

“

APRÈS UNE DÉPRÉCIATION  
SIGNIFICATIVE FACE AU DOLLAR  
US L'ANNÉE DERNIÈRE, L'EURO A  
REPRIS DE LA VIGUEUR.

”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

Les divers facteurs à l'origine de la vigueur retrouvée de l'euro face au dollar US

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques du commerce international

---

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

10

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## LES DIVERS FACTEURS À L'ORIGINE DE LA VIGUEUR RETROUVÉE DE L'EURO FACE AU DOLLAR US

Après une dépréciation significative face au dollar US l'année dernière, l'euro a repris de la vigueur. Les principaux facteurs de cette embellie sont le retournement de la balance des opérations courantes qui, après avoir enregistré un solde négatif l'année dernière, affiche de nouveau un excédent, et, depuis l'automne 2022, la diminution du différentiel de taux d'intérêt à un an avec les États-Unis. Celle-ci reflète l'idée selon laquelle la Réserve fédérale s'approche de la fin du cycle de resserrement tandis que la BCE a encore du chemin à faire en matière de taux. Ce facteur devrait rester déterminant pour le taux de change dans les prochains mois. De plus, la Réserve fédérale abaissera très probablement les taux avant la BCE. Les investisseurs internationaux, qui détiennent d'importantes positions en dollars non couvertes, pourraient être contraints, en cas de nouvelle dépréciation du billet vert, d'alléger leur exposition en vendant leurs actifs en dollars, ce qui exercerait des pressions supplémentaires sur la devise américaine. Enfin, l'euro se situe toujours bien en deçà de sa juste valeur de long terme face au dollar.

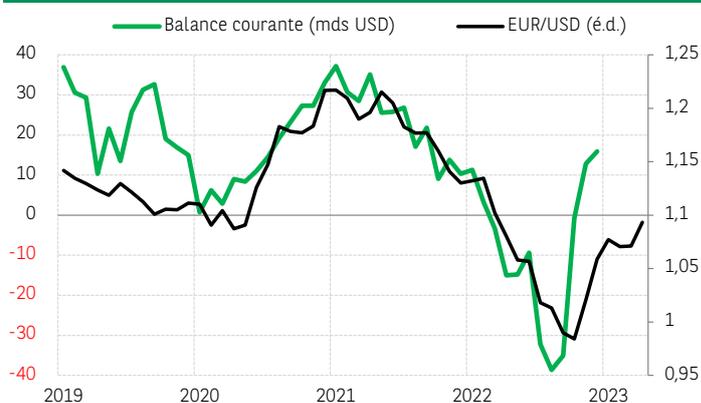
Bien des choses peuvent changer en quelques mois. En 2022, la forte dépréciation de l'euro faisait les gros titres, notamment en août, lorsque la monnaie unique a plongé sous la parité face au dollar. Depuis début novembre dernier, l'euro s'est significativement apprécié, franchissant récemment le seuil de 1,10 dollar. Le repli de l'année dernière, en grande partie dû aux divergences de politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro<sup>1</sup>, a été un sujet de préoccupation pour les pouvoirs publics.

Dans le compte rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs, en juillet dernier, on pouvait lire en effet que « les membres du Conseil ont largement fait remarquer que la dépréciation de l'euro constitue un changement important dans l'environnement extérieur et implique des tensions inflationnistes plus fortes pour la zone euro, en particulier par le biais d'une hausse des coûts des importations d'énergie facturées en dollars ». De plus, « les améliorations de la compétitivité et le soutien à la croissance, qui sont normalement associés à une dépréciation de la monnaie, sont entravés par les contraintes d'offre et les restrictions logistiques constatées à l'échelle mondiale »<sup>2</sup>.

L'appréciation récente devrait, par son impact sur les prix à l'importation, aider la BCE dans sa lutte contre l'inflation. Une simulation montre qu'une appréciation de 10 % du taux de change effectif de l'euro devrait, au bout d'un an, se traduire par une baisse de l'inflation de 0,7 point de pourcentage<sup>3</sup>.

