

“ UNE COORDINATION S’IMPOSE DE TOUTE ÉVIDENCE ENTRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DANS LA POURSUITE DE LEUR OBJECTIF COMMUN DE STABILITÉ DES PRIX. MAIS UNE TELLE APPROCHE SERAIT PROBABLEMENT TRÈS DIFFICILE À METTRE EN PRATIQUE. ”



SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (2^e partie) : la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire.

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : incertitude

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

9

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



LA RELATION ENTRE STABILITÉ DES PRIX, STABILITÉ FINANCIÈRE ET SOUTENABILITÉ DE LA DETTE (2ÈME PARTIE) : LA COORDINATION ENTRE LES POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE

Traditionnellement, la politique monétaire est axée sur le maintien de la stabilité des prix tandis que la politique budgétaire vise d'autres objectifs. Lorsque l'inflation est très inférieure (supérieure) à la cible dans la durée, la politique monétaire peut devenir, du fait de cette séparation des rôles, extrêmement accommodante (restrictive). En conséquence, les taux d'intérêt connaissent une importante amplitude cyclique, qui peut entraîner des conséquences indésirables pour l'économie et menacer la stabilité financière. Des simulations montrent qu'une approche coordonnée entre politiques monétaire et budgétaire diminue l'ampleur cumulée optimale des baisses (hausse) de taux. Cependant, une telle approche serait probablement très difficile à mettre en pratique.

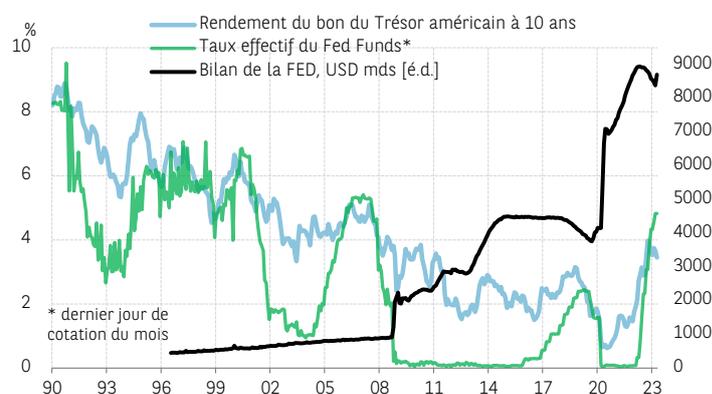
La semaine dernière, l'éditorial d'*EcoWeek* concluait que, compte tenu des interactions entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette, il est important que chaque politique – monétaire, budgétaire ou orientée vers la stabilité financière – soit menée en tenant compte de son influence sur les objectifs des autres politiques, de manière à améliorer la stabilité économique globale. L'éditorial de cette semaine évalue le potentiel de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire dans la poursuite d'un objectif commun : la stabilité des prix. Une telle coordination serait très différente de l'approche traditionnelle du partage des rôles entre une politique monétaire centrée sur l'inflation et une politique budgétaire axée sur d'autres objectifs.

Lorsque l'inflation est nettement et durablement inférieure à la cible de la banque centrale – comme ce fut le cas après la Grande Récession de 2008-2009 –, la politique monétaire peut devenir, du fait de cette séparation des rôles, extrêmement accommodante en raison du recours conjugué à des taux directeurs à la borne inférieure, à un assouplissement quantitatif et à une *forward guidance* indiquant que cette politique sera maintenue à l'horizon des prévisions. De même, lorsque l'inflation est bien supérieure à la cible, comme au cours de la période récente, un resserrement monétaire très significatif peut être nécessaire moyennant le relèvement des taux directeurs, le resserrement quantitatif et l'abandon de la *forward guidance* au profit d'une approche basée sur les données.

C'est ainsi qu'au cours du cycle économique, les taux d'intérêt du marché peuvent baisser sensiblement mais rebondir tout aussi fortement par la suite (*graphiques 1 et 2*). Une amplitude cyclique aussi importante des taux d'intérêt peut avoir des conséquences indésirables pour l'économie et menacer la stabilité financière. La faiblesse des taux directeurs et les mesures d'assouplissement quantitatif obligent les investisseurs financiers à prendre plus de risques, tandis que des relèvements énergiques des taux d'intérêt produisent l'effet inverse.

