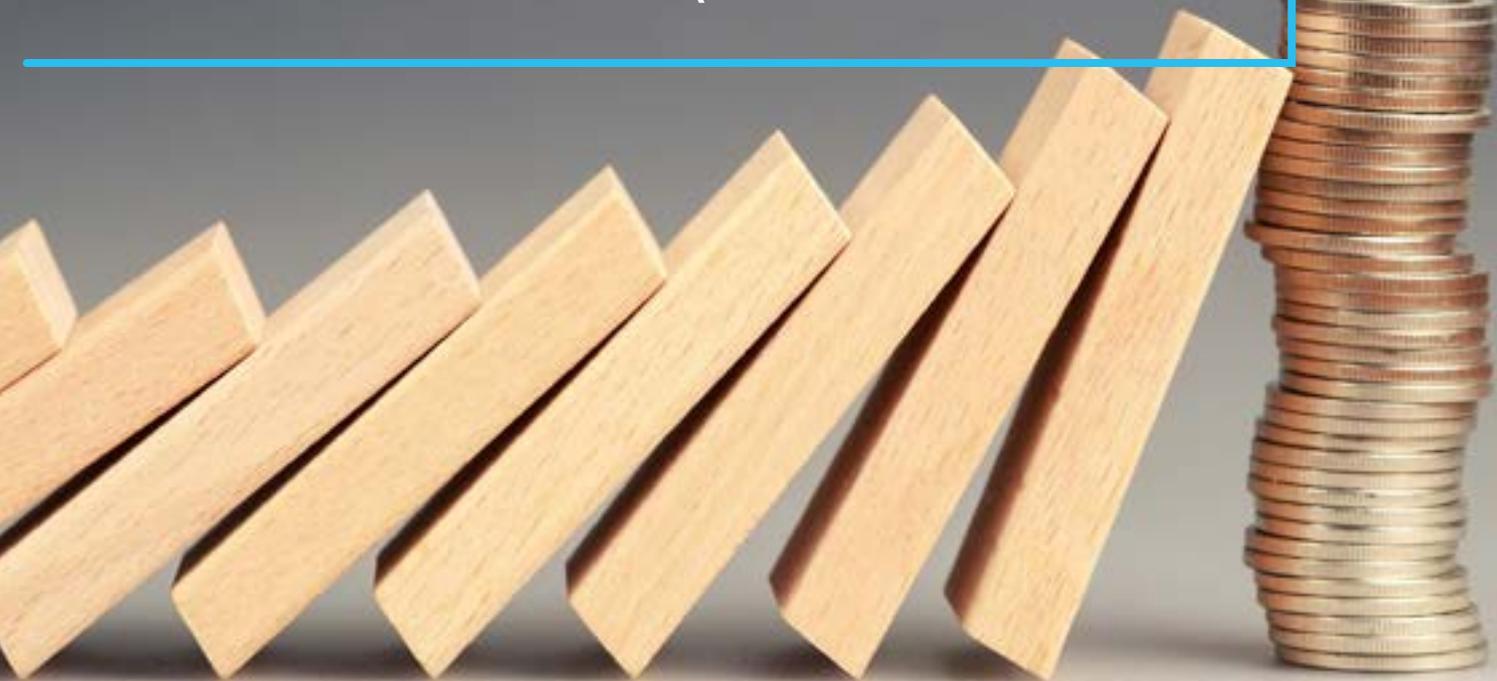


“ LORSQUE CHAQUE POLITIQUE — MONÉTAIRE, BUDGÉTAIRE, MACROPRUDENTIELLE — EST MENÉE EN TENANT COMPTE DE L’ORIENTATION DES AUTRES POLITIQUES ET DE SA PROPRE INFLUENCE SUR LES AUTRES OBJECTIFS, ELLE SERT LA STABILITÉ ÉCONOMIQUE GLOBALE. ”



ÉTUDES **ÉCONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

## 3

### ÉDITORIAL

La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (1ère partie)

