

ECOWEEK

numéro 23.29
17 juillet 2023

“

CHAQUE TRIMESTRE, LA COMMISSION EUROPÉENNE INTERROGE LES ENTREPRISES SUR LES FACTEURS LIMITANT LEUR PRODUCTION. CES ENQUÊTES PEUVENT AIDER À MIEUX COMPRENDRE LES MOTEURS DE L'INFLATION.

”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

Zone euro : l'inflation à travers le prisme des enquêtes de conjoncture – Le cas de l'industrie

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques

9

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



ZONE EURO : L'INFLATION À TRAVERS LE PRISME DES ENQUÊTES DE CONJONCTURE – LE CAS DE L'INDUSTRIE

Chaque trimestre, la Commission européenne interroge les entreprises sur les facteurs limitant leur production : demande insuffisante, contraintes d'offre (marché du travail, pénurie de matériaux et/ou d'équipements) et facteur financier. Les enquêtes peuvent aider à mieux comprendre les moteurs de l'inflation. Un modèle quantitatif de la hausse des prix à la production semble indiquer que le rythme de la désinflation sera lent. En effet, contrairement aux facteurs liés à la demande, qui est proche de sa moyenne de long terme, les facteurs liés à l'offre dans l'industrie continuent d'exercer des contraintes bien supérieures à la normale sur la production. L'analyse porte sur l'inflation des prix à la production mais, compte tenu de la relation étroite existant entre celle-ci et l'inflation des prix à la consommation (IPCH) dans la zone euro, les conclusions ne sont pas sans importance pour cette dernière.

Chaque trimestre, la Commission européenne interroge les entreprises sur les facteurs limitant leur production. Elle distingue ainsi la demande, l'offre (goulets d'étranglement du marché du travail, pénurie de matériaux et/ou d'équipements) et un facteur financier¹. Le graphique 1 présente les résultats de l'enquête, exprimés en z-score, d'après des données remontant à 1985, à l'exception du facteur financier, dont les données ne sont disponibles qu'à partir du premier trimestre 2002².

Comme le montrent les données historiques jusqu'en 2019, la demande en tant que facteur limitant la production a fluctué davantage que la main-d'œuvre ou la pénurie de matériaux et/ou d'équipements. On peut donc penser qu'au cours de cette période, les variations de la demande ont joué un rôle prédominant dans les cycles conjoncturels de la zone euro, particulièrement durant les crises de 2008 et 2011.

Le graphique montre également le caractère unique du choc occasionné par la Covid-19 et ses répercussions. Dans un premier temps, la faiblesse de la demande, due aux confinements, a pesé sur la production, mais les facteurs liés à l'offre (main-d'œuvre, matériaux, équipements) sont rapidement devenus une contrainte majeure tandis que la demande est repartie à la hausse à la faveur des mesures d'aide au revenu et de la levée des restrictions sur la mobilité. Résultat, l'économie de la zone euro, ainsi que celle de nombreux autres pays a connu un choc positif sur la demande, conjugué à un choc négatif sur l'offre, avec les conséquences que l'on connaît en termes d'inflation. Comme l'indique clairement le graphique 2, les années 2021 et 2022 ont réuni les conditions « idéales » pour générer une forte augmentation des prix à la production : une demande élevée³, des goulets d'étranglement sur le marché du travail, une pénurie de matériaux et d'équipements – perturbations de l'offre liées à la pandémie et, en 2022, à la guerre en Ukraine – ainsi qu'un environnement financier accommodant.

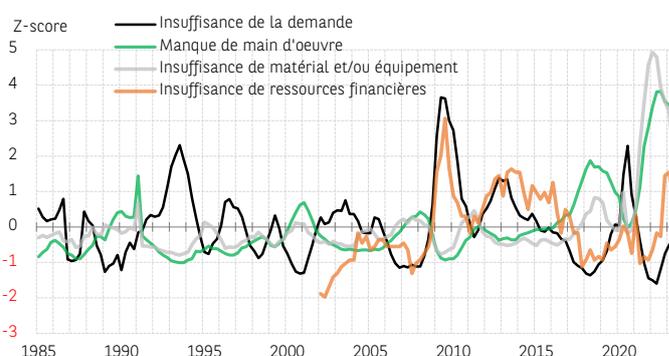
¹ La question est formulée ainsi : « Quels sont les principaux facteurs limitant votre production ? Aucun ; demande insuffisante ; pénurie de main-d'œuvre ; pénurie de matériaux et/ou d'équipements ; contraintes financières ; autres facteurs ». Source : Commission européenne, Programme conjoint harmonisé de l'UE pour les enquêtes auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, Guide d'utilisation, janvier 2023.