Plusieurs facteurs expliquent la force retrouvée de l'euro. Le premier est la balance des opérations courantes, qui, comme le montre le graphique 1, est étroitement corrélée depuis 2020 au taux de change de l'euro face au dollar. Après avoir enregistré un solde négatif au printemps dernier – sous l'effet principalement du passage d'un excédent à un déficit en biens, en grande partie dû à la flambée des prix des importations d'énergie –, la balance courante est redevenue excédentaire<sup>4</sup>. Un déficit des paiements courants doit être financé par

### ZONE EURO : BALANCE COURANTE ET EUR/USD



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, REFINITIV, BNP PARIBAS

des afflux de capitaux nets et des taux d'intérêt plus élevés et/ou une monnaie plus faible sont de nature à inciter les investisseurs étrangers à renforcer leurs investissements dans la zone euro. De même, un excédent des paiements courants devrait soutenir la monnaie et/ou exercer des pressions à la baisse sur les rendements obligataires.

Le deuxième facteur est le différentiel de taux d'intérêt à long terme entre les États-Unis et la zone euro. Selon une opinion très répandue, lorsque les rendements obligataires augmentent dans le pays A par rapport au pays B, les capitaux internationaux délaissent ce dernier au profit du premier, entraînant une appréciation de la monnaie du pays A par rapport à celle du pays B.

<sup>1</sup> « Environ la moitié de la dépréciation de 10 % de l'euro vis-à-vis du dollar depuis le début de l'année peut être attribuée aux divergences des politiques monétaires ». Source : Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, telle que citée dans le compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qui s'est tenue les 20 et 21 juillet 2022, BCE, 25 août 2022.

<sup>2</sup> Source : Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qui s'est tenue les 20 et 21 juillet 2022, BCE, 25 août 2022.

<sup>3</sup> Simulation basée sur le modèle GEM (Global Economic Model) d'Oxford Economics. Depuis son point bas d'août 2022, le taux de change effectif nominal de l'euro a grimpé de 9%.

<sup>4</sup> La détérioration est due aux échanges de biens, qui sont passés d'un excédent à un déficit, et à la baisse de l'excédent dans les services. La récente amélioration s'explique par les biens – qui enregistrent de nouveau un excédent – et les services, dont l'excédent a augmenté.

Le regain de vigueur récent de l'euro face au dollar a été principalement dû à la forte probabilité que la Réserve fédérale cesse de relever les taux avant la BCE et soit plus prompte à les baisser.



La réalité est, néanmoins, plus complexe. Du fait des préférences des investisseurs et des différences en termes de risque, un différentiel de rendement obligataire peut ne pas entraîner de variations du taux de change<sup>5</sup>. Comme l'illustre le graphique 2, la corrélation a parfois été positive entre le taux de change de l'euro par rapport au dollar et la différence de rendement entre le *Bund* à 10 ans et les *Treasuries* à 10 ans. Autrement dit, le dollar s'est dans ces cas apprécié avec la hausse des rendements américains par rapport aux rendements allemands.

Cependant, sur l'ensemble de la période couverte par le graphique, la corrélation est très faible<sup>6</sup>. Entre le printemps 2021 et la fin 2022, le différentiel de rendement obligataire a oscillé dans une fourchette étroite alors que l'euro s'est très significativement déprécié face au dollar. On peut donc en conclure que d'autres facteurs ont également joué un rôle.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, la détérioration de la balance des opérations courantes, mais aussi la divergence en matière de perspectives de politique monétaire y ont également contribué. Celle-ci peut se mesurer par l'évolution du taux d'intérêt à un an qui reflète, dans une large mesure, les anticipations de décisions futures de la banque centrale. Le graphique 3 indique une forte corrélation depuis la fin de 2021 entre le différentiel de taux d'intérêt à un an et l'évolution de l'euro face au dollar.