---

## 5

### REVUE DES MARCHÉS

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

---

## 7

### BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques de la Chine

---

## 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 (1ÈRE PARTIE)

La stabilité des prix, la stabilité financière et la soutenabilité de la dette font partie des conditions nécessaires au développement équilibré d'une économie sur le long terme. On peut ainsi les voir comme les piliers de « l'édifice économique ». La faiblesse ou la fragilité d'un seul d'entre eux (ex. : une inflation bien supérieure à l'objectif, des prix d'actifs surévalués ou un ratio de dette publique élevé et en forte hausse) peut affecter la solidité des deux autres, et affaiblir la structure dans son ensemble. Cela pose la question de la relation entre ces trois conditions. Compte tenu de ces interactions, il est important que chaque politique – monétaire, budgétaire ou orientée vers la stabilité financière – soit menée en tenant compte de son influence sur les autres objectifs. La stabilité économique globale devrait s'en trouver améliorée.

La stabilité des prix, la stabilité financière et la soutenabilité de la dette font partie des conditions nécessaires au développement équilibré d'une économie sur le long terme<sup>1</sup>.

La stabilité des prix correspond à un taux d'inflation conforme, dans la durée, à l'objectif de la banque centrale. La définition de la stabilité financière est plus complexe. Selon le FMI, il s'agit de l'aptitude du système financier à accomplir trois missions. La première consiste à permettre une « allocation efficiente des ressources économiques – dans l'espace et, surtout, dans le temps – et l'efficacité des autres processus économiques (comme la formation de richesse, la croissance économique et, enfin, la prospérité sociale) ». La deuxième est d'assurer l'évaluation, la valorisation, l'allocation et la gestion des risques financiers. La troisième est de préserver « sa capacité à accomplir ces fonctions essentielles – même lorsqu'elles sont affectées par des chocs externes ou le développement de déséquilibres – principalement au moyen de mécanismes d'autocorrection »<sup>2</sup>. Enfin, la soutenabilité de la dette peut être associée à un ratio stable de la dette publique sur PIB.

D'autres aspects doivent toutefois être pris en considération : le ratio du service de la dette sur les recettes fiscales, la part de la dette extérieure libellée en devises, la sensibilité de la dynamique de la dette aux taux d'intérêt et aux chocs de croissance, l'impact attendu du vieillissement de la population sur les dépenses de santé et le service des pensions de retraite, etc.<sup>3</sup>

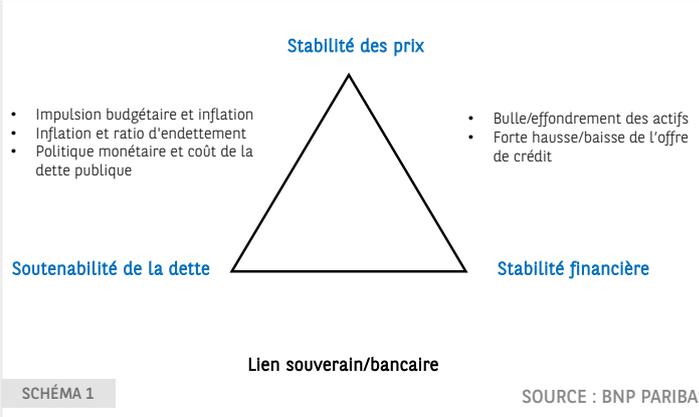
On peut considérer que la stabilité des prix, la stabilité financière et la soutenabilité de la dette sont les piliers sur lesquels repose « l'édifice économique ». Pour continuer à filer cette métaphore, la faiblesse ou la fragilité d'un seul de ces piliers (ex. : une inflation bien supérieure à l'objectif, des prix d'actifs élevés, ou un ratio de dette publique élevé et en forte hausse) peut affecter la solidité des deux autres, et affaiblir la structure dans son ensemble.

