

“ LES TENSIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL PEUVENT S’ATTÉNUER EN RAISON D’UNE RÉDUCTION DES EMBAUCHES ET/OU D’UNE AUGMENTATION DES LICENCIEMENTS. TOUTEFOIS, L’IMPACT SUR L’EMPLOI DÉPEND ÉGALEMENT DE LA FACILITÉ AVEC LAQUELLE LES OFFRES D’EMPLOI SERONT SATISFAITES. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

États-Unis : le coût de la désinflation

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

---

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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





## ÉTATS-UNIS: LE COÛT DE LA DÉSINFLATION

Avec le retour de l'inflation forte, le débat sur le coût d'une politique désinflationniste, très vif au début des années 80, fait son retour aux Etats-Unis. Il porte sur le ratio de sacrifice – la perte de production par rapport à la tendance en contrepartie d'une baisse de l'inflation – et si l'atterrissage se fera en catastrophe ou en douceur. Les termes du débat ont évolué dernièrement et les commentateurs s'interrogent désormais sur une possible « désinflation immaculée » : la Réserve fédérale parviendrait à ramener l'inflation à sa cible grâce à une politique monétaire restrictive avec un faible coût en matière de chômage. Néanmoins, cela prendra du temps. Par ailleurs, l'économie américaine se porterait mieux si les postes vacants étaient pourvus. Clairement, l'inconnue de l'évolution du taux de chômage demeure.

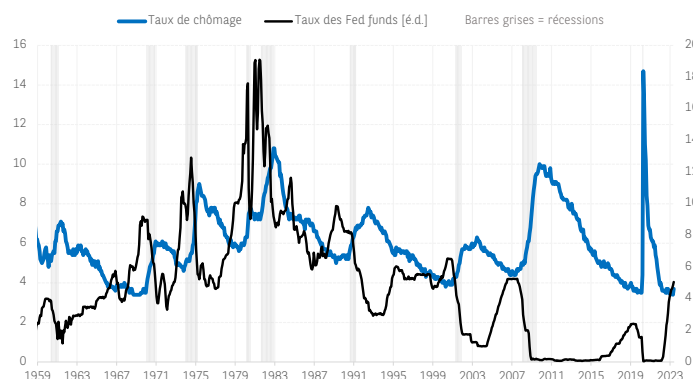
Au début des années 1980, alors que les banques centrales s'efforçaient de maîtriser l'inflation, les chercheurs ont largement débattu de la perte de croissance due à une politique désinflationniste. La thèse était la suivante : un resserrement monétaire agressif entraînerait une baisse de l'activité économique, augmenterait le taux de chômage, et diminuerait la croissance des salaires et celle de l'inflation.

On considérait qu'une augmentation temporaire du taux de chômage au-dessus de son taux naturel, ainsi qu'une perte de production par rapport au niveau tendanciel étaient le prix à payer pour faire reculer l'inflation à un niveau acceptable. Ce coût est représenté par le ratio de sacrifice, avec au numérateur, la somme des pertes de production – les déviations entre la production effective et la production au plein emploi ou tendancielle – et, au dénominateur, la variation de l'inflation tendancielle sur une période donnée, soit la différence entre le pic et le creux<sup>1</sup>.

En 1994, Laurence Ball, professeur d'économie à l'université Johns Hopkins, a déclaré que les « désinflations constituent une importante cause de récession dans les économies modernes - peut-être même la cause principale »<sup>2</sup>. C'est la raison pour laquelle les cycles de resserrement des taux donnent lieu à des discussions animées entre commentateurs du marché sur la question d'un atterrissage en catastrophe (*hard landing*) ou en douceur (*soft landing*) de l'économie. Au vu des données historiques, ce dernier cas de figure a été l'exception.

Depuis que la Réserve fédérale a commencé à relever les taux des fonds fédéraux au cours de ce cycle, le débat s'est poursuivi mais il a pris, depuis peu, une nouvelle tournure. On parle désormais de « désinflation immaculée », un processus selon lequel l'inflation est ramenée à sa cible par la banque centrale grâce à une politique monétaire restrictive, mais avec un coût insignifiant en matière de chômage<sup>3</sup>.