² La volatilité varie selon les enquêtes. Aussi, pour faciliter les comparaisons, les données ont été exprimées en z-score.

³ Au graphique 2, la série relative à la demande, tirée de l'enquête de la Commission européenne, a été transformée en retranchant les résultats de l'enquête de 100. Un niveau élevé correspond à une demande élevée, ce qui ne constitue pas une contrainte pour la production. On introduit ainsi une corrélation positive entre demande et inflation, ce qui facilite l'interprétation du graphique.

⁴ En base trimestrielle, les prix à la production ont été quasiment stables au quatrième trimestre 2022 et ont reculé de 3,6 % au premier trimestre de cette année.

INDUSTRIE DANS LA ZONE EURO : FACTEURS LIMITANT LA PRODUCTION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

À en juger par les résultats de la dernière enquête, la hausse annuelle des prix à la production s'est nettement repliée⁴ et la demande marque le pas : le pourcentage de chefs d'entreprise signalant la demande comme facteur limitant leur production augmente, quoique à partir d'un niveau très bas. Après un accroissement significatif, en ligne avec la hausse des taux d'intérêt, le facteur financier pèse moins sur la production qu'auparavant, même s'il reste supérieur à la moyenne de long terme. Enfin, les contraintes d'offre (main-d'œuvre, matériaux, équipements) se sont également atténuées tout en restant bien supérieures à la moyenne historique.

Un modèle quantitatif relatif à la hausse des prix à la production semble indiquer que le rythme de la désinflation sera lent étant donné que, dans l'industrie, les facteurs liés à l'offre continuent d'exercer des contraintes bien supérieures à la normale sur la production.



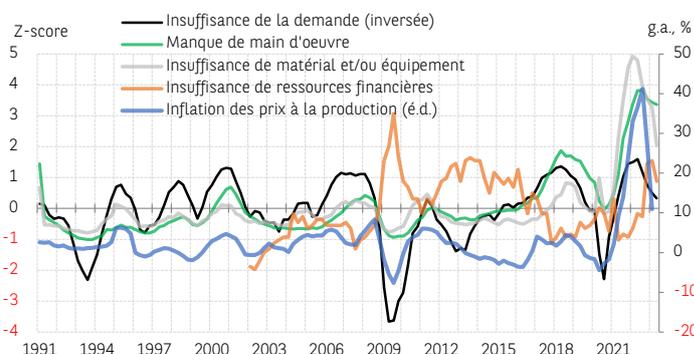
Le tableau 1 présente les résultats d'une analyse de régression univariée avec l'inflation annuelle des prix à la production comme variable dépendante et les quatre facteurs pouvant limiter la production comme variables explicatives. La première partie affiche les résultats obtenus à partir de l'ensemble des données tandis que la seconde se limite à la période pré-Covid-19. Toutes les variables sont significatives, à l'exception du facteur financier dans la régression qui utilise toutes les données et tous les coefficients présentent les signes attendus. Lorsqu'on utilise l'ensemble des données (première partie du tableau), la main-d'œuvre, ainsi que les matériaux et les équipements sont extrêmement significatifs et les coefficients R^2 respectifs sont beaucoup plus élevés. Cela montre le rôle des facteurs liés à l'offre dans l'évolution de l'inflation depuis la pandémie. Cependant, la faiblesse générale du coefficient R^2 , en particulier au cours de la période pré-Covid-19, montre que si on ne retient qu'une seule variable explicative, une bonne partie de la variation de la hausse des prix à la production reste inexpliquée. Une régression multivariée donne de meilleurs résultats avec un R^2 de 0,79 pour l'ensemble de l'échantillon et de 0,50 pour la période pré-Covid-19⁵.

