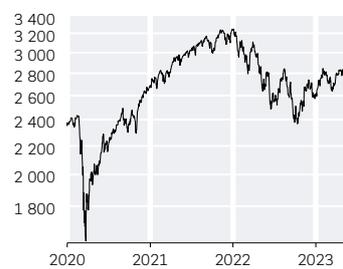
S&P500



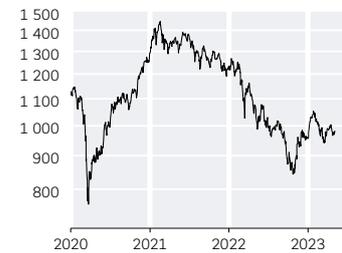
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



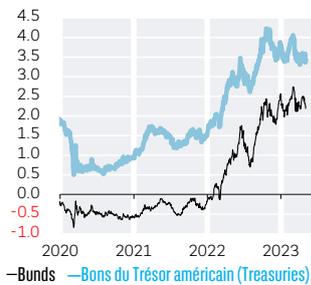
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



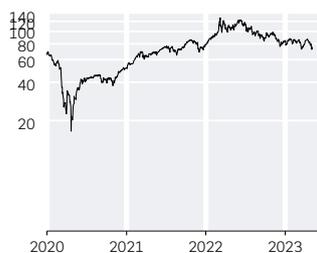
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

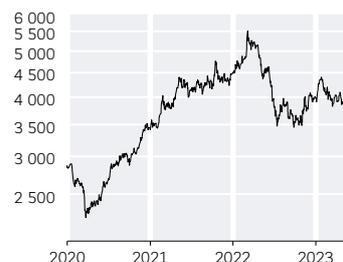
Année 2023 au 5-5

| | | |
|-------|-----------|--------|
| 5.10% | Grèce | 280 pb |
| 4.13% | Italie | 183 pb |
| 3.38% | Espagne | 108 pb |
| 3.03% | Portugal | 73 pb |
| 2.98% | Belgique | 68 pb |
| 2.95% | Autriche | 65 pb |
| 2.89% | Finlande | 59 pb |
| 2.82% | France | 52 pb |
| 2.73% | Irlande | 43 pb |
| 2.66% | P-Bas | 36 pb |
| 2.30% | Allemagne | |

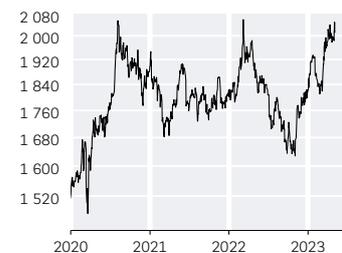
PÉTROLE (BRENT, USD)



METAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



ZONE EURO : LE RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE PROVOQUE UNE BAISSSE HISTORIQUE DE LA DEMANDE DE PRÊTS BANCAIRES

Déjà perceptibles au quatrième trimestre 2022, les effets du resserrement de la politique monétaire sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro se sont très sensiblement intensifiés au premier trimestre 2023.

L'impulsion du crédit au secteur privé est négative depuis février 2023, pour la première fois depuis 2014, abstraction faite de 2021 (contrecoup des mesures de soutien et des prêts Covid). L'impulsion du crédit aux sociétés non financières, quoiqu'en forte baisse, reste pour l'heure positive tandis que l'impulsion du crédit au ménages, négative depuis novembre 2022, décroît encore.