### ÉTATS-UNIS : TAUX DE CHÔMAGE ET TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX



GRAPHIQUE 1 SOURCES : NBER, BLS, RÉSERVE FÉDÉRALE DE ST. LOUIS, BNP PARIBAS

D'un point de vue historique, les cycles de resserrement se sont accompagnés d'un accroissement significatif du taux de chômage, à l'exception majeure de celui de 1994 au cours duquel le chômage a poursuivi sa décrue (graphique 1). D'après la dernière synthèse des projections économiques du FOMC, les membres du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale s'attendent à une croissance du PIB réel inférieure à la tendance cette année et la suivante, qui s'accompagnerait d'une hausse limitée du taux de chômage à 4,5 % (contre 3,7 % en mai), soit un niveau à peine plus élevé que celui prévu sur le long terme (4,0 %).

<sup>1</sup> Source : Laurence Ball, What determines the ratio de sacrifice, in Monetary Policy, révisé par N. Gregory Mankiw, NBER, The University of Chicago Press, 1994.

<sup>2</sup> Source : voir note de bas de page 1.

<sup>3</sup> Voir : Tracy Alloway, So where does 'immaculate disinflation' come from anyway?, Bloomberg, 9 février 2023 et Paul Krugman, Working out: from stagflation to immaculate disinflation, New York Times, 10 février 2023.

Les tensions sur le marché du travail peuvent s'atténuer en raison d'une réduction des embauches et/ou d'une augmentation des licenciements. Toutefois, l'impact sur l'emploi dépend également de la facilité avec laquelle les offres d'emploi seront satisfaites. Il est clair que l'incertitude sur ce qui arrivera au taux de chômage dans ce cycle reste grande.



Un journaliste a alors fait le commentaire suivant lors de la conférence de presse de Jerome Powell : « *il semble que [le processus] soit plus immaculé au lieu de plutôt problématique* »<sup>4</sup>. Cela fait écho au débat de l'année dernière sur la question de savoir si un atterrissage en douceur était une hypothèse réaliste<sup>5</sup> ou pas. Selon J. Powell, la désinflation des prix des biens passe par la poursuite de l'amélioration des conditions de l'offre. Ce processus est en cours.

Autre source importante d'inflation : les services liés au logement. Or, les loyers actuels et les nouveaux contrats de bail ressortent à des niveaux bas, ce qui devrait contribuer à abaisser l'inflation à terme. Enfin, et il est important de le souligner que, dans le secteur des services, « *nous observons les tout premiers signes de désinflation* ». Compte tenu de l'intensité de main-d'œuvre de ce secteur, les coûts salariaux jouent un rôle clé.

Selon le président de la Fed, le retour de l'inflation vers la cible implique une croissance économique significativement inférieure à la tendance et une poursuite de la détente du marché du travail. « *Des dispositions ont été prises que nous devons surveiller mais il faudra du temps pour que leurs effets sur l'inflation se fassent réellement sentir* ». La croissance des salaires a reculé, quoique à un rythme très progressif. J. Powell fait à cet égard allusion à une étude récente de Bernanke et Blanchard – « *qui rejoint dans une large mesure ce que je pense* » - dans laquelle les auteurs concluent que « *même si les tensions des marchés du travail n'ont pas été jusqu'à présent le principal moteur de l'inflation, nous estimons que les effets de la surchauffe de ces marchés sur la croissance nominale des salaires et l'inflation sont plus durables* »<sup>6</sup>.

La maîtrise de l'inflation passe par un allègement des tensions sur le marché du travail, c'est-à-dire par une amélioration de l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre. C'est la raison pour laquelle la Fed a procédé à une remontée aussi rapide et significative de ses taux directeurs.

La maîtrise de l'inflation passe par un allègement des tensions sur le marché du travail, c'est-à-dire par une amélioration de l'équilibre entre la demande et l'offre de main-d'œuvre. C'est la raison pour laquelle la Fed a procédé à une remontée aussi rapide et significative de ses taux directeurs.

William De Vijlder

<sup>4</sup> Source : Transcription de la conférence de presse de Jerome Powell, Réserve fédérale, 14 juin 2023. L'auteur de ce commentaire est Howard Schneider de Reuters.