Ces résultats peuvent aider à évaluer l'évolution future de l'inflation des prix à la production. Sur la base du modèle multivarié, on pourrait s'attendre à une inflation annuelle des prix à la production de 2,7 % si les valeurs des trois variables explicatives correspondaient à leur moyenne de long terme. Au deuxième trimestre de cette année, le facteur lié à la demande était très proche de sa moyenne de long terme (respectivement, 27 et 30) tandis que l'écart restait considérable pour la main-d'œuvre et les matériaux/équipements en tant que contraintes pesant sur la production (respectivement, 25 contre 7 et 28 contre 9). Cela laisse supposer que les facteurs liés à l'offre continueront à alimenter la hausse des prix à la production pendant encore un certain temps. Une réserve importante s'impose néanmoins : les coefficients R^2 montrent qu'une bonne partie de l'inflation n'est pas expliquée par le modèle de sorte que d'autres facteurs pourraient avoir un effet désinflationniste. Dans ce cas, il resterait à les identifier.

⁵ Dans la régression multivariée, le facteur financier n'a pas été retenu car il n'était pas significatif.

⁶ D'après les données mensuelles enregistrées depuis 1991, une régression de la hausse annuelle des prix à la consommation en tant que fonction de la hausse annuelle des prix à la production donne un R^2 de 0,75. Sur la base de cette équation, lorsque la hausse des prix à la production est à 3,0 %, sa moyenne de long terme, la hausse des prix à la consommation devrait être de 2,0 %.

INDUSTRIE DANS LA ZONE EURO : FACTEURS LIMITANT LA PRODUCTION ET INFLATION DES PRIX À LA PRODUCTION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

En conclusion, dans le contexte actuel, les prévisions d'inflation s'accompagnent d'un degré élevé d'incertitude, avec un risque évident que la désinflation soit plus lente qu'attendu. L'analyse porte sur l'inflation des prix à la production mais, compte tenu de la relation étroite existant entre celle-ci et l'inflation des prix à la consommation (IPCH) dans la zone euro⁶, les conclusions sont également pertinentes pour cette dernière.

William De Vijlder

INFLATION DES PRIX À LA PRODUCTION : RÉGRESSIONS UNIVARIÉES

Plage de données	1991T1-2023T1				1991T1-2019T4			
	Facteur limitant la production							
Variable dépendante : inflation des prix la production	demande	main d'œuvre	matériaux et équipement	finances	demande	main d'œuvre	matériaux et équipement	finances
R2	0.21	0.52	0.76	0.04	0.24	0.04	0.34	0.25
coefficient	0.00	0.01	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.01	-0.01
statistique t	5.78	11.74	20.20	-1.80	6.04	2.25	7.65	-4.83

TABLEAU 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

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

↗ CAC 40	7 112	↗ 7 375	+3.7 %		
↗ S&P 500	4 399	↗ 4 505	+2.4 %		
↘ Volatilité (VIX)	14.8	↘ 13.3	-1.5 pb		
↗ Euribor 3m (%)	3.64	↗ 3.66	+2.0 pb		
↗ Libor \$ 3m (%)	5.56	↗ 5.57	+1.1 pb		
↘ OAT 10a (%)	3.14	↘ 2.99	-14.7 pb		
↘ Bund 10a (%)	2.63	↘ 2.48	-15.6 pb		
↘ US Tr. 10a (%)	4.06	↘ 3.82	-23.7 pb		
↗ Euro vs dollar	1.09	↗ 1.12	+2.7 %		
↗ Or (once, \$)	1 930	↗ 1 959	+1.5 %		
↗ Pétrole (Brent, \$)	78.6	↗ 79.9	+1.7 %		

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	4.00		
Eonia	-0.51		
Euribor 3m	3.66		
Euribor 12m	4.13		
\$ FED	5.25		
Libor 3m	5.57		
Libor 12m	6.04		
£ Bque Angl	5.00		
Libor 3m	5.52		
Libor 12m	0.81		