<sup>1</sup> La liste des conditions est incomplète. Elle comprend aussi le plein emploi, le solde des comptes extérieurs, la croissance inclusive, la croissance durable d'un point de vue environnemental, etc. A ce sujet, il convient de se référer aux objectifs de développement durable des Nations-Unies.

<sup>2</sup> Source : FMI, Defining financial stability, document de travail 04/187, 2004.

<sup>3</sup> A ce sujet, voir : Eduardo Levy Yeyati et Federico Sturzenegger, A balance sheet approach to fiscal sustainability, article VoxEU, 24 mars 2023.

### STABILITÉ DES PRIX, SOUTENABILITÉ DE LA DETTE ET STABILITÉ FINANCIÈRE



Cela pose la question de la relation entre ces trois conditions (voir le schéma).

Les événements récents, qui ont affecté quelques banques régionales de petite taille et de taille moyenne aux États-Unis, ont alimenté le débat sur la question d'un éventuel arbitrage, auquel seraient confrontées les banques centrales, entre la poursuite de la stabilité des prix et le maintien de la stabilité financière.

L'argument en faveur d'un arbitrage repose sur le raisonnement suivant : une politique monétaire très accommodante finit par créer des déséquilibres financiers tels que des emprunts excessifs en vue de financer des projets, le recours à l'endettement pour les investissements

” Lorsque chaque politique — monétaire, budgétaire, macroprudentielle — est menée en tenant compte de l'orientation des autres politiques et de sa propre influence sur les autres objectifs, elle sert la stabilité économique globale.



financiers, la compression des primes de risque, des valorisations très élevées sur les marchés financiers. Lorsque la politique monétaire devient restrictive, certains projets peuvent ne plus être rentables et les marchés financiers en général risquent d'entrer dans une phase de décompression des primes de risque.

Ces évolutions font partie intégrante de la transmission monétaire. Elles laissent néanmoins craindre, au final, un ajustement désordonné. C'est la raison pour laquelle la Réserve fédérale et la BCE ont récemment insisté sur la dépendance aux données de leur politique monétaire et sur le fait qu'elles disposent d'outils spécifiques, comme la fourniture de liquidités, en cas d'augmentation du risque d'instabilité financière. Elles affirment, par ailleurs, que ces outils peuvent être déployés sans interférer dans la conduite de la politique monétaire<sup>4</sup>.

Pour revenir au lien entre stabilité des prix et soutenabilité de la dette, une expansion budgétaire inopportune peut compliquer la tâche de la banque centrale relative au maintien de la stabilité des prix. Inversement, la politique monétaire peut, selon son orientation accommodante ou restrictive, faciliter ou compliquer la réalisation de l'objectif de soutenabilité de la dette.

Enfin, la soutenabilité de la dette et la stabilité financière sont aussi liées entre elles. D'une part, la montée des préoccupations sur le risque de détérioration des finances publiques peut avoir un impact sur l'économie par le canal des marchés financiers — augmentation des rendements des emprunts d'État, entraînant dans son sillage le coût de financement du secteur privé — et celui du crédit bancaire<sup>5</sup>. D'autre part, l'instabilité financière peut nécessiter une intervention des pouvoirs publics (ex. : assurance des dépôts, mesures de soutien à l'économie en général, etc.) qui entraîne une détérioration des finances publiques<sup>6</sup>.

Compte tenu des interactions entre les trois « piliers », il est important de tenir compte, dans la conduite de chaque politique (monétaire, budgétaire, macroprudentielle<sup>7</sup>), de l'orientation des autres politiques et de son influence sur les autres objectifs. Ainsi, la transmission du resserrement monétaire sera différente en phase d'envolée des prix des actifs et/ou un boom du crédit peut refléter des anticipations excessivement optimistes sur les perspectives de croissance. Dans un premier temps, cela peut limiter l'effet des hausses de taux, mais lorsque les attentes s'obscurcissent, la réaction des agents économiques peut être très forte. La banque centrale devra en tenir compte lorsqu'elle augmente son taux directeur. De la même façon, les décisions de politique budgétaire seront influencées par l'environnement et les perspectives de taux d'intérêt. La stabilité économique globale devrait ainsi s'en trouver améliorée.

