

“ LES DERNIERS INDICATEURS DU MARCHÉ DU TRAVAIL FRANÇAIS RESTENT FAVORABLES, SANS TOUTEFOIS MASQUER LES PREMIERS SIGNES D'UNE DÉTÉRIORATION VISIBLES DANS L'EMPLOI INTÉRIMAIRE ET LA CONSTRUCTION. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

2

3

ÉDITORIAL

France : pas de récession sans destructions d'emplois

5

REVUE DES MARCHÉS

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

7

BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : Chine

8

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

11

DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



FRANCE: PAS DE RÉCESSION SANS DESTRUCTIONS D'EMPLOIS

Le marché du travail français ne cesse de surprendre favorablement avec 42 000 créations nettes d'emplois au 1^{er} trimestre 2023 selon l'Insee, dans une économie qui montre pourtant, depuis plus d'un an, de nombreux signes de refroidissement. Cette résistance du marché du travail n'est pas anormale puisque ce dernier a bénéficié d'effets de rattrapage post-Covid, notamment dans les services marchands. Toutefois, alors que plusieurs dynamiques se sont grippées, notamment dans le bâtiment, une détérioration pourrait intervenir sur le marché du travail.

La situation du marché du travail est décisive pour éviter une récession. En effet, la crainte du chômage et la progression des salaires sont essentiels pour les ménages car ces deux éléments conditionnent leur pouvoir d'achat et leur taux d'épargne. De fait, la rétention de main d'œuvre qui pourrait caractériser le marché du travail, en cas de dégradation mesurée de la demande, permettrait d'éviter une récession. Il est en effet assez rare qu'une récession ne s'accompagne pas d'une contraction de l'emploi (*graphique 1*).

Plusieurs arguments fondamentaux expliquent la persistance d'un nombre significatif de créations d'emplois en ce début d'année 2023. Le manque de main d'œuvre reste le premier facteur limitant la production dans des secteurs clés, notamment dans la construction (*graphique 2*). Les premiers signes d'une prochaine détérioration sont pour autant notables puisque les contraintes liées à la demande augmentent.

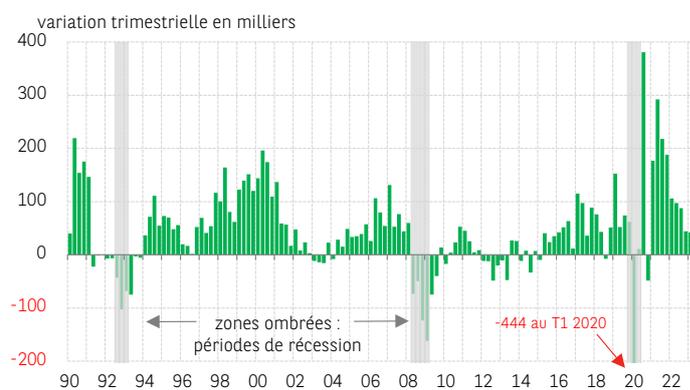
De fait, l'enquête mensuelle de conjoncture de l'Insee ne montre pas encore de signaux plus larges de détérioration de l'emploi. Depuis début 2022, ce dernier a bien subi des accrocs, que cette enquête révèle, mais ils sont restés concentrés sur certaines composantes et se sont dissipés avant de se propager. Ainsi, le 1^{er} semestre 2022 a vu un repli de l'emploi intérimaire (*graphique 3*), un élément qui, par le passé, a souvent précédé une détérioration plus généralisée de l'emploi salarié, comme en 2007-08 ou en 2011-12. Toutefois, cette tendance touchant l'intérim s'est inversée avant même que l'emploi salarié ne montre de véritables signes de détérioration.

On pourrait objecter que le marché du travail a continué de bénéficier d'effets de rattrapage post-Covid en 2022 et a accompagné le rebond de l'activité dans les services. Ainsi, la production de services a crû de telle manière qu'elle a retrouvé fin 2022 le niveau qu'elle aurait atteint si sa tendance de croissance pré-Covid s'était poursuivie (*graphique 4*). L'emploi dans les services marchands a bénéficié de cet effet de rattrapage qui paraît désormais matérialisé. En parallèle, l'industrie et la construction ont connu une bonne année 2022. Cela leur a permis de rattraper une partie de leur retard dans la mise en œuvre des carnets de commande, conduisant les entreprises de ces secteurs à restocker. Là encore, l'emploi a bénéficié de cette dynamique pour continuer de progresser.