Au 14-7-23

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

4.00	le	21/06	2.50	le	02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	le	02/01
-0.51	le	02/01	-0.51	le	02/01	Bund 2a	3.19	le	08/03
3.67	le	11/07	2.16	le	02/01	Bund 10a	2.48	le	02/03
4.19	le	07/07	3.30	le	19/01	OAT 10a	2.99	le	03/03
5.25	le	04/05	4.50	le	02/01	Corp. BBB	4.56	le	10/07
5.57	le	12/07	4.77	le	02/01	\$ Treas. 2a	4.83	le	08/03
6.04	le	30/06	4.70	le	20/03	Treas. 10a	3.82	le	02/03
5.00	le	22/06	3.50	le	02/01	High Yield	8.55	le	20/03
5.52	le	14/07	3.87	le	02/01	£ Gilt. 2a	5.19	le	06/07
0.81	le	02/01	0.81	le	02/01	Gilt. 10a	4.45	le	11/07

Au 14-7-23

TAUX DE CHANGE

1€ =									
USD	1.12	1.12	le	14/07	1.05	le	05/01	+5.3%	
GBP	0.86	0.90	le	03/02	0.85	le	11/07	-3.4%	
CHF	0.97	1.00	le	24/01	0.96	le	13/07	-2.1%	
JPY	155.70	157.72	le	27/06	138.02	le	03/01	+10.6%	
AUD	1.64	1.67	le	26/04	1.53	le	27/01	+4.2%	
CNY	8.02	8.02	le	14/07	7.23	le	05/01	+8.1%	
BRL	5.40	5.79	le	04/01	5.20	le	23/06	-4.2%	
RUB	101.66	101.66	le	14/07	73.32	le	12/01	+30.5%	
INR	92.37	92.37	le	14/07	86.58	le	08/03	+4.6%	

Au 14-7-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$									
Pétrole, Brent	79.9	88.2	le	23/01	71.9	le	12/06	-5.9%	-10.7%
Or (once)	1 959	2 047	le	04/05	1 810	le	24/02	+7.9%	+2.4%
Métaux, LME	3 847	4 404	le	26/01	3 564	le	24/05	-3.4%	-8.3%
Cuivre (tonne)	8 662	9 331	le	23/01	7 852	le	24/05	+3.6%	-1.7%
Blé (tonne)	234	2.9	le	13/02	216	le	30/05	-17.9%	-22.1%
Maïs (tonne)	211	2.7	le	13/02	200	le	12/07	-18.8%	-22.9%

Au 14-7-23

Variations

INDICES ACTIONS

	Cours								
Monde									
MSCI Monde	3 018	3 020	le	13/07	2 595	le	05/01	+16.0%	
Amérique du Nord									
S&P500	4 505	4 510	le	13/07	3 808	le	05/01	+17.3%	
Europe									
EuroStoxx50	4 400	4 409	le	21/04	3 856	le	02/01	+16.0%	
CAC 40	7 375	7 577	le	21/04	6 595	le	02/01	+13.9%	
DAX 30	16 105	16 358	le	16/06	14 069	le	02/01	+15.7%	
IBEX 35	9 438	9 645	le	03/07	8 370	le	02/01	+14.7%	
FTSE100	7 435	8 014	le	20/02	7 257	le	07/07	-0.2%	
Asie Pacifique									
MSCI, loc.	1 203	1 231	le	03/07	1 065	le	04/01	+12.6%	
Nikkei	32 391	33 753	le	03/07	25 717	le	04/01	+24.1%	
Emergents									
MSCI Emergents (\$)	1 028	1 052	le	26/01	941	le	16/03	+7.5%	
Chine	63	75	le	27/01	58	le	31/05	-1.6%	
Inde	822	822	le	14/07	703	le	16/03	+5.9%	
Brésil	1 638	1 691	le	21/06	1 296	le	23/03	+2.1%	

Au 14-7-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)