<sup>5</sup> Voir Félix Berte, Ralentissement du marché du travail et récession, EcoFlash, BNP Paribas, 10 février 2023.

<sup>6</sup> Ben Bernanke et Olivier Blanchard, What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?, Hutchins Center, document de travail n°86, juin 2023.

## SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES DU FOMC

Projections de juin	Médiane			
	2023	2024	2025	Long terme
Variations du PIB réel	1	1,1	1,8	1,8
Taux de chômage	4,1	4,5	4,5	4
Inflation PCE	3,2	2,5	2,1	2
Inflation PCE sous-jacente	3,9	2,6	2,2	
Taux des <i>Fed funds</i> (trajectoire appropriée de la politique monétaire selon les projections)	5,6	4,6	3,4	2,5

TABLEAU 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE, SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, 14 JUIN 2023



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 9-6-23 au 16-6-23

➔ CAC 40	7 213	▶	7 389	+2.4 %
➔ S&P 500	4 299	▶	4 410	+2.6 %
➔ Volatilité (VIX)	13.8	▶	13.5	-0.3 pb
➔ Euribor 3m (%)	3.47	▶	3.57	+10.3 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	5.54	▶	5.51	-3.4 pb
➔ OAT 10a (%)	2.88	▶	2.93	+5.5 pb
➔ Bund 10a (%)	2.38	▶	2.46	+8.4 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.75	▶	3.77	+1.7 pb
➔ Euro vs dollar	1.08	▶	1.09	+1.6 %
➔ Or (once, \$)	1 963	▶	1 959	-0.2 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	74.8	▶	76.7	+2.5 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)		+haut 23		+bas 23		Rendements (%)	+haut 23		+bas 23
€ BCE	3.75	3.75	le 10/05	2.50	le 02/01	€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01	Bund 2a	3.22	3.36	le 08/03
Euribor 3m	3.57	3.57	le 16/06	2.16	le 02/01	Bund 10a	2.46	2.75	le 02/03
Euribor 12m	4.02	4.02	le 16/06	3.30	le 19/01	OAT 10a	2.93	3.23	le 03/03
\$ FED	5.25	5.25	le 04/05	4.50	le 02/01	Corp. BBB	4.61	4.75	le 03/03
Libor 3m	5.51	5.56	le 12/06	4.77	le 02/01	\$ Treas. 2a	4.71	5.12	le 08/03
Libor 12m	5.88	5.88	le 08/03	4.70	le 20/03	Treas. 10a	3.77	4.06	le 02/03
£ Bque Angl.	4.50	4.50	le 11/05	3.50	le 02/01	High Yield	8.66	9.16	le 20/03
Libor 3m	5.00	5.01	le 13/06	3.87	le 02/01	£ Gilt. 2a	4.92	4.92	le 16/06
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01	Gilt. 10a	4.41	4.43	le 13/06

Au 16-6-23

Au 16-6-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23		+bas 23		2023
USD	1.09	1.11	le 03/05	1.05	le 05/01	+2.4%
GBP	0.85	0.90	le 03/02	0.85	le 16/06	-3.9%
CHF	0.98	1.00	le 24/01	0.97	le 29/05	-1.1%
JPY	154.59	154.59	le 16/06	138.02	le 03/01	+9.8%
AUD	1.59	1.67	le 26/04	1.53	le 27/01	+1.0%
CNY	7.78	7.81	le 15/06	7.23	le 05/01	+4.8%
BRL	5.27	5.79	le 04/01	5.24	le 13/06	-6.4%
RUB	91.75	91.75	le 16/06	73.32	le 12/01	+17.8%
INR	89.52	90.45	le 03/05	86.58	le 08/03	+1.4%

Au 16-6-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23		+bas 23		2023	2023(€)
Pétrole, Brent	76.7	88.2	le 23/01	71.9	le 12/06	-9.7%	-11.8%
Or (once)	1 959	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02	+7.9%	+5.4%
Métaux, LME	3 837	4 404	le 26/01	3 564	le 24/05	-3.7%	-5.9%
Cuivre (tonne)	8 555	9 331	le 23/01	7 852	le 24/05	+2.3%	-0.1%
Blé (tonne)	255	2.9	le 13/02	216	le 30/05	-10.8%	-12.9%
Mais (tonne)	252	2.7	le 13/02	225	le 19/05	-3.0%	-5.3%