Un autre accroc a été dû au risque d'une récession pendant l'automne et l'hiver 2022, en lien avec de possibles pénuries d'énergie, ce qui a conduit une partie de l'industrie à ralentir sa production. Cet élément a notamment affecté la sous-traitance et expliqué la perte de dynamisme des créations d'emplois dans les services marchands au 4^e trimestre. L'accroc aura été, là encore, de courte durée puisque ce secteur a vu ses créations d'emplois repartir nettement à la hausse au 1^{er} trimestre 2023, en parallèle d'un rebond marqué de la production de services. En conséquence, les services marchands (hors intérim) ont créé 58 000 emplois au 1^{er} trimestre 2023, retrouvant un rythme de création proche de celui du 3^e trimestre (contre 18 000 créations au 4^e).

1 Voir « France : essoufflement », EcoBrief du 20 avril 2023

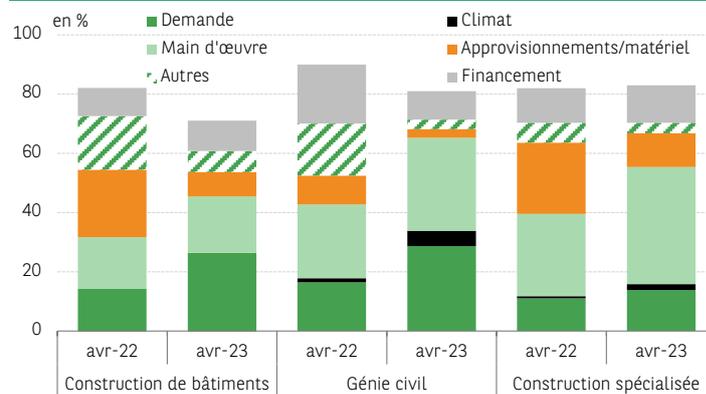
FRANCE : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIÉ PRIVÉ



GRAPHIQUE 1

SOURCES : INSEE, CALCULS BNP PARIBAS

FRANCE : CONTRAINTES LIMITANT LA PRODUCTION DANS LE BÂTIMENT



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS BNP PARIBAS

La dynamique récente de l'emploi intérimaire pourrait constituer un nouveau signal négatif (*graphique 3*). Ce marqueur d'un ralentissement sur le marché du travail entraînera-t-il cette fois l'emploi salarié classique ? La détérioration récente des enquêtes de conjoncture constitue une nouvelle alerte puisqu'elle concerne à la fois l'industrie et les services¹, même si elle reste relative.

Un examen par secteurs des données d'enquêtes concernant l'emploi montre que la situation du commerce de détail est dégradée depuis près de 5 ans, avec une succession de défis majeurs pour le secteur : des manifestations des gilets jaunes à l'inflation de 2022-23, en pas-



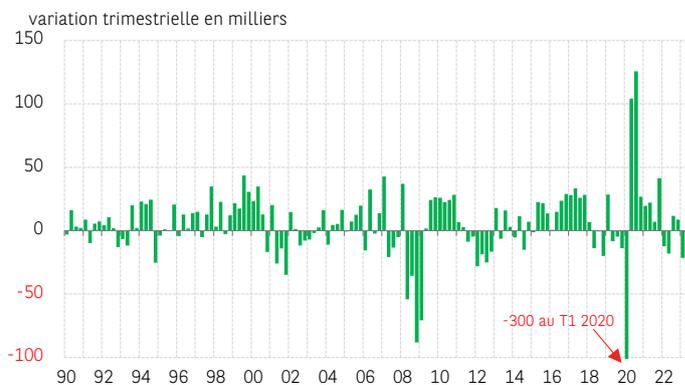
sant par la période de Covid-19. Il s'agit d'éléments spécifiques à ce secteur qui n'ont toutefois pas engendré une diminution de l'emploi, mais plutôt une croissance inférieure à la normale de ce dernier.

L'évolution du secteur de la construction pourrait, en revanche, préfigurer la fin des « jours heureux ». L'enquête de conjoncture de l'Insee portant sur le gros œuvre montre ainsi une détérioration franche des balances d'opinion sur l'emploi, tant en termes de tendance passée que de tendance prévue des effectifs. Elle est cohérente avec des contraintes de demande qui sont désormais plus conséquentes pour la construction de bâtiment comme pour les travaux publics (*graphique 2*), à la différence des travaux de construction spécialisés, qui bénéficient de la rénovation thermique des bâtiments (un élément qui n'est pas conjoncturel). Au global, le secteur a subi au 1^{er} trimestre 2023 ses premières destructions d'emplois (3 000 unités) depuis le 4^e trimestre 2016.