	Année 2023 au 14-7, €		Année 2023 au 14-7, \$	
Technologie	+27.8%		+77.7%	Automobile
Distribution	+26.7%		+42.0%	Technologie
Voyages & loisirs	+25.6%		+21.1%	Voyages & loisirs
Bs. de conso.	+24.9%		+18.2%	Construction
Automobile	+20.9%		+18.0%	Distribution
Construction	+16.7%		+11.5%	Indice
Industrie	+15.2%		+8.0%	Médias
Banques	+12.4%		+4.7%	Industrie
Médias	+9.5%		+4.7%	Scs financiers
Indice	+8.5%		+3.5%	Matières premières
Scs collectivités	+6.5%		+0.7%	Chimie
Chimie	+5.1%		-0.3%	Pdts ménagers & soins
Santé	+2.7%		-3.0%	Assurances
Télécoms	+2.7%		-5.4%	Agroalimentaire
Assurances	-0.4%		-7.7%	Santé
Agroalimentaire	-0.9%		-10.3%	Scs collectivités
Pétrole & gaz	-5.1%		-11.8%	Pétrole & gaz
Foncières	-5.8%		-12.1%	Banques
Matières premières	-9.6%		-18.2%	Télécoms

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

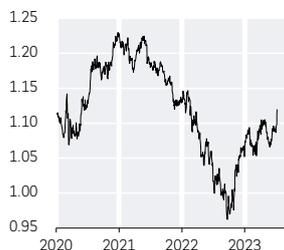


BNP PARIBAS

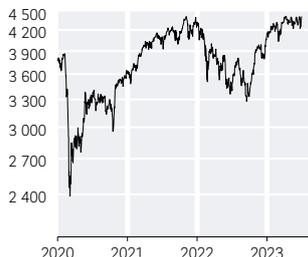
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



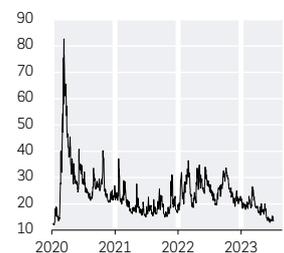
EUROSTOXX50



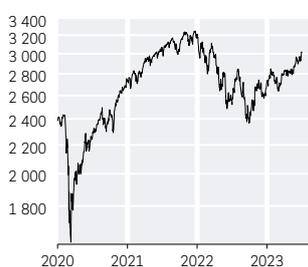
S&P500



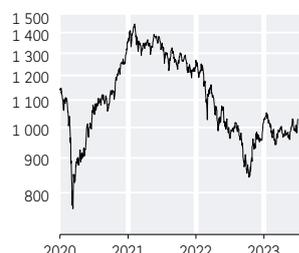
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



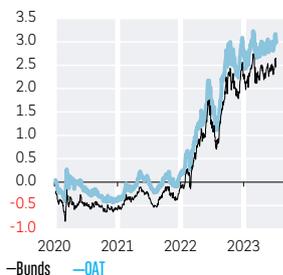
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

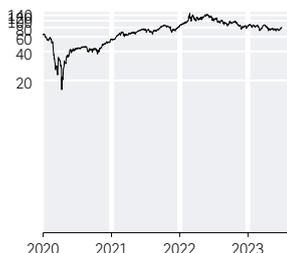


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

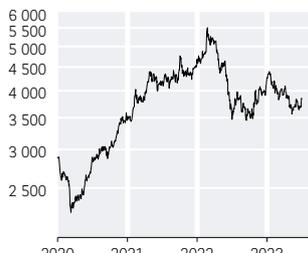
Année 2023 au 14-7

5.00%	Grèce	251 pb
4.05%	Italie	157 pb
3.47%	Espagne	99 pb
3.15%	Belgique	67 pb
3.14%	Portugal	66 pb
3.13%	Autriche	65 pb
3.04%	Finlande	56 pb
2.99%	France	51 pb
2.89%	Irlande	40 pb
2.83%	P-Bas	35 pb
2.48%	Allemagne	

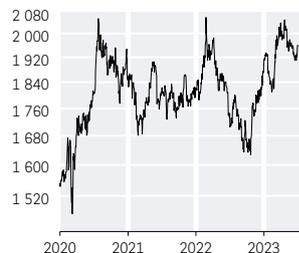
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