Une étude récente de la BCE¹ analyse les effets de la faiblesse des taux d'intérêt à court terme sur l'allocation optimale de portefeuille des investisseurs et introduit le concept d'« instabilité de portefeuille ». Cela correspond à « l'ampleur de la recomposition optimale des portefeuilles nécessaire pour répondre aux chocs exogènes pour le risque et le rendement attendus des actifs risqués en portefeuille ». Des chocs positifs (négatifs) pour le risque (rendement) attendu génèrent des pressions à l'allègement de l'exposition aux classes d'actifs plus risquées.

ÉTATS-UNIS : TAUX DIRECTEUR, BILAN DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET TAUX DU BON DE TRÉSOR 10 ANS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : FRED, BNP PARIBAS

Ces pressions sont d'autant plus fortes que le taux d'intérêt sans risque est faible. En se fondant sur une analyse contrefactuelle, les auteurs démontrent que « la correction des classes d'actifs plus risquées, lors de la crise Covid-19 en mars 2020, a été plus sévère que ce n'aurait été le cas en présence de taux d'intérêt à court terme plus élevés ».

Cela tient à deux facteurs. Premièrement, la faiblesse des taux crée une incitation à « gravir l'échelle des risques » et à accroître l'exposition aux actifs dont le rendement attendu est plus élevé, ce qui va de pair avec un risque plus important. Deuxièmement, une période prolongée de taux directeurs très bas a pour effet de diminuer la volatilité des actifs plus risqués, la banque centrale indiquant, au moyen de la *forward guidance*, que les taux resteront bas pendant une longue période.

De plus, la faiblesse des taux est favorable à la croissance et elle diminue les craintes de chocs négatifs pour les flux de trésorerie. En conséquence, ces deux facteurs « encouragent l'accumulation, en période calme, d'importantes positions à effet de levier en actifs risqués qui doivent être dénouées en cas de hausse de la volatilité du marché ». « Gravier l'échelle des risques » peut également consister à accroître l'exposition à la durée des investissements en titres à revenu fixe.

¹ Lieven Hermans, Thomas Kostka and Danilo Vassallo, *Asset allocation and risk taking under different interest rate regimes*, BCE, document de travail 2803, mars 2023.



À cet égard, la « ruée sur les liquidités » au Royaume-Uni au début d'octobre 2022² et les problèmes récents rencontrés par quelques banques régionales aux États-Unis³ donnent des exemples concrets de la panique pouvant être provoquée par une forte hausse des rendements obligataires.

Comme le faisait récemment remarquer Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, « nous sortons d'une très longue période de taux d'intérêt très bas. Cette période s'est accompagnée d'une accumulation de fragilités financières que le cycle de resserrement rapide révèle à présent. La hausse des taux d'intérêt a un impact sur les coûts de financement et les prix des actifs et elle affecte tout le monde en même temps, banques et non-banques. Cela pose des problèmes que nous devons prendre très au sérieux »⁴.

Dans un tel contexte, une coordination des politiques monétaire et budgétaire semble être indiquée. Lorsque l'inflation est trop faible (élevée), les incitations (restrictions) budgétaires pourraient aider à la faire grimper (baisser) et à réduire l'ampleur du relâchement (resserrement) de la politique monétaire. Une telle approche a été analysée dans un document de travail récent de la BCE⁵. Les auteurs simulent des politiques monétaires et budgétaires basées sur des règles qui réagissent quand l'inflation s'éloigne de l'objectif⁶. Lorsque l'inflation est trop faible, les taux d'intérêt baissent et la politique budgétaire réagit de manière contracyclique par l'augmentation des dépenses publiques. Cette approche coordonnée diminue la fréquence avec laquelle le taux directeur atteint la borne inférieure. Autrement dit, elle réduit l'ampleur cumulée optimale des baisses de taux.