Cette convergence d'éléments plus négatifs suggère qu'une transition serait engagée, et qu'elle pourrait concerner davantage de secteurs dans les mois qui viennent, la montée en puissance des contraintes de demande préfigurant ainsi une détérioration de l'emploi. Toutefois, les difficultés récemment rencontrées par les entreprises, lorsqu'elles ont cherché à recruter, militent davantage pour une stabilisation de l'emploi à partir du 2nd semestre que pour une baisse.

Quelle croissance du PIB devrait accompagner ce possible refroidissement du marché du travail ? Une stagnation est plus plausible qu'une récession. Le fait que l'emploi ne se contracte pas limiterait la remon-

FRANCE : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI INTÉRIMAIRE



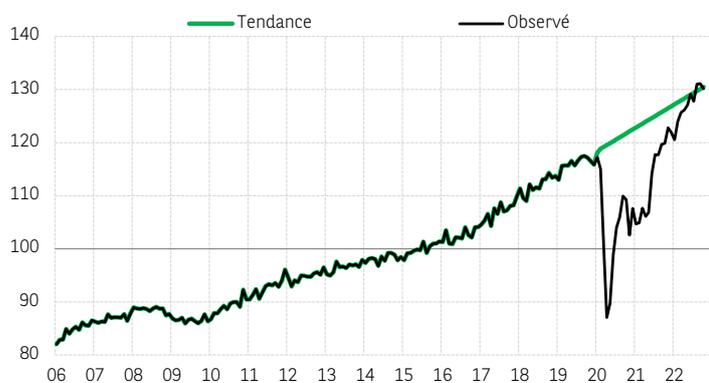
GRAPHIQUE 3

SOURCES : INSEE, CALCULS BNP PARIBAS

tée du chômage. Ainsi, la crainte du chômage telle que perçue par les ménages n'atteindrait pas les niveaux connus lors de précédentes récessions (*graphique 5*), permettant ainsi d'éviter un repli additionnel de leur consommation.

Stéphane Colliac

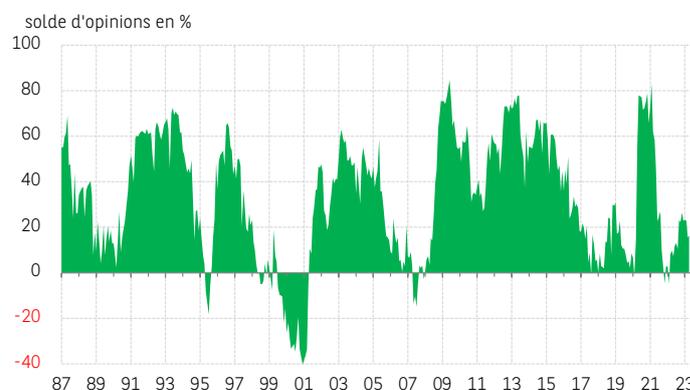
FRANCE : INDICE DE PRODUCTION DANS LES SERVICES



GRAPHIQUE 4

SOURCES : INSEE, CALCULS BNP PARIBAS

FRANCE : PERSPECTIVES DES MÉNAGES SUR L'ÉVOLUTION DU CHÔMAGE



GRAPHIQUE 5

SOURCES : INSEE, BNP PARIBAS



Les derniers indicateurs du marché du travail français restent favorables, sans toutefois masquer les premiers signes d'une détérioration visibles dans l'emploi intérimaire et la construction. Des contraintes de demande plus élevées pour les entreprises militent pour un élargissement de ces difficultés, sans toutefois aller jusqu'à une contraction de l'emploi salarié total, ce qui protégerait l'économie française d'une récession.



REVUE DES MARCHÉS

5

VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 12-5-23 au 19-5-23

➔ CAC 40	7 415	➔ 7 492	+1.0 %		
➔ S&P 500	4 124	➔ 4 192	+1.6 %		
⬆ Volatilité (VIX)	#N/A	➔ #N/A	#N/A pb		
➔ Euribor 3m (%)	3.35	➔ 3.42	+6.7 pb		
➔ Libor \$ 3m (%)	5.32	➔ 5.39	+7.4 pb		
➔ OAT 10a (%)	2.78	➔ 2.99	+20.3 pb		
➔ Bund 10a (%)	2.27	➔ 2.43	+16.1 pb		
➔ US Tr. 10a (%)	3.47	➔ 3.71	+24.6 pb		
➔ Euro vs dollar	1.09	➔ 1.08	-0.7 %		
➔ Or (once, \$)	2 010	➔ 1 967	-2.1 %		
➔ Pétrole (Brent, \$)	74.2	➔ 75.6	+2.0 %		

MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Taux d'intérêt (%)									
			+haut 23		+bas 23				
€ BCE	3.75	3.75	le 10/05	2.50	le 02/01				
Eonia	-0.51	-0.51	le 02/01	-0.51	le 02/01				
Euribor 3m	3.42	3.42	le 19/05	2.16	le 02/01				
Euribor 12m	3.88	3.98	le 09/03	3.30	le 19/01				
\$ FED	5.25	5.25	le 04/05	4.50	le 02/01				
Libor 3m	5.39	5.39	le 19/05	4.77	le 02/01				
Libor 12m	5.44	5.88	le 08/03	4.70	le 20/03				
£ Bque Angl	4.50	4.50	le 11/05	3.50	le 02/01				
Libor 3m	4.73	4.73	le 19/05	3.87	le 02/01				
Libor 12m	0.81	0.81	le 02/01	0.81	le 02/01				

Au 19-5-23

Rendements (%)									
			+haut 23		+bas 23				
€ Moy. 5-7a	2.64	2.64	le 02/01	2.64	le 02/01				
Bund 2a	2.87	3.36	le 08/03	2.39	le 20/03				
Bund 10a	2.43	2.75	le 02/03	1.98	le 18/01				
OAT 10a	2.99	3.23	le 03/03	2.42	le 18/01				
Corp. BBB	4.63	4.75	le 03/03	3.95	le 02/02				
\$ Treas. 2a	4.37	5.12	le 08/03	3.85	le 04/05				
Treas. 10a	3.71	4.06	le 02/03	3.30	le 06/04				
High Yield	8.89	9.16	le 20/03	7.94	le 02/02				
£ Gilt. 2a	3.94	4.33	le 19/04	3.15	le 02/02				
Gilt. 10a	3.99	3.99	le 19/05	3.00	le 02/02				

Au 19-5-23

TAUX DE CHANGE

1€ =									
			+haut 23		+bas 23				2023
USD	1.08	1.11	le 03/05	1.05	le 05/01				+1.1%
GBP	0.87	0.90	le 03/02	0.87	le 19/05				-2.2%
CHF	0.97	1.00	le 24/01	0.97	le 17/05				-1.4%
JPY	149.41	150.77	le 01/05	138.02	le 03/01				+6.1%
AUD	1.62	1.67	le 26/04	1.53	le 27/01				+3.0%
CNY	7.58	7.66	le 03/05	7.23	le 05/01				+2.1%
BRL	5.38	5.79	le 04/01	5.33	le 15/05				-4.4%
RUB	86.43	91.39	le 26/04	73.32	le 12/01				+10.9%
INR	89.17	90.45	le 03/05	86.58	le 08/03				+1.0%

Au 19-5-23

Variations

MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$									
			+haut 23		+bas 23				2023 2023(€)
Pétrole, Brent	75.6	88.2	le 23/01	72.4	le 03/05				-10.9% -11.9%
Or (once)	1 967	2 047	le 04/05	1 810	le 24/02				+8.4% +7.2%
Métaux, LMEX	3 722	4 404	le 26/01	3 670	le 16/05				-6.6% -7.6%
Cuivre (tonne)	8 201	9 331	le 23/01	8 074	le 16/05				-2.0% -3.0%
Blé (tonne)	222	2.9	le 13/02	219	le 02/05				-22.4% -23.2%
Mais (tonne)	225	2.7	le 13/02	225	le 19/05				-13.5% -14.4%