CHINE : MOROSITÉ

Au T2 2023, la croissance économique chinoise est tombée à +0,8% en rythme trimestriel, contre +2,2% au trimestre précédent. Elle s'est établie à +6,3% en glissement annuel (contre +4,5% au T1 2023) mais ce chiffre est gonflé par des effets de base favorables liés aux confinements très stricts imposés dans la région de Shanghai au printemps 2022. En mars dernier, les autorités avaient établi la cible de croissance pour 2023 à « environ 5% » : cet objectif paraissait facilement atteignable, notamment grâce à l'élan donné par les effets de rattrapage post-Covid dans le secteur des services. Cependant, le rebond de l'activité depuis l'abandon de la politique zéro Covid s'est essouffé très rapidement, alors que le secteur manufacturier exportateur souffre de l'affaiblissement de la demande mondiale. De nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire semblent dorénavant nécessaires pour que la cible de croissance soit atteinte cette année. Elles sont également indispensables pour rassurer consommateurs et investisseurs.

Les indicateurs conjoncturels pour le mois de juin et le second trimestre 2023 témoignent d'une morosité généralisée de l'activité. Les ménages chinois se montrent prudents et limitent leurs dépenses, inquiets face à la crise du secteur immobilier et aux incertitudes qui pèsent sur les perspectives d'emploi.

De fait, le marché du travail n'a pas retrouvé sa situation pré-pandémique. Alors que le taux de chômage dans les zones urbaines s'est réduit à 5,2% au T2 2023 et se rapproche de son niveau d'avant-Covid, le chômage des jeunes de 16 à 24 ans a de nouveau augmenté depuis le début de l'année. Il a atteint un nouveau record historique à 21,3% en juin (contre 12% en 2019). Cette évolution s'explique notamment par le décalage entre, d'une part, la hausse du nombre de jeunes diplômés entrant sur le marché du travail et, d'autre part, la dégradation de l'emploi dans le secteur tertiaire. En 2022 en particulier, des destructions d'emplois ont touché les services affectés par les restrictions sanitaires et l'immobilier, mais aussi les services à plus haute valeur ajoutée (tech, éducation, etc.). Ces derniers secteurs, qui recrutent les travailleurs les plus qualifiés, sont en effet lourdement pénalisés par le resserrement réglementaire imposé depuis 2021.

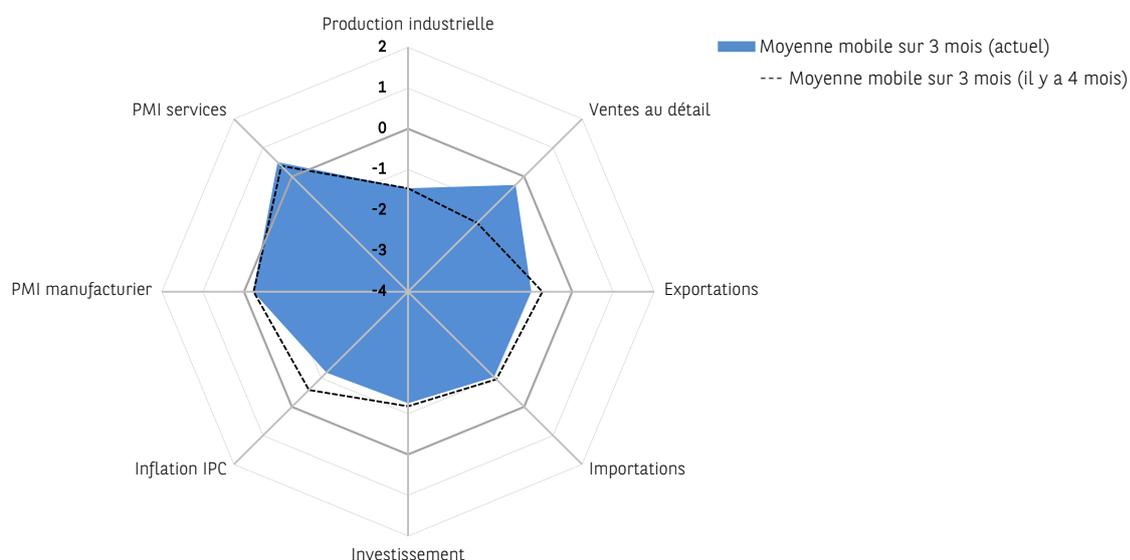
Au moins les ménages ont-ils pu bénéficier du ralentissement de l'inflation. L'inflation des prix à la consommation est passée de +1,8% en g.a. en décembre 2022 à 0% en juin 2023, en raison de la baisse des prix du carburant et des loyers, de la moindre hausse des prix alimentaires et de la faiblesse de l'inflation sous-jacente (0,4% en g.a. en juin) – elle-même reflet de la morosité de la demande intérieure. Les volumes de ventes au détail ont augmenté d'environ 8% en g.a. au S1 2023, après une légère contraction en 2022, mais ils ont marqué le pas dès le mois de mai.