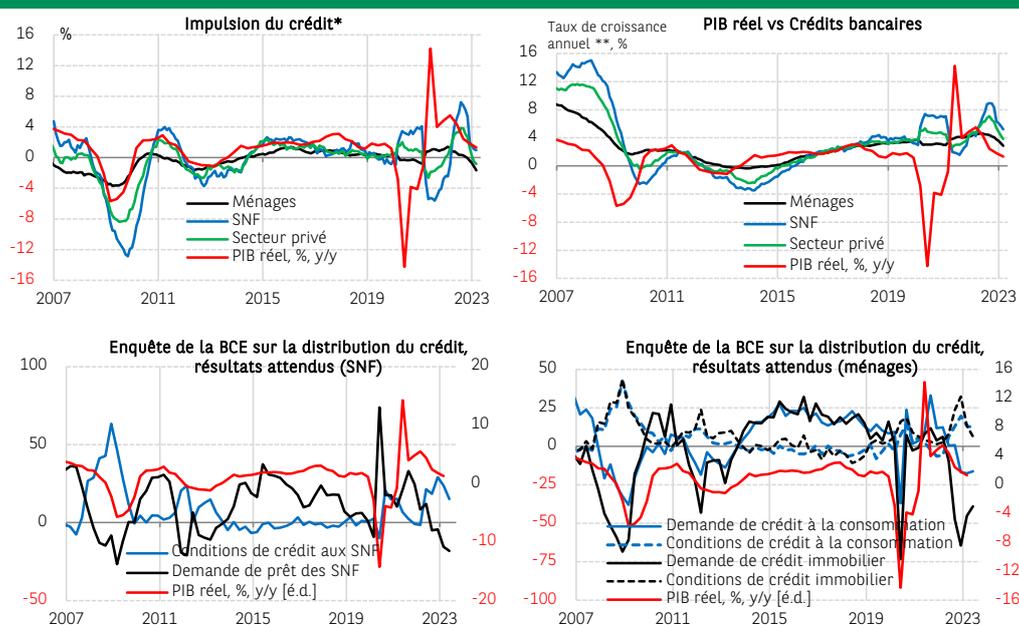
La variation en glissement annuel de l'encours des prêts au secteur privé a quasiment diminué de moitié entre septembre 2022 (+7,1%) et mars 2023 (+3,8%). Partant d'un rythme beaucoup plus soutenu (+8,9%), les prêts aux sociétés non financières conservaient un rythme de croissance (+5,2% en mars) supérieur à celui des prêts aux ménages (+2,9% en mars contre +4,6% en mai 2022, point récent le plus élevé). Ces évolutions devraient contribuer à la résorption de l'inflation dès l'été 2023 (+7,0% en avril), au prix d'un freinage appuyé de l'activité au cours des prochains mois (croissance du PIB attendue de +0,6% en 2023 après +3,5% en 2022). Les banques interrogées entre le 22 mars et le 6 avril 2023 font état d'un durcissement particulièrement prononcé des critères d'octroi des prêts aux entreprises au premier trimestre 2023, inédit depuis la crise des dettes souveraines en 2011. Les principaux facteurs avancés sont les perspectives économiques et la situation individuelle des entreprises. Les banques ont également indiqué un resserrement substantiel des critères d'octroi des prêts à l'habitat, justifié par la hausse du risque perçu. Le crédit à la consommation se singularise par un durcissement plus modéré.

La hausse brutale des coûts de financement provoquée par le resserrement de la politique monétaire et la baisse des dépenses d'investissement ont entraîné le plus fort recul de la demande de financement des entreprises enregistré depuis la crise de 2008, repli bien supérieur aux anticipations du quatrième trimestre 2022. La demande de prêts à l'habitat a pâti de la faiblesse de la confiance des ménages et, surtout, de la hausse des taux d'emprunt. Sa contraction fut voisine de celle constatée au quatrième trimestre 2022 qui était déjà la plus marquée depuis le commencement de l'enquête (2003). En comparaison, la baisse de la demande de prêts à la consommation apparaît limitée.

Pour le deuxième trimestre 2023, les banques envisagent une poursuite du resserrement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et à l'habitat, à des rythmes toutefois plus modérés qu'au premier trimestre alors que nous entrevoyons la fin du resserrement de la politique monétaire durant l'été. Les prêts à la consommation devraient, quant à eux, voir leurs critères se durcir au même rythme – plutôt contenu – qu'au premier trimestre. Dans le même temps, les banques anticipent des baisses moins prononcées de la demande, tant de la part des entreprises que de celle des ménages.