Au 19-5-23

Variations

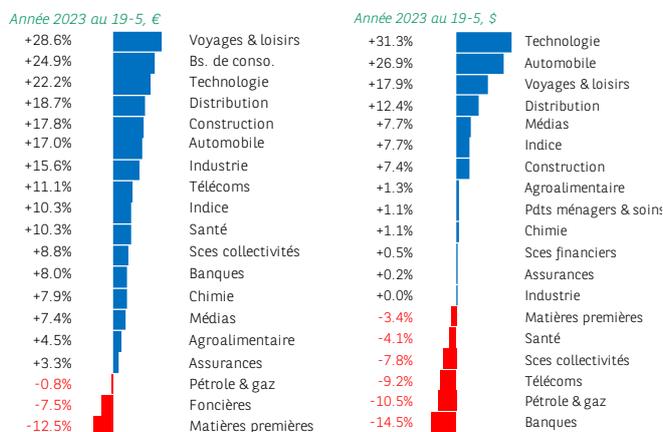
INDICES ACTIONS

	Cours								
			+haut 23		+bas 23				2023
Monde									
MSCI Monde	2 843	2 848	le 02/02	2 595	le 05/01				+9.2%
Amérique du Nord									
S&P500	4 192	4 198	le 18/05	3 808	le 05/01				+9.2%
Europe									
EuroStoxx50	4 395	4 409	le 21/04	3 856	le 02/01				+15.9%
CAC 40	7 492	7 577	le 21/04	6 595	le 02/01				+15.7%
DAX 30	16 275	16 275	le 19/05	14 069	le 02/01				+16.9%
IBEX 35	9 252	9 511	le 06/03	8 370	le 02/01				+12.4%
FTSE100	7 757	8 014	le 20/02	7 335	le 17/03				+4.1%
Asie Pacifique									
MSCI, loc.	1 172	1 172	le 19/05	1 065	le 04/01				+9.7%
Nikkei	30 808	30 808	le 19/05	25 717	le 04/01				+18.1%
Emergents									
MSCI Emergents (\$)	977	1 052	le 26/01	941	le 16/03				+2.2%
Chine	62	75	le 27/01	62	le 19/05				-2.9%
Inde	753	786	le 18/01	703	le 16/03				-2.4%
Brésil	1 502	1 574	le 25/01	1 296	le 23/03				-2.7%

Au 19-5-23

Variations

PERFORMANCE PAR SECTEUR (Eurostoxx50 & S&P500)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

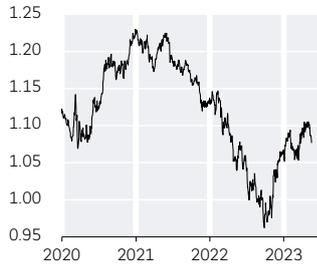


BNP PARIBAS

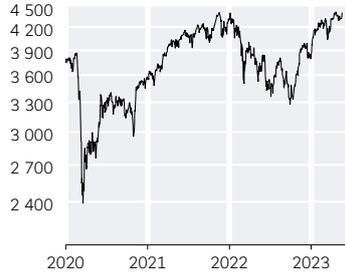
La banque
d'un monde
qui change

REVUE DES MARCHÉS

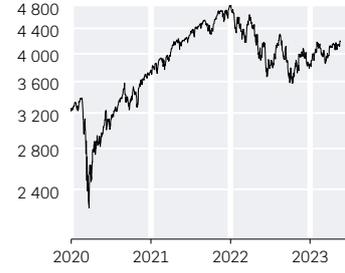
EURO-DOLLAR



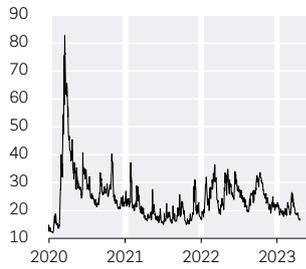
EUROSTOXX50



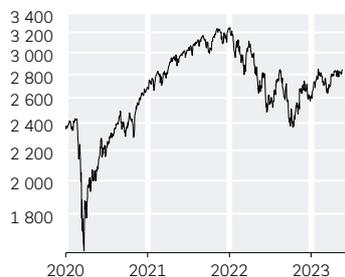
S&P500



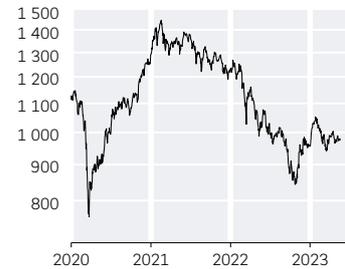
VOLATILITÉ (VIX, S&P500)



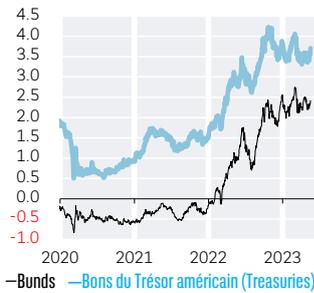
MSCI MONDE (USD)



MSCI ÉMERGENTS (USD)



RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS, TREASURIES VS BUND



—Bunds —Bons du Trésor américain (Treasuries)