Le secteur immobilier s'est enfoncé dans la crise au T2 2023. Le nombre de chantiers de construction achevés s'est redressé (+26% en g.a.) grâce aux mesures de soutien des autorités, mais les volumes de transactions immobilières ont continué de chuter (-20% en g.a. au T2 2023) et les démarrages de chantier de s'effondrer (-29%). La contraction de l'investissement immobilier s'est poursuivie, contribuant au ralentissement de l'investissement total (+3,8% en g.a. au S1 2023).

Finalement, le secteur manufacturier est lourdement pénalisé par le ralentissement de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. Au S1 2023, les exportations de marchandises ont diminué (leur baisse a atteint -3,3% en g.a. en dollars courants sur l'ensemble du semestre, et -13,9% en juin) et la croissance industrielle s'est établie à seulement +3,8% en g.a.

Christine Peltier

CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



SOURCES : NBS, BNP PARIBAS

Les indicateurs du radar sont transformés en « z-scores » (écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme exprimée en écart-type). Ces z-scores ont une moyenne de zéro et leur valeur fluctue ici entre -4 et +2. Sur le radar, la zone en bleu indique les conditions économiques actuelles. Elle est comparée aux conditions 4 mois auparavant (pointillés).

Un élargissement de la zone bleue indique une amélioration de l'indicateur d'activité.



SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

Après un second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est légèrement tassée au 1^{er} trimestre 2023 (+0,5% t/t), sous l'effet essentiellement de la contribution très négative des variations de stocks. Les effets du resserrement monétaire sur l'activité et l'emploi étant encore limités au 2^e trimestre, nous avons rehaussé nos prévisions de croissance à court terme (2^e trimestre un peu plus positif, 3^e trimestre un peu moins négatif), sans abandonner toutefois l'anticipation d'une entrée en récession au 3^e trimestre, sous l'effet du resserrement monétaire. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. Ainsi, l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La lenteur de la désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au printemps 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique se renforce 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, la consommation des ménages bénéficiant d'effets de rattrapage importants. Cependant, le rebond post-Covid s'essouffle avec une étonnante rapidité. Les ménages restent prudents, notamment inquiets du redressement incertain du marché du travail. La crise du secteur immobilier se poursuit. De plus, les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par la faiblesse de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. Le gouvernement et la banque centrale devraient accroître leur soutien à la croissance de façon mesurée. En particulier, la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

ZONE EURO

La zone euro a basculé en récession technique au 1^{er} trimestre 2023. Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au 4^e trimestre 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. Si un rebond technique est anticipé au 2^e trimestre, la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire ferait ensuite rechuter la croissance. À la stagnation attendue pendant trois trimestres succéderait une reprise limitée. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance du PIB s'est accélérée au 1^{er} trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4^e trimestre 2022 (+0% t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. *A contrario*, la consommation (+0,1% au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-2,3% au T1, après -1,2% t/t au T4). 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 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin mais nous nous attendons à une dernière hausse des taux en juillet compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail à ce stade. La lenteur de la désinflation plaide en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024, et ce malgré l'entrée en récession anticipée de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint ; ils devraient baisser sur fond de recul progressif de l'inflation et dans la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

La BCE a, en revanche, augmenté de nouveau ses taux directeurs en juin et, bien que l'inflation montre des signes encourageants de décrue, cela ne suffit pas pour mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00% au 3^e trimestre. Autre volet du resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens devraient avoir atteint leur pic et refluer dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation en zone euro et du repli des rendements aux États-Unis.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé, en décembre 2022, 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, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter cette année ses taux directeurs mais une remontée est attendue en 2024.