La politique budgétaire peut également aider à freiner l'inflation comme cela a été analysé par le FMI dans son dernier Moniteur des finances publiques. À l'aide d'un modèle intégrant les inégalités en matière de revenus, de consommation et de détention d'actifs, les auteurs concluent qu'une « réduction du déficit budgétaire conduit à un niveau de désinflation similaire, mais nécessite un relèvement des taux d'intérêt plus faible que lorsque les banques centrales agissent seules ». De plus, « l'analyse indique également qu'une réduction du déficit conjuguée aux transferts aux populations les plus pauvres entraîne une baisse plus faible de la consommation privée totale et produit une trajectoire de consommation caractérisée par moins d'inégalités entre les ménages. Ces effets sont d'autant plus importants lorsque la dette publique est élevée, car la discipline budgétaire limite la hausse du coût de l'emprunt et réduit les vulnérabilités liées à la dette »⁷.

Au vu de l'expérience enregistrée depuis la Grande Récession et de simulations réalisées à partir de modèles, une coordination s'impose entre les politiques monétaire et budgétaire dans la poursuite de leur objectif commun de stabilité des prix.

Cependant, une telle approche serait probablement très difficile à mettre en pratique. Elle pose, premièrement, la question du calibrage. Lorsque l'inflation est trop faible (élevée), la banque centrale devra, au moment de décider de l'ampleur de l'assouplissement (resserrement) monétaire à mettre en place, émettre une hypothèse sur l'efficacité de la stimulation (restriction) budgétaire pour générer plus (moins) d'inflation⁸.

² Voir *Royaume-Uni* : « Ruée sur les liquidités », effet de levier et nécessité de coordonner les politiques économiques ? EcoWeek, BNP Paribas, 3 octobre 2022.

³ En résumé, le problème est né sous l'effet conjugué de deux facteurs : à l'actif, une forte exposition à la hausse des taux d'intérêt du fait d'un part prédominante de titres non valorisés à la valeur de marché et, au passif, des dépôts en grande partie non assurés.

⁴ Source : BCE, interview d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, réalisée par Johanna Treeck (Politico) le 20 avril 2023, 24 avril 2023.

⁵ Sebastian Hauptmeier, Christophe Kamps, Lucas Radke, *Counter-cyclical fiscal rules and the zero lower bound*, BCE, document de travail 2715, août 2022.

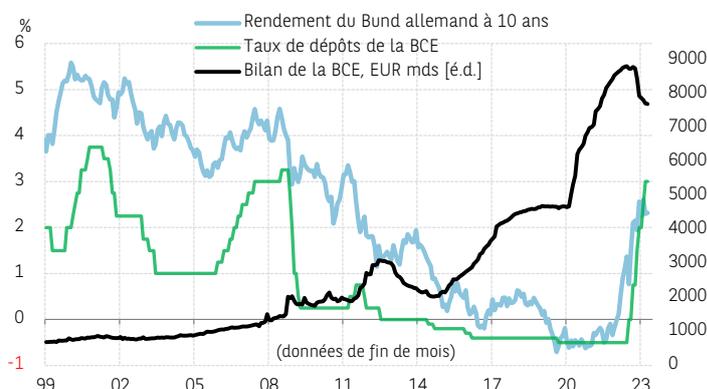
⁶ La politique budgétaire réagit également à l'augmentation de la dette publique pour éviter une évolution insoutenable des finances publiques.

⁷ Soutènement aidé par nos soins. Source : FMI, Moniteur des finances publiques, avril 2023.

⁸ Cela dépend de l'association, par les ménages, du stimulus budgétaire à une augmentation future des taxes, ce qui influencerait leurs décisions d'épargne aujourd'hui (équivalence ricardienne), de la nature du stimulus budgétaire (baisses d'impôts, aides, titres de consommation, augmentations des dépenses, etc.), des retards de mise en œuvre, etc.

⁹ Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2023.