Au 16-6-23

Variations

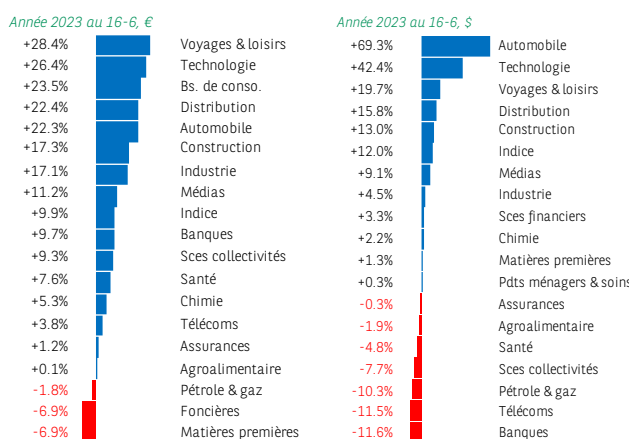
## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23		+bas 23		2023
<b>Monde</b>						
MSCI Monde	2 962	2 966	le 15/06	2 595	le 05/01	+13.8%
<b>Amérique du Nord</b>						
S&P500	4 410	4 426	le 15/06	3 808	le 05/01	+14.8%
<b>Europe</b>						
EuroStoxx50	4 395	4 409	le 21/04	3 856	le 02/01	+15.8%
CAC 40	7 389	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01	+14.1%
DAX 30	16 358	16 358	le 16/06	14 069	le 02/01	+17.5%
IBEX 35	9 495	9 511	le 06/03	8 370	le 02/01	+15.4%
FTSE100	7 643	8 014	le 20/02	7 335	le 17/03	+2.6%
<b>Asie Pacifique</b>						
MSCI, loc.	1 228	1 228	le 16/06	1 065	le 04/01	+15.0%
Nikkei	33 706	33 706	le 16/06	25 717	le 04/01	+29.2%
<b>Emergents</b>						
MSCI Emergents (\$)	1 030	1 052	le 26/01	941	le 16/03	+7.7%
Chine	64	75	le 27/01	58	le 31/05	+1.3%
Inde	796	796	le 16/06	703	le 16/03	+2.3%
Brésil	1 648	1 657	le 15/06	1 296	le 23/03	+3.3%

Au 16-6-23

Variations

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



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

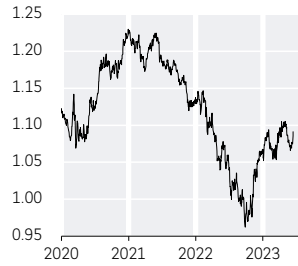


BNP PARIBAS

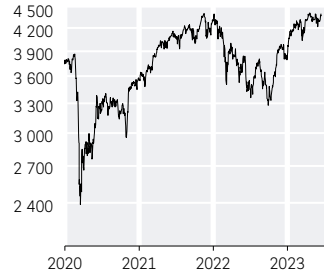
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

**EURO-DOLLAR**



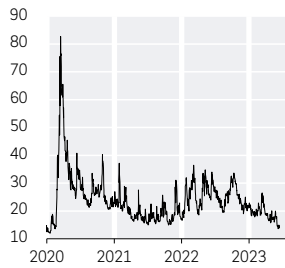
**EUROSTOXX50**



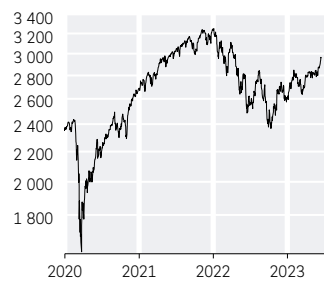
**S&P500**



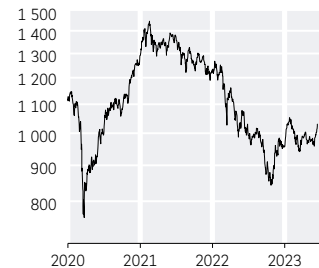
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