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS



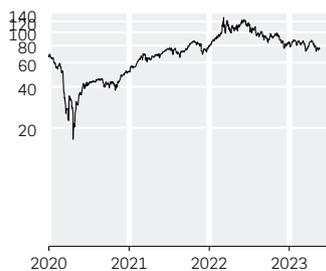
—Bunds —OAT

RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS

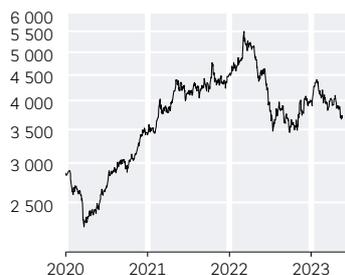
Année 2023 au 19-5

5.14%	Grèce	271 pb
4.21%	Italie	178 pb
3.47%	Espagne	104 pb
3.13%	Belgique	70 pb
3.12%	Portugal	69 pb
3.11%	Autriche	68 pb
3.02%	Finlande	59 pb
2.99%	France	56 pb
2.85%	P-Bas	41 pb
2.84%	Irlande	41 pb
2.43%	Allemagne	

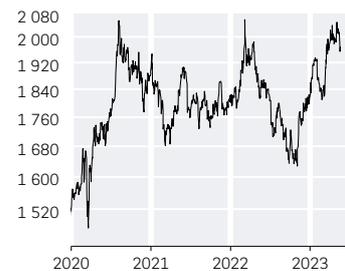
PÉTROLE (BRENT, USD)



MÉTAUX (LMEX, USD)



OR (ONCE, USD)



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



CHINE : LA REPRISE MANQUE DE SOUFFLE

Au vu des indicateurs conjoncturels pour le mois d'avril 2023, le redressement de la croissance économique chinoise s'essouffle rapidement. Certes, l'abandon encore récent de toutes les restrictions sanitaires (décembre 2022) et les effets de rattrapage post-Covid continuent de soutenir la demande des ménages. En revanche, l'activité liée aux autres composantes de la demande tourne au ralenti.

En avril, l'activité dans le secteur des services a continué de se rétablir (+13,5% en glissement annuel, après +6,7% au T1 2023). Parallèlement, les volumes de ventes au détail ont augmenté de 18% en g.a., après +6% au T1. Par ailleurs, les chiffres de la croissance en glissement annuel bénéficient d'effets de base très favorables puisque le pays et la région de Shanghai, en particulier, ont connu au printemps 2022 un confinement très strict et une contraction de l'activité. En mai, les effets de rattrapage post-Covid vont se prolonger, et le rebond dans les services devrait s'accroître notamment grâce aux jours fériés du début du mois. Au cours de cette période de congés, les volumes d'activité du secteur du tourisme en Chine dépassaient de 19% le niveau atteint sur la même période en 2019.

Cependant, les ménages chinois restent prudents (ils ont limité leurs dépenses par tête lors de leurs récents voyages). Ils s'inquiètent notamment de la faible progression de leurs revenus (la hausse du revenu disponible par tête en termes réels était de +2,9% en 2022 et +3,8% en g.a. au T1 2023, contre une croissance moyenne annuelle de +6,7% sur les cinq années précédant la pandémie de Covid), du taux de chômage élevé (en légère baisse en avril, à 5,2%, pour l'ensemble des zones urbaines mais en hausse, à 20,4%, pour les jeunes de 16-24 ans), et de la crise persistante du secteur immobilier. Heureusement, l'inflation des prix à la consommation reste faible (+0,1% en g.a. en avril après +1,3% au T1).

Dans ce contexte, les ménages semblent préférer se désendetter malgré les mesures prises par les autorités pour encourager la demande de logements. Au T1 2023, les crédits au logement se sont légèrement réduits en glissement annuel, et l'encours total de la dette des ménages a augmenté de seulement +4% (contre +5,5% au T4 2022 et +12,7% au T4 2021). Cette dette s'élevait à 60,9% du PIB à fin mars 2023, contre 61,2% à fin 2021.