La perspective d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire de la Réserve fédérale – se traduisant par une remontée du rendement des emprunts d'État américains à 1 an par rapport à leurs homologues allemands – s'est très vite accompagnée d'une hausse significative du dollar. Depuis l'automne dernier, le différentiel de taux d'intérêt a diminué, reflétant l'idée selon laquelle la Réserve fédérale s'approche de la fin du cycle de resserrement tandis que la BCE a encore du chemin à faire en matière de taux. C'est ce qui a conforté l'euro. Selon notre analyse, ce facteur restera déterminant pour le taux de change dans les prochains mois, car il est fort probable que la Réserve fédérale cesse de relever les taux avant la BCE. De plus, compte tenu des deux objectifs de la banque centrale américaine – stabilité des prix et plein emploi – il est également très probable qu'elle baisse les taux avant la BCE<sup>7</sup>.

Du fait de ces deux facteurs, le différentiel de taux d'intérêt à un an pourrait se réduire encore, ce qui devrait soutenir l'euro. Deux autres facteurs pourraient aller dans le même sens. Les investisseurs internationaux, qui détiennent d'importantes positions en dollars non couvertes, pourraient être contraints, en cas de nouvelle dépréciation du billet vert, d'alléger leur exposition à cette monnaie en vendant leurs actifs en dollars, ce qui exercerait des pressions supplémentaires sur la devise américaine. De plus, l'euro se maintient bien en deçà de sa juste valeur à long terme par rapport au dollar – elle dépasserait 1,30 dollar d'après nos estimations –, ce qui pourrait agir comme un catalyseur, surtout si les conditions cycliques – les perspectives de politique monétaire – vont dans le même sens. Notre objectif de taux de change est à 1,14 à fin décembre, puis à 1,18 courant 2024.

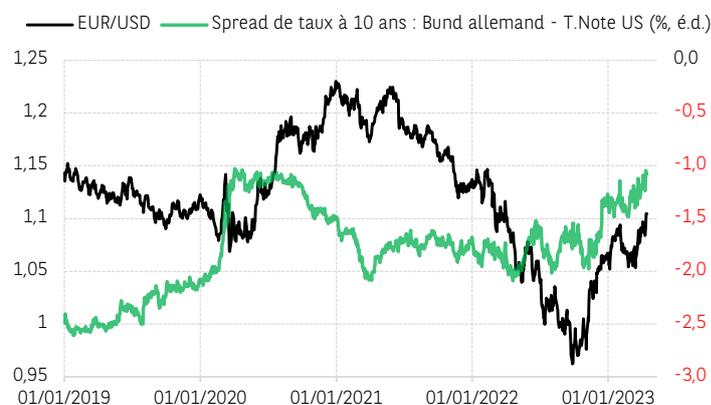
William De Vijlder

<sup>5</sup> Lorsque le profil de risque d'un pays se dégrade, une augmentation des rendements obligataires est nécessaire pour ralentir les sorties de capitaux. Dans ce cas, le creusement du différentiel de rendement obligataire est associé à un fléchissement de la monnaie.

<sup>6</sup> Sur la base des données quotidiennes, il existe, depuis 2019, une corrélation positive de 5 % entre le niveau de l'euro en dollars et le différentiel de taux d'intérêt à 10 ans. Si on utilise, à la place, le différentiel de taux d'intérêt à 1 an (2-ans), on obtient une corrélation de 66 % (62 %).

<sup>7</sup> Le consensus établi par Bloomberg table sur un pic des taux directeurs aux États-Unis et dans la zone euro au troisième trimestre de cette année et sur une baisse des taux outre-Atlantique au second semestre tandis que d'autres baisses devraient suivre l'année prochaine. Dans la zone euro, les taux ne devraient commencer à diminuer qu'au deuxième trimestre 2024.