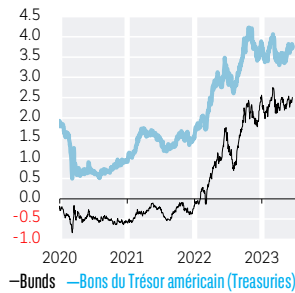
**MSCI MONDE (USD)**



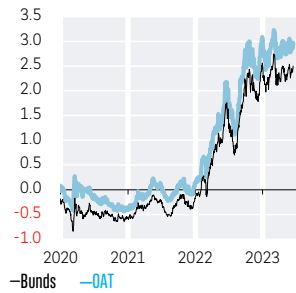
**MSCI ÉMERGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

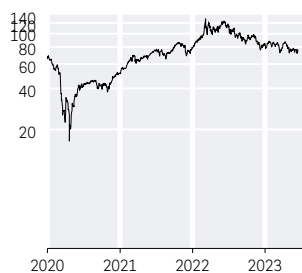


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

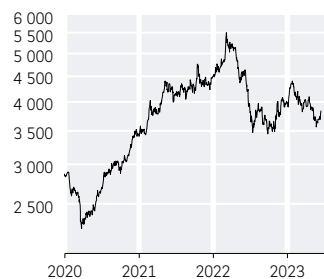
Année 2023 au 16-6

4.83%	Grèce	237 pb
3.91%	Italie	144 pb
3.38%	Espagne	92 pb
3.09%	Belgique	63 pb
3.08%	Autriche	61 pb
3.01%	Finlande	54 pb
3.00%	Portugal	54 pb
2.93%	France	47 pb
2.79%	Irlande	33 pb
2.79%	P-Bas	32 pb
2.46%	Allemagne	

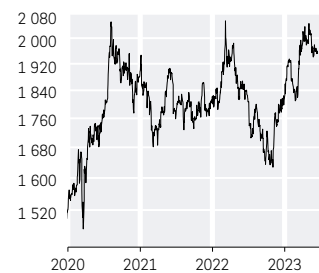
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## CHINE : LA PERTE DE VITESSE SE CONFIRME

Le rebond post-Covid de l'activité chinoise s'essouffle avec une étonnante rapidité. Les indicateurs conjoncturels pour le mois de mai 2023 témoignent d'un ralentissement de l'ensemble des composantes de la demande. Les autorités ont annoncé de légères baisses des taux directeurs les 13 et 15 juin et devraient introduire d'autres mesures de soutien dans les prochaines semaines. Il devient en effet urgent de renforcer la confiance des consommateurs et celle des investisseurs chinois. La politique de relance devrait toutefois rester prudente.

La reprise de la croissance dans les services et de la consommation des ménages, qui a suivi l'abandon de la politique zéro Covid en décembre dernier, perd déjà de son élan. Les volumes de ventes au détail ont par exemple augmenté de 12,5% sur un an en mai, contre 18,3% en avril et environ 5% au T1 2023. Or, les chiffres de croissance en glissement annuel sont encore gonflés par des effets de base favorables découlant des confinements très stricts imposés dans la région de Shanghai au printemps 2022. Cela explique l'apparente amélioration, visible sur notre baromètre, des conditions économiques pendant la période entre mars et mai 2023 par rapport aux trois mois précédents.