ZONE EURO : TAUX DIRECTEUR, BILAN DE LA BCE, TAUX DU BUND À 10 ANS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCE, REFINITIV, BNP PARIBAS

Deuxièmement, il faudra élaborer une communication commune pour s'assurer que les agents économiques, lors de la formation de leurs anticipations d'inflation, tiennent compte des décisions de politique monétaire et budgétaire. La communication devra être claire pour éviter de donner l'impression que l'action de la banque centrale est insuffisante pour lutter contre l'inflation car cela pourrait entraîner un désancrage des anticipations d'inflation. Troisièmement, on peut aussi craindre de ne pas pouvoir revenir sur la politique d'assouplissement budgétaire, mise en place en période d'inflation trop faible, pour des raisons politiques – élections à venir, nouveau gouvernement – une fois que l'inflation aura atteint sa cible.

Une politique budgétaire fondée sur une règle précise permettrait de régler ce problème, mais quelle serait la crédibilité d'une telle règle ? Enfin, on peut craindre que cela ouvre la voie à une domination budgétaire et que les décisions de politique monétaire, en particulier lorsque l'inflation est supérieure à l'objectif, ne soient dictées par l'état des finances publiques.

Pour conclure, le FMI note dans ses dernières Perspectives de l'économie mondiale que « à mesure que l'inflation revient à son niveau cible, la borne inférieure effective sur les taux d'intérêt peut redevenir contraignante [...]. Cela pourrait limiter la capacité des banques centrales à répondre à des chocs négatifs de la demande⁹ ». Selon le FMI, cela pourrait entraîner la réouverture d'un débat sur le niveau adéquat de l'objectif d'inflation. À cet égard, il serait également utile de discuter des avantages, des inconvénients et de la faisabilité d'une coordination des politiques monétaire et budgétaire.

William De Vijlder



REVUE DES MARCHÉS

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 21-4-23 au 28-4-23

↘ CAC 40	7 577	↗ 7 492	-1.1 %
↗ S&P 500	4 134	↗ 4 169	+0.9 %
↗ Euro Stoxx 3m (%)	3.26	↗ 3.27	+0.4 pb
↗ Libor \$ 3m (%)	5.26	↗ 5.30	+4.7 pb
↘ OAT 10a (%)	3.00	↗ 2.84	-15.9 pb
↘ Bund 10a (%)	2.49	↗ 2.32	-16.5 pb
↘ US Tr. 10a (%)	3.57	↗ 3.43	-14.4 pb
↗ Euro vs dollar	1.10	↗ 1.10	+0.6 %
↗ Or (once, \$)	1 978	↗ 1 990	+0.6 %
↘ Pétrole (Brent, \$)	81.7	↗ 79.5	-2.7 %

Taux d'intérêt (%)

€ BCE	3.50	3.50 le 22/03	2.50 le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 02/01	-0.51 le 02/01
Euribor 3m	3.27	3.29 le 24/04	2.16 le 02/01
Euribor 12m	3.88	3.98 le 09/03	3.30 le 19/01
\$ FED	5.00	5.00 le 23/03	4.50 le 02/01
Libor 3m	5.30	5.30 le 28/04	4.77 le 02/01
Libor 12m	5.37	5.88 le 08/03	4.70 le 20/03
£ Bque Angl	4.25	4.25 le 23/03	3.50 le 02/01
Libor 3m	4.62	4.62 le 28/04	3.87 le 02/01
Libor 12m	0.81	0.81 le 02/01	0.81 le 02/01

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

€ Moy. 5-7a	2.64	2.64 le 02/01	2.64 le 02/01
Bund 2a	2.79	3.36 le 08/03	2.39 le 20/03
Bund 10a	2.32	2.75 le 02/03	1.98 le 18/01
OAT 10a	2.84	3.23 le 03/03	2.42 le 18/01
Corp. BBB	4.43	4.75 le 03/03	3.95 le 02/02
\$ Treas. 2a	4.09	5.12 le 08/03	3.86 le 24/03
Treas. 10a	3.43	4.06 le 02/03	3.30 le 06/04
High Yield	8.65	9.16 le 20/03	7.94 le 02/02
£ Gilt. 2a	4.17	4.33 le 19/04	3.15 le 02/02
Gilt. 10a	3.72	3.86 le 19/04	3.00 le 02/02

TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23	+bas 23	2023	
USD	1.10	1.10 le 13/04	1.05 le 05/01	+3.4%	
GBP	0.88	0.90 le 03/02	0.87 le 19/01	-1.0%	
CHF	0.98	1.00 le 24/01	0.97 le 15/03	-0.5%	
JPY	150.33	150.33 le 28/04	138.02 le 03/01	+6.8%	
AUD	1.67	1.67 le 26/04	1.53 le 27/01	+6.2%	
CNY	7.65	7.65 le 28/04	7.23 le 05/01	+3.1%	
BRL	5.52	5.79 le 04/01	5.40 le 08/03	-2.0%	
RUB	88.54	91.39 le 26/04	73.32 le 12/01	+13.6%	
INR	90.35	90.43 le 13/04	86.58 le 08/03	+2.3%	

Au 28-4-23 Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	79.5	88.2 le 23/01	72.6 le 17/03	-6.4%	-9.5%
Or (once)	1 990	2 037 le 13/04	1 810 le 24/02	+9.6%	+6.0%
Métaux, LME	3 908	4 404 le 26/01	3 824 le 15/03	-1.9%	-5.2%
Cuivre (tonne)	8 577	9 331 le 23/01	8 236 le 04/01	+2.5%	-0.9%
Blé (tonne)	227	2.9 le 13/02	225 le 27/04	-20.5%	-23.1%
Mais (tonne)	239	2.7 le 13/02	237 le 27/04	-8.3%	-11.4%

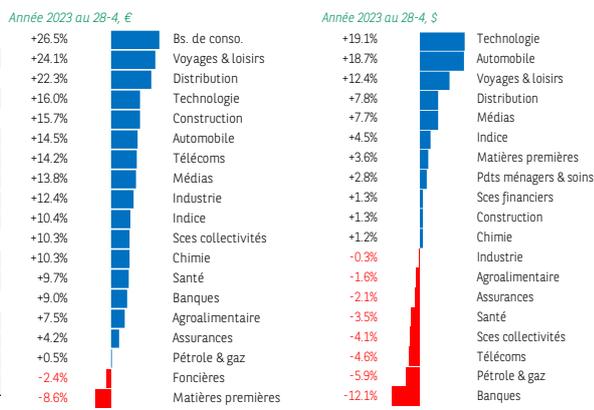
Au 28-4-23 Variations

INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023	
Monde					
MSCI Monde	2 836	2 848 le 02/02	2 595 le 05/01	+9.0%	+26.5%
Amérique du Nord					
S&P500	4 169	4 180 le 02/02	3 808 le 05/01	+8.6%	+24.1%
Europe					
EuroStoxx50	4 359	4 409 le 21/04	3 856 le 02/01	+14.9%	+22.3%
CAC 40	7 492	7 577 le 21/04	6 595 le 02/01	+15.7%	+16.0%
DAX 30	15 922	15 922 le 28/04	14 069 le 02/01	+14.4%	+15.7%
IBEX 35	9 241	9 511 le 06/03	8 370 le 02/01	+12.3%	+14.5%
FTSE100	7 871	8 014 le 20/02	7 335 le 17/03	+5.6%	+14.2%
Asie Pacifique					
MSCI, loc.	1 139	1 143 le 09/03	1 065 le 04/01	+6.6%	+13.8%
Nikkei	28 856	28 856 le 28/04	25 717 le 04/01	+10.6%	+12.4%
Emergents					
MSCI Emergents (\$)	977	1 052 le 26/01	941 le 16/03	+2.2%	+10.4%
Chine	63	75 le 27/01	62 le 20/03	-0.3%	+10.3%
Inde	750	786 le 18/01	703 le 16/03	-3.8%	+10.3%
Brésil	1 422	1 574 le 25/01	1 296 le 23/03	-7.7%	+9.7%