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

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

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

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

* Mise à jour de la croissance : le 30 juin 2023 Italie et Espagne, le 8 juin 2023 Japon, le 2 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 28 mai 2023 Allemagne.

** Mise à jour de l'inflation : le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 16 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 2 juin 2023 zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne.

*** année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période					
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5.25	5.50	5.50	3.75
	Treas. 10a **	3.90	3.90	3.85	3.55
Zone euro	Taux de dépôt *	3.50	4.00	4.00	3.00
	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
	BONO 10 ans	3.60	3.55	3.30	2.90
Royaume-Uni	Taux BoE*	5.00	5.75	5.75	4.00
	Gilt 10a **	4.50	4.40	4.25	3.80
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a **	0.45	0.50	0.65	0.80

Taux de change		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période					
USD	EUR / USD	1.10	1.10	1.12	1.18
	USD / JPY	133	133	130	123
	GBP / USD	1.24	1.25	1.27	1.34
EUR	EUR / GBP	0.89	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	146	146	146	145

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

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

* Taux de dépôt : mis à jour le 15 juin 2023, Fed funds : 2 juin 2023, Taux BoE : 22 juin 2023

** Bund 10a: mise à jour le 3 mai, Gilt 10a: 15 juin, JGB 10 ans : le 22 juin 2023, Treas. à 10 ans : le 5 juin 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

Le Chili, leader de la transition énergétique ?	EcoTVWeek	14 juillet 2023
Reprise par l'investissement dans les pays émergents : quelques raisons d'espérer	EcoEmerging	12 juillet 2023
France : les voyages forment les GES	Graphique de la Semaine	12 juillet 2023
Zone euro : la tentation des voyages	EcoWeek	10 juillet 2023
Japon : après l'inflation des prix, place à celle des salaires ?	EcoBrief	7 juillet 2023
Banques centrales : Sintra, une conférence qui donne à réfléchir	EcoTVWeek	7 juillet 2023
Baromètre de l'inflation de juillet 2023	EcoCharts	6 juillet 2023
Pacte vert : où en est l'Europe de ses engagements climatiques ?	En ECO dans le texte	5 juillet 2023
Espagne : décrue sensible du chômage	Graphique de la Semaine	5 juillet 2023
OCDE : un retournement conjoncturel limité, à la baisse comme à la hausse	EcoPerspectives	4 juillet 2023
Réserve fédérale américaine : les « dots », point d'ancrage des taux d'intérêt	EcoWeek	3 juillet 2023
Perspectives comparées de récession aux États-Unis et dans la zone euro	EcoTVWeek	30 juin 2023
Sri Lanka, Pakistan et Bangladesh : des économies fragilisées et très vulnérables aux chocs	EcoConjoncture	28 juin 2023
Mexique : la Banque centrale fait une pause	Graphique de la Semaine	28 juin 2023
Banques centrales : comment éviter la hausse de trop ?	EcoWeek	26 juin 2023
OCDE : baromètre de juin 2023	EcoPulse	23 juin 2023
Un cycle économique lent	EcoTVWeek	22 juin 2023
Espagne : la remontée du taux de rémunération des dépôts bancaires	Graphique de la Semaine	21 juin 2023
États-Unis : le coût de la désinflation	EcoWeek	20 juin 2023
Allemagne : un choc à double détente	EcoTVWeek	16 juin 2023
Le Brexit a-t-il vraiment réduit l'attractivité économique du Royaume-Uni ?	EcoFlash	15 juin 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

Guillaume Derrien
Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

+33 1 58 16 73 32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11 marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32 cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18 lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle 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