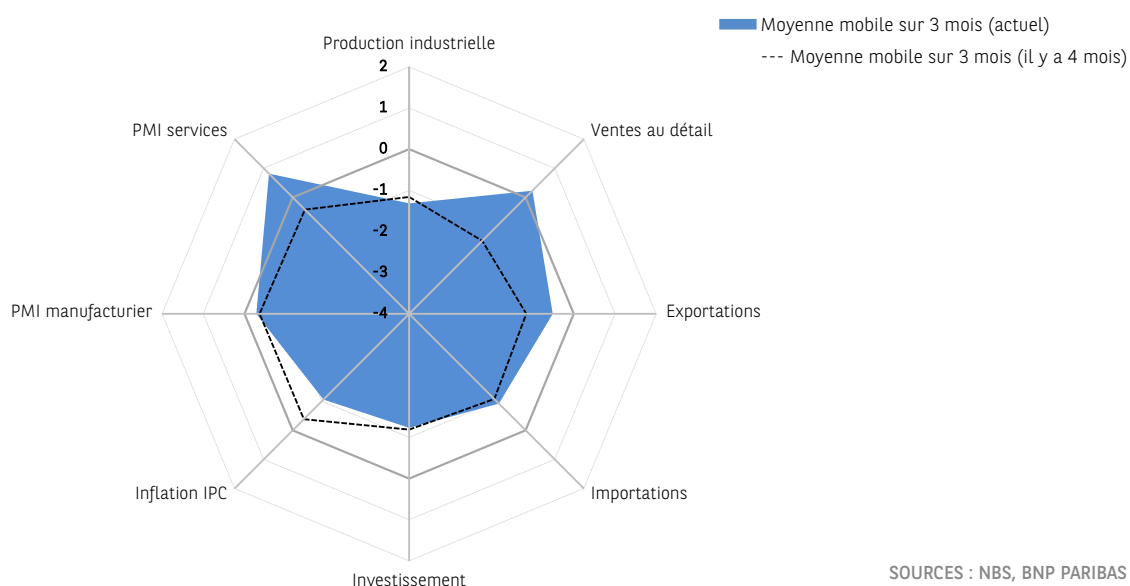
En réalité, les ménages chinois limitent leurs dépenses et préfèrent se désendetter. Ils restent prudents face aux incertitudes qui pèsent sur leurs perspectives de revenus et à la crise qui persiste dans le secteur immobilier. Le taux de chômage pour l'ensemble des zones urbaines est resté stable, à 5,2% en mai, après deux mois de légère baisse, et se rapproche de son niveau d'avant-Covid. Cependant, le taux de chômage des jeunes de 16-24 ans a poursuivi sa hausse pour atteindre un record historique à 20,8% (contre 12% en 2019). L'inflation des prix à la consommation reste, quant à elle, très faible (+0,2% en mai en g.a. après +0,1% en avril après +1,3% au T1).

La crise du secteur immobilier se prolonge. Certes, le nombre de chantiers de construction achevés s'est redressé depuis le début de l'année, grâce aux mesures de soutien des autorités qui ont notamment ciblé les promoteurs capables de finaliser leurs projets en cours et de livrer les logements prépayés, afin de renforcer la confiance dans le marché résidentiel. Mais le sentiment des acheteurs potentiels apparaît toujours déprimé et un grand nombre de promoteurs continuent de faire face à d'importantes difficultés financières. Les ventes de logement ont chuté de 16% en g.a. en mai, et la contraction de l'investissement immobilier s'est aggravée (atteignant -7,2% en g.a. en valeur sur les cinq premiers mois de 2023). Cela a largement contribué au ralentissement de l'investissement total (+4% en valeur seulement sur les cinq premiers mois de 2023).

Enfin, la croissance du secteur industriel a ralenti à +3,5% en g.a. en mai après +5,6% en avril et +3% au T1. Elle est lourdement pénalisée par le ralentissement de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. En mai, les exportations de marchandises chinoises sont reparties à la baisse (-8% en g.a. en USD courants) après le rebond affiché en mars-avril, et le recul des importations s'est poursuivi (-5,1% en g.a. en mai après -7,8% en avril).

Christine Peltier

### CHINE : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DES INDICATEURS



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 nettement tassée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,3% t/t). L'analyse détaillée de ce chiffre permet d'en relativiser la faiblesse, essentiellement due à la contribution très négative des variations de stocks. On voit peu de signes de la récession attendue en raison du resserrement monétaire, et même aucun au niveau du marché du travail, ce qui nous amène à rehausser les perspectives de croissance à court terme (2<sup>e</sup> trimestre un peu plus positif, 3<sup>e</sup> trimestre un peu moins négatif). Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade 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. 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 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. 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

Après un chiffre légèrement négatif au T4 2022, la croissance économique en zone euro a surpris 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 première estimation de la croissance au T1 2023 a laissé une impression moins favorable (hausse du PIB de seulement +0,1 % t/t). Le chiffre pourrait même passer en territoire négatif dans le sillage de la forte révision en baisse de la croissance allemande : la zone euro basculerait alors en récession technique. Si un rebond technique est anticipé au T2, 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<sup>er</sup> trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4<sup>e</sup> 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. 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 son taux en juin et ce n'est pas terminé. Si l'inflation sous-jacente montre des signes encourageants de décade en avril et mai, ils ne suffisent pas à mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00%. Autre aspect 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 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.