Au 28-4-23 Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

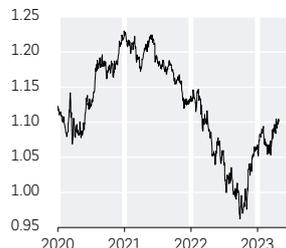


BNP PARIBAS

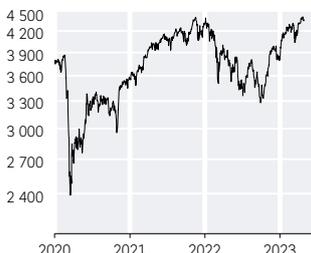
La banque d'un monde qui change

REVUE DES MARCHÉS

EURO-DOLLAR



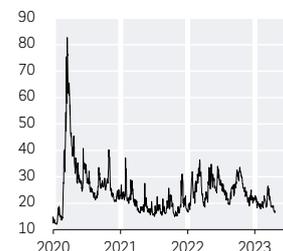
EUROSTOXX50



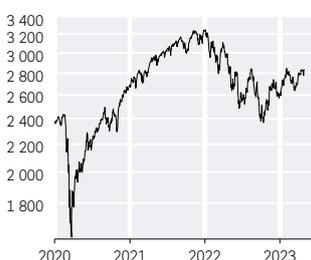
S&P500



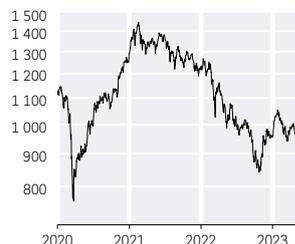
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



MSCI MONDE (USD)



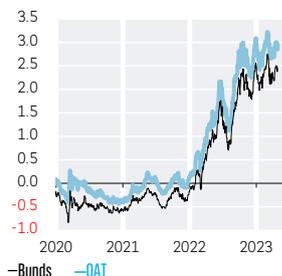
MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS

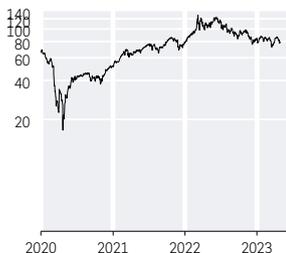


RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

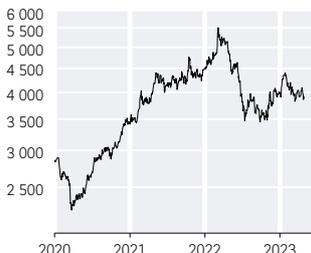
Année 2023 au 28-4

4.74%	Grèce	225 pb
4.28%	Italie	178 pb
3.53%	Espagne	104 pb
3.23%	Portugal	74 pb
3.13%	Autriche	64 pb
3.11%	Belgique	62 pb
3.07%	Finlande	58 pb
3.00%	France	51 pb
2.87%	Irlande	38 pb
2.86%	P-Bas	37 pb
2.49%	Allemagne	

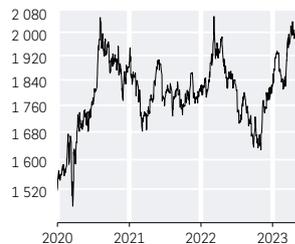
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

INCERTITUDE : ENTRE REBOND ET REFLUX, EN AVRIL, LES TRAJECTOIRES DIVERGENT

Nos différents indicateurs d'incertitude sont complémentaires en termes de portée et de méthodologie. En haut à gauche de l'encadré des graphiques, l'incertitude concernant la politique économique américaine, basée sur la couverture médiatique, a rebondi en mars après une tendance baissière qui dure depuis le mois de septembre 2022. Ce phénomène est probablement lié à la publication des dernières « minutes » de la Réserve fédérale (Fed) qui révèlent l'inquiétude de plusieurs de ses responsables concernant le secteur bancaire.