William De Vijlder

<sup>4</sup> Pour une analyse plus détaillée voir Hélène Baudchon et William De Vijlder, *À chaque objectif son outil ou comment concilier stabilité des prix et stabilité financière*, EcoPerspectives, BNP Paribas, 4 avril 2023.

<sup>5</sup> L'augmentation des rendements souverains peut accroître les coûts de financement des banques. La dégradation des finances publiques peut, directement ou indirectement, influencer les politiques d'octroi de crédit des banques.

<sup>6</sup> Pour une analyse détaillée, voir Claudio Borio, Marc Farag et Fabrizio Zampolli, *Tackling the fiscal policy-financial stability nexus*, Documents de travail de la BRI, n° 1090, avril 2023.

<sup>7</sup> Les objectifs de stabilité financière sont essentiellement poursuivis au moyen de la politique macroprudentielle (source : *The role of financial stability in the ECB's new monetary policy strategy*, Revue de stabilité financière, novembre 2021).



# REVUE DES MARCHÉS

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 14-4-23 au 21-4-23

➔ CAC 40	7 520	▶ 7 577	+0.8 %
➔ S&P 500	4 138	▶ 4 134	-0.1 %
➔ Volatilité (VIX)	17.1	▶ 16.8	-0.3 pb
➔ Euribor 3m (%)	3.18	▶ 3.26	+8.6 pb
➔ Libor \$ 3m (%)	5.26	▶ 5.26	-0.7 pb
➔ OAT 10a (%)	2.94	▶ 3.00	+6.5 pb
➔ Bund 10a (%)	2.44	▶ 2.49	+5.1 pb
➔ US Tr. 10a (%)	3.52	▶ 3.57	+5.7 pb
➔ Euro vs dollar	1.10	▶ 1.10	-0.3 %
➔ Or (once, \$)	1 999	▶ 1 978	-1.0 %
➔ Pétrole (Brent, \$)	86.4	▶ 81.7	-5.4 %

## MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

### Taux d'intérêt (%)

		+haut 23	+bas 23
€ BCE	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	3.26	21/04	2.16 le 02/01
Euribor 12m	3.85	09/03	3.30 le 19/01
\$ FED	5.00	23/03	4.50 le 02/01
Libor 3m	5.26	20/04	4.77 le 02/01
Libor 12m	5.41	08/03	4.70 le 20/03
£ Bque Angl	4.25	23/03	3.50 le 02/01
Libor 3m	4.59	19/04	3.87 le 02/01
Libor 12m	0.81	02/01	0.81 le 02/01

Au 21-4-23

### Rendements (%)

		+haut 23	+bas 23
€ Moy. 5-7a	2.64	le 02/01	2.64 le 02/01
Bund 2a	2.98	le 08/03	2.39 le 20/03
Bund 10a	2.49	le 02/03	1.98 le 18/01
OAT 10a	3.00	le 03/03	2.42 le 18/01
Corp. BBB	4.55	le 03/03	3.95 le 02/02
\$ Treas. 2a	4.19	le 08/03	3.86 le 24/03
Treas. 10a	3.57	le 02/03	3.30 le 06/04
High Yield	8.69	le 20/03	7.94 le 02/02
£ Gilt. 2a	4.25	le 19/04	3.15 le 02/02
Gilt. 10a	3.76	le 19/04	3.00 le 02/02