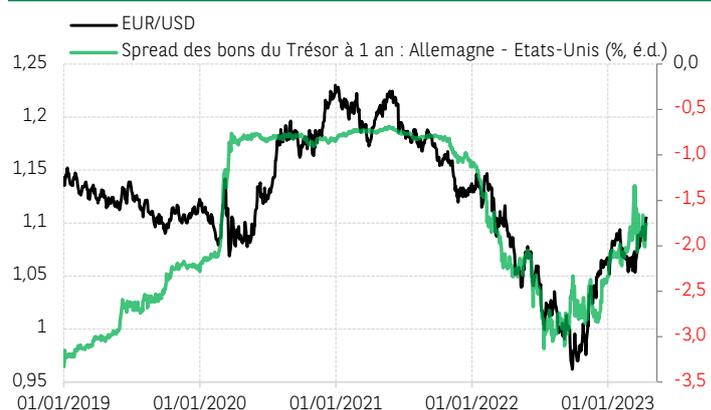
### EUR/USD ET SPREAD DE TAUX À 10 ANS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

### EUR/USD ET SPREAD DE TAUX À 1 AN



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 7-4-23 au 14-4-23

📈 CAC 40	7 325	▶	7 325	+0.0 %
📈 S&P 500	4 105	▶	4 105	+0.0 %
📈 Volatilité (VIX)	18.4	▶	18.4	+0.0 pb
📈 Euribor 3m (%)	3.08	▶	3.08	+0.0 pb
📈 Libor \$ 3m (%)	5.20	▶	5.20	+0.0 pb
📈 OAT 10a (%)	2.69	▶	2.69	+0.0 pb
📈 Bund 10a (%)	2.19	▶	2.19	+0.0 pb
📈 US Tr. 10a (%)	3.40	▶	3.40	+0.0 pb
📈 Euro vs dollar	1.09	▶	1.09	+0.0 %
📈 Or (once, \$)	2 008	▶	2 008	+0.0 %
📈 Pétrole (Brent, \$)	85.2	▶	85.2	+0.0 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 23	+bas 23	Rendements (%)		+haut 23	+bas 23
€ BCE	3.50	3.50 le 22/03	2.50 le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le 02/01	2.64 le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 02/01	-0.51 le 02/01	Bund 2a	2.62	3.36 le 08/03	2.39 le 20/03
Euribor 3m	3.08	3.08 le 06/04	2.16 le 02/01	Bund 10a	2.19	2.75 le 02/03	1.98 le 18/01
Euribor 12m	3.58	3.98 le 09/03	3.30 le 19/01	OAT 10a	2.69	3.23 le 03/03	2.42 le 18/01
\$ FED	5.00	5.00 le 23/03	4.50 le 02/01	Corp. BBB	4.35	4.75 le 03/03	3.95 le 02/02
Libor 3m	5.20	5.22 le 03/04	4.77 le 02/01	\$ Treas. 2a	4.12	5.12 le 08/03	3.86 le 24/03
Libor 12m	5.13	5.88 le 08/03	4.70 le 20/03	Treas. 10a	3.40	4.06 le 02/03	3.30 le 06/04
£ Bque Angl	4.25	4.25 le 23/03	3.50 le 02/01	High Yield	8.72	9.16 le 20/03	7.94 le 02/02
Libor 3m	4.44	4.44 le 05/04	3.87 le 02/01	£ Gilt. 2a	3.88	4.10 le 09/03	3.15 le 02/02
Libor 12m	0.81	0.81 le 02/01	0.81 le 02/01	Gilt. 10a	3.43	3.78 le 02/03	3.00 le 02/02

Au 14-4-23

Au 14-4-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23	+bas 23	2023
USD	1.09	1.10 le 04/04	1.05 le 05/01	+2.4%
GBP	0.88	0.90 le 03/02	0.87 le 19/01	-1.0%
CHF	0.99	1.00 le 24/01	0.97 le 15/03	+0.0%
JPY	143.96	145.27 le 01/03	138.02 le 03/01	+2.2%
AUD	1.64	1.64 le 06/04	1.53 le 27/01	+4.1%
CNY	7.52	7.55 le 04/04	7.23 le 05/01	+1.3%
BRL	5.53	5.79 le 04/01	5.40 le 08/03	-1.9%
RUB	88.73	88.73 le 06/04	73.32 le 12/01	+13.9%
INR	89.46	90.31 le 04/04	86.58 le 08/03	+1.3%