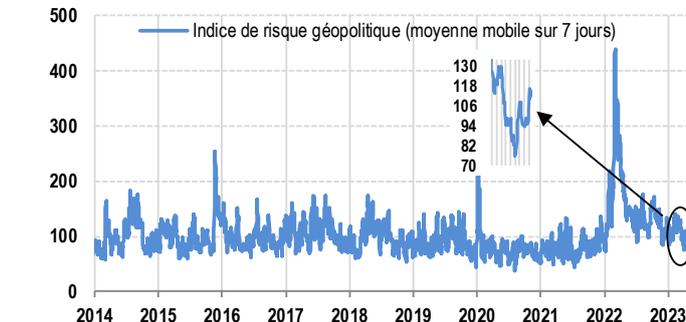
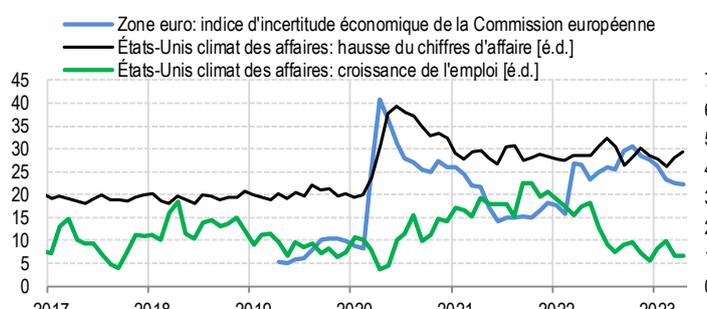
En poursuivant dans le sens des aiguilles d'une montre, l'incertitude ressentie par les entreprises américaines vis-à-vis de la croissance de leur chiffre d'affaires demeure comparativement élevée par rapport à avant la pandémie de Covid-19. En revanche, l'incertitude relative aux perspectives de l'emploi est redescendue aux niveaux précédant la pandémie.

L'indice d'incertitude économique de la Commission européenne a baissé en avril, sous l'effet de la diminution de l'incertitude dans les différents secteurs d'activité, à l'exception des services où elle s'est accrue.

L'indice du risque géopolitique (en bas à droite de l'encadré), qui est fondé sur la couverture médiatique, a augmenté au mois d'avril, après avoir fortement baissé en mars. Enfin, notre indicateur d'incertitude basé sur la Bourse (dispersion des performances journalières des sociétés individuelles) a baissé en avril aux États-Unis, après la hausse du mois de mars (en raison des perturbations qui ont agité le secteur bancaire). Il demeure orienté à la baisse en zone euro.

Tarik Rharrab

INDICATEURS DE L'INCERTITUDE



* Dispersion= moyenne mobile sur 60 jours, écart-type des rendements journaliers des composantes de l'indice

SOURCES : REFINITIV, ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY, ATLANTA FED, COMMISSION EUROPÉENNE, GPR INDEX (MATTEOIACOVIELLO.COM), 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 & 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 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. 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.

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	4,0	-0,4	1,0	2,6	9,1	6,6	2,0
Zone euro	5,3	3,5	0,8	0,5	2,6	8,4	5,4	2,6
Allemagne	2,6	1,9	0,3	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	0,7	1,9	8,7	6,1	3,0
Espagne	5,5	5,5	1,4	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 ; MIS À JOUR LE 20 AVRIL 2023 : INFLATION ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE ET ROYAUME-UNI ; MIS À JOUR LE 31 MARS 2023 : CROISSANCE ET INFLATION DES ÉTATS-UNIS

** MIS À JOUR LE 21 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	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
Royaume-Uni	BONO 10 ans	4,10	4,00	3,60	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

* MIS À JOUR : TAUX DE DÉPÔT LE 27 AVRIL 2023, FED FUNDS LE 31 MARS 2023, TAUX BOE LE 20 AVRIL 2023

** MISE À JOUR : GILT 10A LE 20 AVRIL, JGB 10 ANS LE 28 MARS 2023, TREAS. À 10 ANS 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

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
À chaque objectif son outil ou comment concilier stabilité des prix et stabilité financière	EcoPerspectives	3 avril 2023
Zone euro : que cache le rebond du climat des affaires dans le secteur des services ?	EcoWeek	3 avril 2023
Les temps sont durs pour l'économie égyptienne	EcoTVWeek	31 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 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 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 - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder
Copyright: Patpitchaya



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change