Au 21-4-23

## TAUX DE CHANGE

1€ =		+haut 23	+bas 23	2023
USD	1.10	le 13/04	1.05 le 05/01	+2.8%
GBP	0.89	le 03/02	0.87 le 19/01	-0.2%
CHF	0.98	le 24/01	0.97 le 15/03	-0.7%
JPY	147.52	le 21/04	138.02 le 03/01	+4.8%
AUD	1.64	le 21/04	1.53 le 27/01	+4.3%
CNY	7.56	le 13/04	7.23 le 05/01	+1.9%
BRL	5.54	le 04/01	5.40 le 08/03	-1.6%
RUB	89.60	le 12/04	73.32 le 12/01	+15.0%
INR	90.10	le 13/04	86.58 le 08/03	+2.0%

Au 21-4-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$		+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	81.7	le 23/01	72.6 le 17/03	-3.8%	-6.4%
Or (once)	1 978	le 13/04	1 810 le 24/02	+8.9%	+6.0%
Métaux, LME	3 985	le 26/01	3 824 le 15/03	+0.0%	-2.7%
Cuivre (tonne)	8 779	le 23/01	8 236 le 04/01	+4.9%	+2.1%
Blé (tonne)	242	le 13/02	241 le 09/03	-15.3%	-17.6%
Mais (tonne)	252	le 13/02	239 le 09/03	-3.0%	-5.7%

Au 21-4-23

Variations

## INDICES ACTIONS

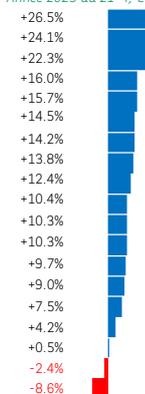
	Cours	+haut 23	+bas 23	2023
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 823	le 02/02	2 595 le 05/01	+8.5%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 134	le 02/02	3 808 le 05/01	+7.7%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 409	le 21/04	3 856 le 02/01	+16.2%
CAC 40	7 577	le 21/04	6 595 le 02/01	+17.0%
DAX 30	15 882	le 19/04	14 069 le 02/01	+14.1%
IBEX 35	9 416	le 06/03	8 370 le 02/01	+14.4%
FTSE100	7 914	le 20/02	7 335 le 17/03	+6.2%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 132	le 09/03	1 065 le 04/01	+6.0%
Nikkei	28 564	le 18/04	25 717 le 04/01	+9.5%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	981	le 26/01	941 le 16/03	+2.5%
Chine	64	le 27/01	62 le 20/03	+1.1%
Inde	729	le 18/01	703 le 16/03	-6.1%
Bésil	1 433	le 25/01	1 296 le 23/03	-6.0%