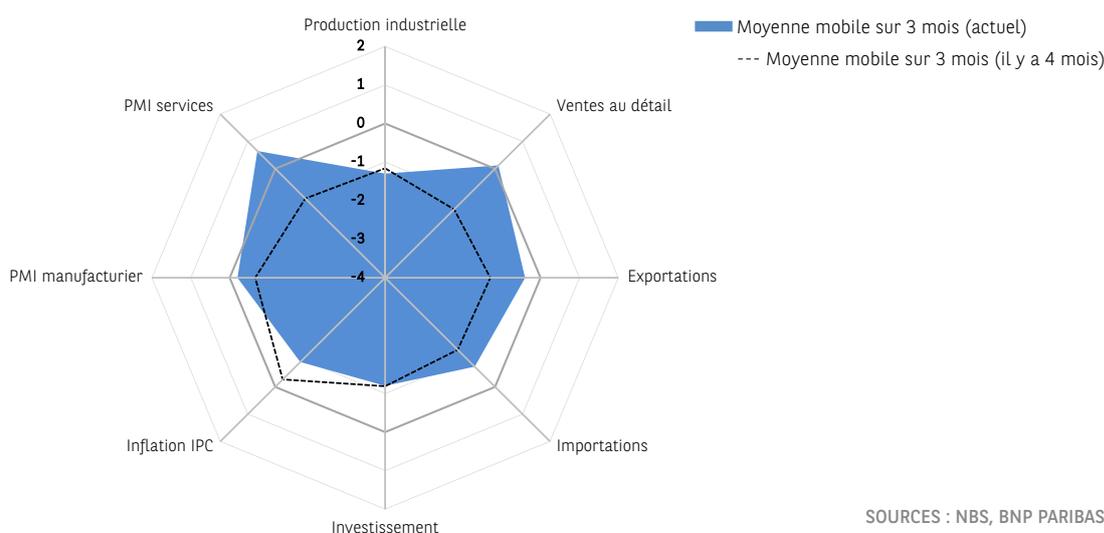
Les espoirs d'une légère amélioration, observée au premier trimestre dans les secteurs de l'immobilier et dans la construction, sont vite retombés. La baisse des ventes de logements a atteint -11,8% en avril, et la contraction de l'investissement immobilier s'est aggravée (atteignant -6,2% en g.a. en valeur sur les quatre premiers mois de 2023).

La croissance du secteur industriel a également largement déçu en avril, s'établissant à +5,6% en g.a. après +3% au T1, alors que l'activité s'était contractée l'année passée à la même période. L'activité industrielle est restée pénalisée, notamment par la baisse de la production d'ordinateurs, dans un contexte de fortes tensions entre la Chine et les États-Unis et de ralentissement de la demande mondiale. Les exportations ont toutefois affiché un rebond en mars et avril (+11% en g.a. après cinq mois de baisse), mais les perspectives à court terme restent incertaines.

Enfin, la croissance de l'investissement total reste faible (+4,7% en g.a. en valeur sur les quatre premiers mois de 2023, contre +5,1% en 2022), ce qui s'explique par la crise du secteur immobilier et les incertitudes pesant sur la demande mondiale de biens manufacturés. Cela reflète aussi le pessimisme général des investisseurs privés face aux risques géopolitiques et aux risques réglementaires en Chine. L'investissement privé a d'ailleurs quasiment stagné ces derniers mois.

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

L'économie américaine a poursuivi sa croissance au T4, bien que sur un rythme un peu plus modéré qu'au T3, notamment soutenue par la consommation des ménages et la croissance des stocks, deux déterminants fragiles, suggérant que le ralentissement devrait se poursuivre. Le tassement de la croissance au T1 2023 en atteste. Ce ralentissement reste cependant progressif comme le montre 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 décruve 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. Néanmoins, la Réserve fédérale pourrait en avoir terminé avec la remontée de ses taux directeurs compte tenu du durcissement concomitant des conditions d'accès au crédit. 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

Légèrement négative au T4 2022, la croissance économique en zone euro a tout de même été 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 première estimation de la croissance au T1 2023 a laissé une impression moins favorable (hausse du PIB de seulement +0,1 % t/t). La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire à marche forcée devrait affaiblir plus nettement l'activité à compter de la mi-2023. La croissance du PIB réel serait faiblement positive en 2023 et 2024, respectivement à 0,6% 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 accélérée au 1er trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une relative stagnation au 2e semestre 2022 (+0,1% au T3 et +0% au T4 t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. *A contrario*, la consommation (stable au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-1,4% au T1, après -1,6% 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 2,6% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, après l'augmentation de 25 pb en mai, la Réserve fédérale devrait mettre un terme à la hausse de ses taux directeurs. L'inflation reste élevée mais le durcissement important des conditions d'accès au crédit devrait faire pencher la balance en faveur d'un arrêt du cycle de resserrement. La lenteur de la désinflation jouerait néanmoins dans l'absence de baisse des taux directeurs jusque début 2024, et ce malgré l'entrée en récession de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint aussi. Ils devraient baisser avec pour toile de fond le recul progressif de l'inflation et la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

Si pour la Fed, la hausse de mai est anticipée comme la dernière, pour la BCE, ce ne serait pas le cas. Nous nous attendons à ce que celle-ci poursuive le relèvement de ses taux directeurs, jusqu'à 3,75 % au T3 pour le taux de dépôt. Autre outil de resserrement

monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, de ses réinvestissements dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens pourraient aussi avoir atteint leur pic et devraient 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.

PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB**				Inflation*			
	2021	2022	2023 e	2024 e	2021	2022	2023 e	2024 e
États-Unis	5.9	2.1	1.4	-0.1	4.7	8.0	4.4	2.6
Japon	2.2	1.0	1.1	0.8	-0.2	2.5	3.3	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	6.6	2.0
Zone euro	5.3	3.5	0.6	0.5	2.6	8.4	5.4	2.6
Allemagne	2.6	1.9	0.0	0.5	3.2	8.7	5.8	2.6
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	6.1	3.0
Italie	7.0	3.8	0.9	0.6	1.9	8.7	6.1	2.2
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	3.2	2.2
Chine	8.4	3.0	5.6	5.3	0.9	2.0	2.7	2.5
Inde***	8.7	7.0	5.7	6.0	5.5	6.7	5.4	4.5
Brésil	5.0	2.9	1.5	0.5	8.3	9.3	5.5	5.5

* MIS À JOUR LE 28 AVRIL 2023 : INFLATION JAPON; LE 20 AVRIL 2023 : INFLATION ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE ET ROYAUME-UNI; LE 31 MARS 2023 : CROISSANCE ET INFLATION DES ÉTATS-UNIS

** MIS À JOUR LE 17 MAI 2023 : CROISSANCE ROYAUME-UNI ET JAPON; LE 28 AVRIL 2023 : CROISSANCE ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE ET ESPAGNE

*** ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %

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

Taux de change

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

Pétrole

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

* MISE À JOUR : TAUX DE DÉPÔT LE 27 AVRIL 2023, FED FUNDS LE 31 MARS 2023, TAUX BOE BOE: 11 MAI 2023

** MISE À JOUR : BUND 10 ANS LE 3 MAI 2023, GILT 10 ANS LE 20 AVRIL 2023, JGB 10 ANS LE 28 MARS 2023, TREASURY À 10 ANS : 12 AVRIL 2023

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

Hongrie : Le nouveau recul du PIB souligne de nombreux défis	EcoTVWeek	19 mai 2023
Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu	Graphique de la Semaine	17 mai 2023
Zone euro : le risque d'une inflation plus persistante que prévu	EcoWeek	16 mai 2023
Réserve fédérale et BCE: des fonctions de réaction similaires, des messages qui divergent	EcoTVWeek	12 mai 2023
Le Japon n'échappe pas au retour de l'inflation	Graphique de la Semaine	10 mai 2023
Quand la Réserve fédérale cessera-t-elle de resserrer sa politique monétaire ? Ce que nous enseignent les précédents cycles	EcoWeek	9 mai 2023
Petit Atlas de l'économie française - Mai 2023	PetitAtlas	9 mai 2023
Europe du Sud : le rétablissement des comptes publics	EcoFlash	9 mai 2023
Croissance française : focus sur les matériels de transport, l'alimentation et le bâtiment	EcoTVWeek	5 mai 2023
Baromètre de l'inflation de mai 2023	EcoChart	4 mai 2023
Kenya : fortes pressions sur la solvabilité extérieure	Graphique de la Semaine	3 mai 2023
La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette : la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire	EcoWeek	2 mai 2023
Pricing power : le retour, et bientôt la fin ?	EcoTVWeek	28 avril 2023
États-Unis : la masse monétaire flanche	Graphique de la Semaine	26 avril 2023
La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (1ère partie)	EcoWeek	24 avril 2023
OCDE : Baromètre d'avril 2023	EcoPulse	21 avril 2023
De l'impact du découplage Chine-US sur les pays émergents	EcoTVWeek	21 avril 2023
Émissions de CO2 : qui fait la tendance ?	Graphique de la Semaine	19 avril 2023
Les divers facteurs à l'origine de la vigueur retrouvée de l'euro face au dollar US	EcoWeek	17 avril 2023
Élections au Nigéria : une courte victoire pour des défis immenses	EcoTVWeek	14 avril 2023



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

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

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

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

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

Stéphane Colliac
France, Allemagne

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

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

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

Veary Bou, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable

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

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon
Responsable

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

Céline Choulet

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

Thomas Humblot

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

Marianne Mueller

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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

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

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

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

Salim Hammad
Amérique latine

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

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

Lucas Plé
Afrique anglophone et lusophone

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFFLASH

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

ECOWEEK

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

ECOPULSE

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

ECOCHARTS

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

ECOTV WEEK

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

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

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

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

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change