Au 14-4-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	85.2	88.2 le 23/01	72.6 le 17/03	+0.3%	-2.0%
Or (once)	2 008	2 022 le 04/04	1 810 le 24/02	+10.6%	+8.1%
Métaux, LME	3 917	4 404 le 26/01	3 824 le 15/03	-1.7%	-3.9%
Cuivre (tonne)	8 807	9 331 le 23/01	8 236 le 04/01	+5.3%	+2.9%
Blé (tonne)	247	2.9 le 13/02	241 le 09/03	-13.5%	-15.5%
Maïs (tonne)	251	2.7 le 13/02	239 le 09/03	-3.5%	-5.7%

Au 14-4-23

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 790	2 848 le 02/02	2 595 le 05/01	+7.2%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 105	4 180 le 02/02	3 808 le 05/01	+6.9%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 309	4 315 le 04/04	3 856 le 02/01	+13.6%
CAC 40	7 325	7 373 le 06/03	6 595 le 02/01	+13.1%
DAX 30	15 598	15 654 le 06/03	14 069 le 02/01	+12.0%
IBEX 35	9 312	9 511 le 06/03	8 370 le 02/01	+13.2%
FTSE100	7 742	8 014 le 20/02	7 335 le 17/03	+3.9%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 105	1 143 le 09/03	1 065 le 04/01	+3.4%
Nikkei	27 518	28 623 le 09/03	25 717 le 04/01	+5.5%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	987	1 052 le 26/01	941 le 16/03	+3.2%
Chine	66	75 le 27/01	62 le 20/03	+3.9%
Inde	731	786 le 18/01	703 le 16/03	-6.2%
Brésil	1 385	1 574 le 25/01	1 296 le 23/03	-9.1%

Au 14-4-23

Variations

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

	Année 2023 au 14-4, €	Année 2023 au 14-4, \$
Voyages & loisirs	+20.2%	+29.6%
Bs. de conso.	+18.8%	+20.9%
Distribution	+17.7%	+9.3%
Technologie	+16.6%	+9.0%
Télécoms	+14.4%	+5.4%
Automobile	+11.0%	+5.1%
Médias	+10.2%	+4.2%
Construction	+9.7%	+1.3%
Sces collectivités	+8.6%	+0.2%
Industrie	+8.0%	+0.1%
Indice	+7.0%	-1.9%
Chimie	+6.3%	-2.0%
Santé	+5.7%	-2.1%
Banques	+5.2%	-3.3%
Agroalimentaire	+3.2%	-3.5%
Assurances	+1.2%	-3.6%
Pétrole & gaz	-4.7%	-4.1%
Foncières	-8.2%	-5.3%
Matières premières		-16.8%

SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

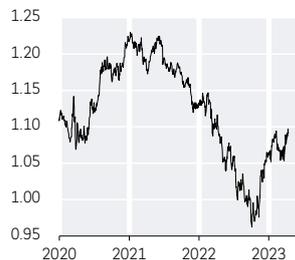


BNP PARIBAS

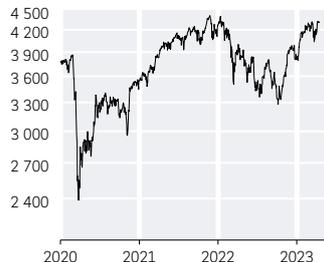
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