Au 21-4-23

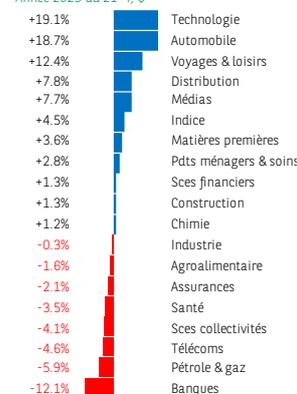
Variations

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

Année 2023 au 21-4, €



Année 2023 au 21-4, \$

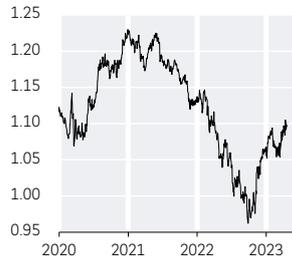


SOURCE: REFINITIV, BNP PARIBAS

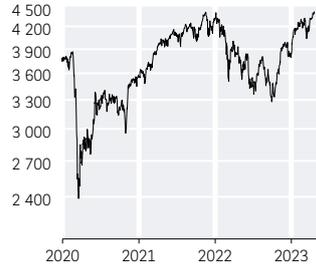


# REVUE DES MARCHÉS

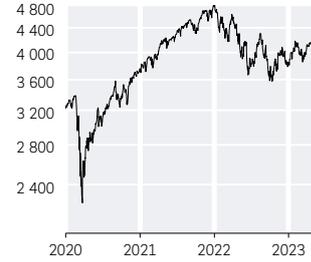
**EURO-DOLLAR**



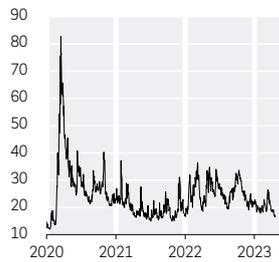
**EUROSTOXX50**



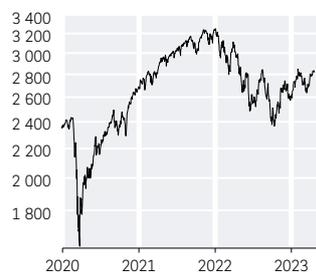
**S&P500**



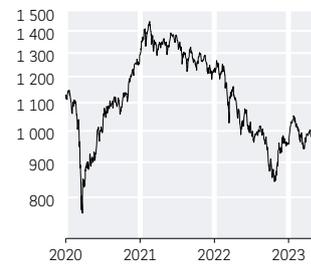
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



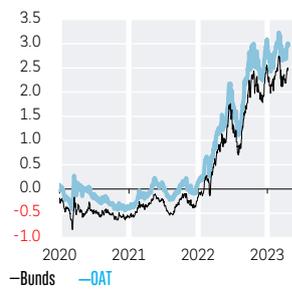
**MSCI ÉMÉRGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

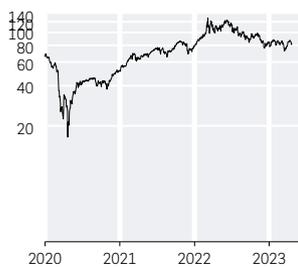


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

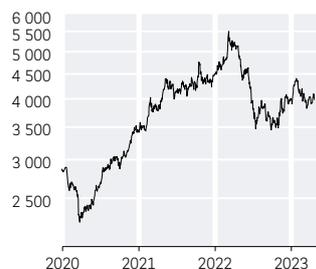
Année 2023 au 21-4

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	

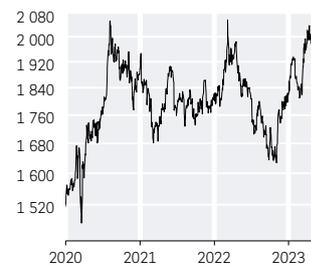
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LMEX, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS



## CHINE : REBOND

Au T1 2023, la croissance économique chinoise s'est établie à +2,2% en rythme trimestriel (contre +0,6% au T4 2022) et +4,5% en glissement annuel (contre +2,9% au trimestre précédent). L'activité a rapidement rebondi après l'abandon, en décembre dernier, de l'ensemble des restrictions sanitaires. Le taux de croissance en glissement annuel devrait encore se renforcer au T2 2023.