Laurent Quignon

IMPULSION DU CRÉDIT DANS LA ZONE EURO



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

SOURCES : BCE, ÉTUDE DE LA BCE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT, CALCULS BNP PARIBAS



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a poursuivi sa croissance au T4, bien que sur un rythme un peu plus modéré qu'au T3, notamment soutenue par la consommation des ménages et la croissance des stocks, deux déterminants fragiles, suggérant que le ralentissement devrait se poursuivre. Ce ralentissement reste toutefois progressif comme en atteste le lent dégonflement du marché du travail, avec des créations d'emplois qui demeurent élevées, un taux de chômage bas et une croissance des salaires dynamique. L'inflation semble avoir atteint son pic mi-2022, mais la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente de telle sorte que l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. De ce point de vue, la Réserve fédérale n'en a probablement pas encore tout à fait terminé avec la remontée de ses taux directeurs. Le resserrement monétaire engagé devrait entraîner l'économie américaine en récession au second semestre 2023 et limiter la reprise attendue en 2024.

CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique va se renforcer en 2023. L'abandon de la politique zéro Covid a entraîné un rebond de la demande privée et du secteur des services depuis fin janvier, et la consommation des ménages continuera de bénéficier d'effets de rattrapage importants à court terme. Cependant, alors que les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par l'affaiblissement de la demande mondiale, des freins continueront de peser sur l'activité tirée par le marché intérieur. De fait, le redressement du marché du travail reste incertain, l'amélioration dans les secteurs immobilier et de la construction sera probablement limitée, et la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public. Les autorités prévoient un soutien modéré à la croissance des politiques budgétaire et monétaire. L'inflation des prix à la consommation, qui s'est établie à 2% en moyenne en 2022, ne devrait accélérer que légèrement cette année.

ZONE EURO

La croissance économique en zone euro a été nulle au T4 2022, mais meilleure qu'attendu sur l'ensemble de 2022, à 3,5%. Elle a continué de surprendre favorablement sur les premiers mois de 2023 au regard de l'amélioration des données d'enquêtes (climat des affaires et, dans une moindre mesure, confiance des consommateurs). Mais la conjonction du choc inflationniste, de la crise énergétique et du resserrement monétaire à marche forcée et la montée en puissance de leurs effets négatifs fragiliseront l'activité en 2023. La croissance du PIB réel serait faiblement positive en 2023 et 2024, respectivement à 0,8% et 0,5%. Bien qu'attendue en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance du PIB s'est modérée au 2^e semestre 2022 (+0,2% au T3 et +0,1% au T4 t/t) après +0,5% t/t au 2^e trimestre. Elle est restée soutenue par l'investissement des entreprises et par leur comportement de restockage. *A contrario*, la consommation et l'investissement des ménages se sont tous deux nettement contractés au T4 (-1,2% et -0,9% t/t respectivement). Le niveau toujours élevé de l'inflation début 2023 (avec un nouveau pic en février à 7,3% a/a en indice harmonisé) et la remontée des taux d'intérêt devraient continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,5% en 2023, après 2,6% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la Réserve fédérale devrait poursuivre sa politique de resserrement monétaire mais le point d'arrivée du taux des fonds fédéraux semble s'être rapproché compte tenu du durcissement des conditions monétaires et financières et d'accès au crédit. Nos prévisions le situent désormais plus tôt et 50 points de base plus bas, à 5,25% (limite supérieure de la fourchette cible) en mai 2023. Compte tenu de la baisse lente attendue de l'inflation, et malgré l'entrée en récession de l'économie américaine, ce niveau devrait être maintenu tout au long de 2023 et n'être suivi de baisses de taux qu'en 2024. Le marché obligataire a globalement pris la mesure des hausses de taux à venir. Si un potentiel à la hausse subsiste à court terme au regard du biais de la Fed, même un peu moins affirmé, à poursuivre son cycle, les rendements devraient ensuite baisser avec pour toile de fond un recul progressif de l'inflation et une perspective de desserrement du taux officiel en 2024.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE devrait également poursuivre le relèvement de ses taux directeurs. Si pour la Fed, la hausse attendue en mai serait la dernière, pour la BCE, le relèvement anticipé en mai serait encore suivi de deux autres, portant le taux final à 3,75 % au T3 pour le taux de dépôt. À court terme, les rendements des obligations d'État