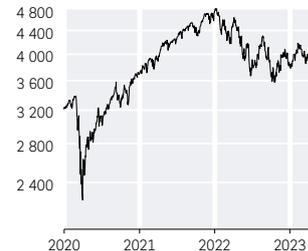
**EURO-DOLLAR**



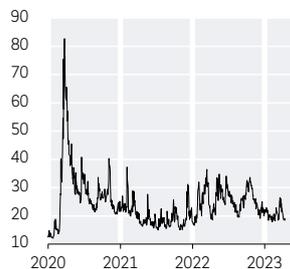
**EUROSTOXX50**



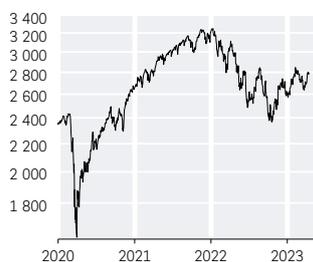
**S&P500**



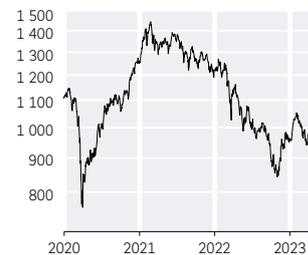
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



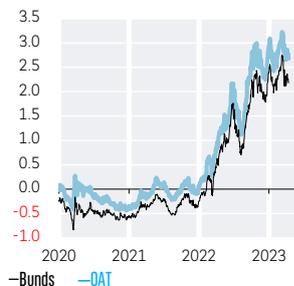
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

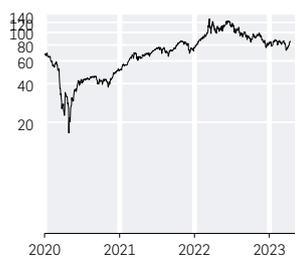


**RENDMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

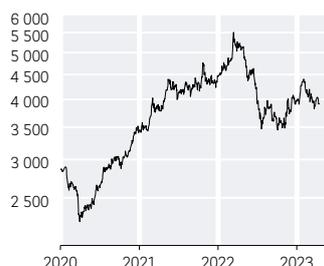
Année 2023 au 14-4

4.51%	Grèce	232 pb
3.96%	Italie	177 pb
3.24%	Espagne	105 pb
2.96%	Portugal	77 pb
2.85%	Autriche	66 pb
2.81%	Belgique	62 pb
2.76%	Finlande	57 pb
2.69%	France	50 pb
2.62%	Irlande	43 pb
2.54%	P-Bas	35 pb
2.19%	Allemagne	

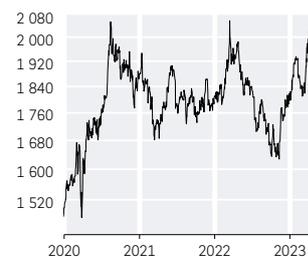
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

## COMMERCE INTERNATIONAL : L'OMC RÉVISE SES PRÉVISIONS À LA HAUSSE

Le 5 avril dernier, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a dévoilé ses nouvelles prévisions économiques pour 2023, et les premières pour 2024. Pour cette année, la croissance attendue des exportations mondiales en volume s'élève désormais à 1,7%, contre 1,0% lors du rapport d'octobre dernier. Cela reste une hausse timide, mais l'OMC anticipe un rebond de 3,2% en 2024. Des divergences importantes sont néanmoins à souligner entre les régions en 2023, avec d'un côté une accélération attendue des exportations en Asie (de +0,6% en 2022 à +2,5% en 2023), et de l'autre côté, une décélération en Amérique du Nord (+4,2% à +3,3%) et en Europe (+2,7% à +1,8%), un coup d'arrêt au Moyen-Orient (+9,9% à +0,9%) et même une contraction en Afrique (+0,7% à -1,4%).

Selon les données du CPB<sup>1</sup>, les exportations mondiales se sont déjà repliées de plus de 5% entre leur pic de septembre 2022 et janvier 2023 (graphique 1). La levée des restrictions sanitaires en Chine, en décembre, n'a pas conduit à un sursaut immédiat des exportations en janvier, qui ont été freinées par le Nouvel An chinois. Ce n'était toutefois qu'une question de temps puisque le rebond s'est matérialisé en février et en mars. Selon le Bureau des statistiques chinoises (NBS), les exportations de biens (en termes nominaux et désaisonnalisés) ont progressé de 26% en cumul sur février et mars par rapport à janvier, franchissant un nouveau record.