### 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	1.3	-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	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	7.3	2.2
Zone euro	5.3	3.5	0.4	0.6	2.6	8.4	5.3	2.7
Allemagne	2.6	1.9	-0.4	0.5	3.2	8.7	5.7	2.4
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.6	2.6
Italie	7.0	3.8	1.1	0.7	1.9	8.7	6.0	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	2.8	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	2.5	0.5	8.3	9.3	4.7	4.0

\* CROISSANCE MISE À JOUR LE 8 JUIN 2023 : JAPON, LE 2 JUIN 2023 : ÉTATS-UNIS ET BRÉSIL, LE 17 MAI 2023 : ROYAUME-UNI, LE 28 MAI 2023 : ALLEMAGNE  
 \*\* INFLATION MISE À JOUR : LE 16 JUIN 2023 : ÉTATS-UNIS, ROYAUME-UNI ET BRÉSIL, LE 2 JUIN 2023 : ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE,  
 \*\*\* ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1  
 SOURCE: BNP PARIBAS (E: ESTIMATES & FORECASTS)

### 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	5.50	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*	4.75	5.25	5.50	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	0.60	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 15 JUIN 2023, FED FUNDS : 2 JUIN 2023, TAUX BOE : 13 JUIN 2023  
 \*\* BUND 10A: MISE À JOUR LE 3 MAI, GILT 10A: 15 JUIN, JGB 10 ANS : LE 28 MARS 2023, TREAS. À 10 ANS : LE 5 JUIN 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="#">Allemagne : un choc à double détente</a>	EcoTVWeek	16 juin 2023
<a href="#">Le Brexit a-t-il vraiment réduit l'attractivité économique du Royaume-Uni ?</a>	EcoFlash	15 juin 2023
<a href="#">Edition de juin 2023</a>	Petit Atlas de l'Economie	14 juin 2023
<a href="#">Transition écologique : ce qu'il en coûte</a>	Graphique de la Semaine	14 juin 2023
<a href="#">Zone euro : de l'importance des niveaux et de leurs variations dans l'analyse conjoncturelle</a>	EcoWeek	13 juin 2023
<a href="#">Le Royaume-Uni envisage une revue du système de garantie des dépôts</a>	EcoTVWeek	9 juin 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation de juin 2023</a>	EcoCharts	8 juin 2023
<a href="#">La croissance néerlandaise entre aléas conjoncturels et transition énergétique</a>	Graphique de la Semaine	7 juin 2023
<a href="#">Zone euro et états-unis : d'où vient l'inflation ?</a>	EcoWeek	6 juin 2023
<a href="#">Inde : l'avantage démographique pourrait se transformer en risque social</a>	EcoTVWeek	1 juin 2023
<a href="#">Chine : la crise immobilière persiste</a>	Graphique de la semaine	31 mai 2023
<a href="#">France : le taux de marge des entreprises s'améliore</a>	EcoBrief	31 mai 2023
<a href="#">Zone euro : la dichotomie entre secteur manufacturier et secteur des services</a>	EcoWeek	31 mai 2023
<a href="#">OCDE : baromètre de mai 2023</a>	EcoPulse	26 mai 2023
<a href="#">Élections législatives en Thaïlande</a>	EcoTVWeek	26 mai 2023
<a href="#">France : le pessimisme gagne du terrain</a>	EcoBrief	25 mai 2023
<a href="#">Normalisation de la politique monétaire au royaume-uni : l'impact sur les prêts hypothécaires aux ménages</a>	Chart of the Week	24 mai 2023
<a href="#">France : pas de récession sans destructions d'emplois</a>	EcoWeek	22 mai 2023
<a href="#">Hongrie : Le nouveau recul du PIB souligne de nombreux défis</a>	EcoTVWeek	19 mai 2023
<a href="#">Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu</a>	Graphique de la Semaine	17 mai 2023
<a href="#">Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu</a>	EcoWeek	16 mai 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](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:



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change