pourraient repartir à la hausse en cas de poursuite du resserrement monétaire. Mais par la suite, les taux devraient baisser, dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation. Le repli des rendements aux États-Unis devrait également jouer un rôle dans la baisse des rendements de la zone euro.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse de ses taux directeurs.

Nous anticipons un léger repli du dollar face à l'euro. Le billet vert est surévalué, les positions sont très longues sur le marché et le différentiel de taux d'intérêt à long terme devrait se resserrer. Le yen devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

INFLATION* ET PIB**

| % | Croissance du PIB** | | | | Inflation* | | | |
|-------------|---------------------|------|--------|--------|------------|------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023 e | 2024 e | 2021 | 2022 | 2023 e | 2024 e |
| États-Unis | 5,9 | 2,1 | 1,4 | -0,1 | 4,7 | 8,0 | 4,4 | 2,6 |
| Japon | 2,2 | 1,0 | 1,2 | 0,8 | -0,2 | 2,5 | 3,3 | 1,7 |
| Royaume-Uni | 7,6 | 4,1 | 0,3 | 1,0 | 2,6 | 9,1 | 6,6 | 2,0 |
| Zone euro | 5,3 | 3,5 | 0,6 | 0,5 | 2,6 | 8,4 | 5,4 | 2,6 |
| Allemagne | 2,6 | 1,9 | 0,0 | 0,5 | 3,2 | 8,7 | 5,8 | 2,6 |
| France | 6,8 | 2,6 | 0,5 | 0,6 | 2,1 | 5,9 | 6,1 | 3,0 |
| Italie | 7,0 | 3,8 | 0,9 | 0,6 | 1,9 | 8,7 | 6,1 | 2,2 |
| Espagne | 5,5 | 5,5 | 1,8 | 0,8 | 3,0 | 8,3 | 3,2 | 2,2 |
| Chine | 8,4 | 3,0 | 5,6 | 5,3 | 0,9 | 2,0 | 2,7 | 2,5 |
| Inde*** | 8,7 | 7,0 | 5,7 | 6,0 | 5,5 | 6,7 | 5,4 | 4,5 |
| Brésil | 5,0 | 2,9 | 1,5 | 0,5 | 8,3 | 9,3 | 5,5 | 5,5 |

* MIS À JOUR LE 28 AVRIL 2023 : INFLATION JAPON; LE 20 AVRIL 2023 : INFLATION ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE ET ROYAUME-UNI; LE 31 MARS 2023 : CROISSANCE ET INFLATION DES ÉTATS-UNIS
 ** MIS À JOUR LE 4 MAI 2023 : CROISSANCE ROYAUME-UNI; LE 28 AVRIL 2023 : CROISSANCE ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE ET ESPAGNE
 *** ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

| Fin de période | | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|----------------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| E-Unis | Fed Funds (borne supérieure)* | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 3,50 |
| | Treas. 10a ** | 3,75 | 3,50 | 3,40 | 3,25 |
| Zone euro | Taux de dépôt * | 3,50 | 3,75 | 3,75 | 2,75 |
| | Bund 10a ** | 2,60 | 2,45 | 2,20 | 2,00 |
| | OAT 10a | 3,15 | 3,00 | 2,72 | 2,50 |
| | BTP 10 ans | 4,60 | 4,70 | 4,45 | 3,80 |
| Royaume-Uni | BONO 10 ans | 3,60 | 3,55 | 3,30 | 2,90 |
| | Taux BoE* | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 3,50 |
| | Gilt 10a ** | 3,75 | 3,50 | 3,35 | 2,80 |
| Japon | Taux BoJ | -0,10 | -0,10 | -0,10 | 0,10 |
| | JGB 10a ** | 0,45 | 0,60 | 0,65 | 0,80 |