Le rebond économique en Chine n'a toutefois pas encore entraîné d'amélioration notable de l'indice PMI global pour les nouvelles commandes à l'exportation (graphique 2). Celui-ci porte la trace du ralentissement général de l'activité mondiale : à 46,6 en mars, l'indice reste sous la barre d'expansion pour le dixième mois consécutif.

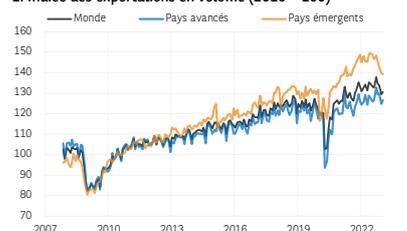
Le fret maritime se rapproche d'un seuil plancher. L'indice Freightos (graphique 5) a une nouvelle fois baissé durant la première quinzaine du mois d'avril (-5,8% par rapport à la fin mars). Il se situe désormais 1% seulement au dessus de sa moyenne enregistrée en 2018-2020, période qui précède l'envolée des coûts du transport maritime. Le renversement de tendance sur les chaînes d'approvisionnement est remarquable. En l'espace d'un an environ, les tensions se sont totalement dissipées, le ralentissement des échanges mondiaux ayant alimenté dernièrement cette décre rapide. L'indice de la Réserve fédérale de New York (graphique 3) a atteint en mars son plus bas niveau depuis l'été 2009, ce qui reflète le reflux de ces tensions. L'indicateur PMI sur les délais de livraison (graphique 6) présente une dynamique similaire.

**Guillaume Derrien**

<sup>1</sup> Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique.

### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

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



Source: CPB, BNP Paribas

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



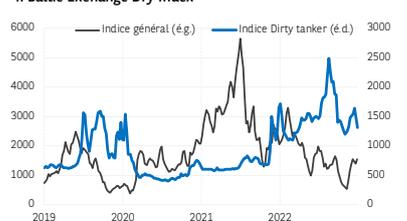
S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



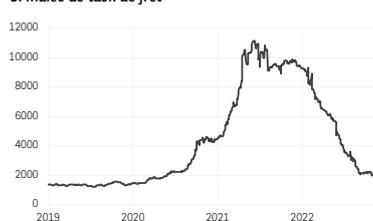
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

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



S&P Global (Markit), 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. Le marché du travail reste sous tension, avec des créations d'emplois qui restent élevées, un taux de chômage bas et une croissance des salaires dynamique. L'inflation semble avoir atteint son pic mi-2022, mais sa décline est lente et elle devrait rester 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 devrait 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 0,7% et 0,5%. Bien qu'attendue en reflux tout au long de 2023, l'inflation restera 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<sup>e</sup> semestre 2022 (+0,2% au T3 et +0,1% au T4 t/t) après +0,5% t/t au 2<sup>e</sup> 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). L'accroissement en février 2023 de l'inflation vers un nouveau pic (7,2% 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 & CHANGES

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 engagé 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. Si un potentiel à la hausse des taux longs 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 lors de ses deux prochaines réunions, en mai et juin. La même incertitude que pour la Fed pèse toutefois sur le taux final, c'est-à-dire le pic cyclique. Nos prévisions mises à jour le 21 mars le situent à 3,50% en juin pour le taux de dépôt (contre 4% en juillet,

précédemment). A 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.

### PIB\*\* ET INFLATION\*

%	Croissance du PIB**				Inflation*			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5.9	2.1	1.4	-0.1	4.7	8.0	4.4	2.6
Japon	2.2	1.0	1.2	0.8	-0.2	2.5	2.6	1.4
Royaume-Uni	7.6	4.0	-0.4	1.0	2.6	9.1	6.2	1.9
Zone euro	5.3	3.5	0.7	0.5	2.6	8.4	5.4	2.6
Allemagne	2.6	1.9	-0.1	0.5	3.2	8.7	5.8	2.3
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.9	2.9
Italie	7.0	3.8	0.9	0.7	1.9	8.7	6.6	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.4	0.8	3.0	8.3	3.3	2.1
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
Brazil	4.6	2.9	1.5	0.5	8.3	9.3	5.5	5.5