Taux de change

| Fin de période | | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|----------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| USD | EUR / USD | 1,10 | 1,12 | 1,14 | 1,18 |
| | USD / JPY | 133 | 130 | 127 | 121 |
| | GBP / USD | 1,24 | 1,26 | 1,28 | 1,33 |
| EUR | EUR / GBP | 0,89 | 0,89 | 0,89 | 0,89 |
| | EUR / JPY | 146 | 146 | 145 | 143 |

Pétrole

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

* MISE À JOUR : TAUX DE DÉPÔT LE 27 AVRIL 2023, FED FUNDS LE 31 MARS 2023, TAUX BOE LE 20 AVRIL 2023
 ** MISE À JOUR : BUND 10 ANS LE 3 MAI 2023, GILT 10 ANS LE 20 AVRIL 2023, JGB 10 ANS LE 28 MARS 2023, TREASURY À 10 ANS : 12 AVRIL 2023

SOURCES : BNP PARIBAS (MARKET ECONOMICS, INTEREST RATE STRATEGY, FX STRATEG, COMMODITIES DESK STRATEGY)



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

| | | |
|--|--|---------------|
| Croissance française : focus sur les matériels de transport, l'alimentation et le bâtiment | EcoTVWeek | 5 mai 2023 |
| Baromètre de l'inflation de mai 2023 | EcoChart | 4 mai 2023 |
| Kenya : fortes pressions sur la solvabilité extérieure | Graphique de la Semaine | 3 mai 2023 |
| La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (2e partie) : la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire | EcoWeek | 2 mai 2023 |
| Pricing power : le retour, et bientôt la fin ? | EcoTVWeek | 28 avril 2023 |
| États-Unis : la masse monétaire flanche | Graphique de la Semaine | 26 avril 2023 |
| La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (1ère partie) | EcoWeek | 24 avril 2023 |
| OCDE : Baromètre d'avril 2023 | EcoPulse | 21 avril 2023 |
| De l'impact du découplage Chine-US sur les pays émergents | EcoTVWeek | 21 avril 2023 |
| Émissions de CO2 : qui fait la tendance ? | Graphique de la Semaine | 19 avril 2023 |
| Les divers facteurs à l'origine de la vigueur retrouvée de l'euro face au dollar US | EcoWeek | 17 avril 2023 |
| Élections au Nigéria : une courte victoire pour des défis immenses | EcoTVWeek | 14 avril 2023 |
| Augmentation des défaillances d'entreprises en Europe : faut-il s'en inquiéter ? | EcoFlash | 13 avril 2023 |
| États-Unis et Chine : le spectre du découplage structurel | EcoEmerging | 13 avril 2023 |
| Prix immobiliers en Europe : vers un retournement plus marqué? | Graphique de la Semaine | 12 avril 2023 |
| Le lent dégonflement du marché du travail américain | EcoWeek | 10 avril 2023 |
| Il faut du temps pour stopper un train en marche. La politique monétaire et le secteur des services. | EcoTVWeek | 7 avril 2023 |
| Baromètre de l'inflation - Avril 2023 | EcoChart | 6 avril 2023 |
| Brésil : la structure des échanges commerciaux avec la Chine menacent les promesses de réindustrialisation | Graphique de la Semaine | 5 avril 2023 |
| Édition de mars 2023 | Le Petit Atlas de l'Économie Française | 5 avril 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

ECOFFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

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

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung 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 Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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

ET

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

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - 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