\* MISE À JOUR AU 31/03/2023 : INFLATION ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE ET ESPAGNE ;

CROISSANCE ET INFLATION DES ETATS-UNIS

\*\* MISE À JOUR AU 28/03/2023 : PIB 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	3,50	3,50	2,75
Bund 10a	3,10	2,90	2,50	2,00
OAT 10a	3,65	3,45	3,02	2,50
BTP 10 ans	5,10	5,15	4,75	3,80
BONO 10 ans	4,10	4,00	3,60	2,90
Royaume-Uni				
Taux BoE	4,25	4,25	4,25	3,50
Gilt 10a	3,70	3,50	3,25	2,85
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

\* TAUX DE DÉPÔT : MIS À JOUR LE 21 MARS 2023. FED FUNDS : 31 MARS 2023

\*\* JGB 10 ANS : MIS À JOUR LE 28 MARS 2023

\*\*\* TREAS. À 10 ANS : MIS À JOUR LE 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

<a href="#">Élections au Nigéria : une courte victoire pour des défis immenses</a>	EcoTVWeek	14 avril 2023
<a href="#">Augmentation des défaillances d'entreprises en Europe : faut-il s'en inquiéter ?</a>	EcoFlash	13 avril 2023
<a href="#">États-Unis et Chine : le spectre du découplage structurel</a>	EcoEmerging	13 avril 2023
<a href="#">Prix immobiliers en Europe : vers un retournement plus marqué?</a>	Graphique de la Semaine	12 avril 2023
<a href="#">Le lent dégonflement du marché du travail américain</a>	EcoWeek	10 avril 2023
<a href="#">Il faut du temps pour stopper un train en marche. La politique monétaire et le secteur des services.</a>	EcoTVWeek	7 avril 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Avril 2023</a>	EcoChart	6 avril 2023
<a href="#">Brésil : la structure des échanges commerciaux avec la Chine menacent les promesses de réindustrialisation</a>	Graphique de la Semaine	5 avril 2023
<a href="#">Édition de mars 2023</a>	Le Petit Atlas de l'Économie Française	5 avril 2023
<a href="#">À chaque objectif son outil ou comment concilier stabilité des prix et stabilité financière</a>	EcoPerspectives	3 avril 2023
<a href="#">Zone euro : que cache le rebond du climat des affaires dans le secteur des services ?</a>	EcoWeek	3 avril 2023
<a href="#">Les temps sont durs pour l'économie égyptienne</a>	EcoTVWeek	31 mars 2023
<a href="#">De la terre vers le ciel</a>	Graphique de la Semaine	29 mars 2023
<a href="#">Résilience, incertitude et robustesse de la politique monétaire</a>	EcoWeek	27 mars 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE</a>	EcoPulse	24 mars 2023
<a href="#">Vers une réduction du déséquilibre offre - demande favorable à la désinflation</a>	EcoTVWeek	24 mars 2023
<a href="#">Chine : un début d'année qui rassure</a>	EcoPulse	22 mars 2023
<a href="#">Zone euro : Baisse inédite des nouveaux crédits à l'habitat des ménages</a>	Graphique de la Semaine	22 mars 2023
<a href="#">Défaillances d'entreprises en Europe de l'Ouest : doit-on s'inquiéter ?</a>	EcoTVWeek	17 mars 2023
<a href="#">Allemagne vs. France : le consommateur allemand a confiance dans une reprise, le français pas encore</a>	Graphique de la Semaine	15 mars 2023
<a href="#">Découragements longs et variables dans la transmission de la politique monétaire : le cas des États-Unis</a>	EcoWeek	14 mars 2023
<a href="#">Décrypter le court-termisme des marchés</a>	EcoTVWeek	9 mars 2023
<a href="#">Les pays du Golfe face au défi de la transition énergétique</a>	EcoConjoncture	9 mars 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

mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFLASH

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

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

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

## ECOCHARTS

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

## ECOTV WEEK

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

## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder

Copyright: Wirestock Creators



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change