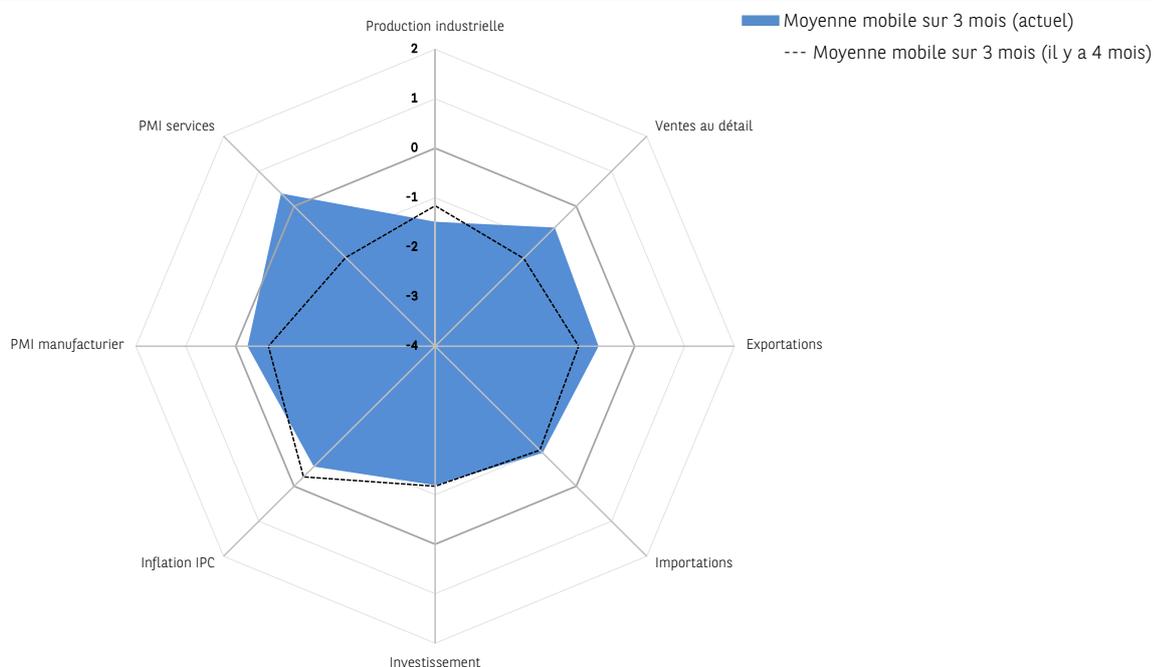
Comme l'illustre le graphique ci-dessous, le secteur des services a connu le redressement le plus important depuis le début de l'année 2023, tandis que l'accélération dans l'industrie a été plus modérée. La croissance dans les services a été tirée par la forte reprise des activités de commerce de détail, de transports, de restauration et hébergement, secteurs qui s'étaient contractés en 2022. Le rebond de la consommation privée n'a pas généré de tensions inflationnistes. Au contraire, l'inflation des prix à la consommation a ralenti au T1 2023, pour atteindre +1,3% en g.a. contre +1,8% au T4 2022, notamment sous l'effet de la hausse moindre des prix alimentaires et de l'essence. L'inflation sous-jacente n'a que légèrement accéléré et reste faible (+0,8% au T1 2023 contre +0,6% au T4 2022).

Grâce à la réouverture de l'économie et aux mesures de soutien mises en œuvre par les autorités, la crise dans le secteur immobilier s'est atténuée : les livraisons de chantiers terminés (mesurées en superficie) ont augmenté en g.a. au T1 2023 après cinq trimestres consécutifs de baisse. Les ventes de logement ont continué de chuter, mais à un rythme bien inférieur à celui des mois précédents (-3,5% en g.a. au T1 2023, contre -24,3% en 2022), et le prix moyen des logements des 70 principales villes du pays a commencé à se stabiliser. En revanche, les surfaces des nouveaux chantiers et l'investissement immobilier ont continué de se contracter.

Dans l'industrie, l'affaiblissement de l'activité pendant la période de politique zéro Covid a été beaucoup moins sévère que dans les services. Le redressement de la production depuis janvier y a logiquement été plus modeste. Toutefois, la croissance du secteur industriel a également été freinée par la contraction de la production d'ordinateurs et de semi-conducteurs, conséquence du retournement du cycle électronique mondial, ainsi que des contrôles très stricts imposés par Washington sur les ventes de composants électroniques aux entreprises chinoises. Les tensions géopolitiques et le ralentissement de la demande mondiale, ajoutés aux incertitudes réglementaires pesant sur le marché intérieur, devraient continuer d'alimenter les incertitudes des investisseurs chinois au moins à court terme. Ni l'investissement dans le secteur manufacturier, ni l'investissement total n'ont d'ailleurs accéléré au T1 2023.

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. 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<sup>e</sup> semestre 2022 (+0,2% au T3 et +0,1% au T4 t/t) après +0,5% t/t au 2<sup>e</sup> trimestre. Elle est restée soutenue par l'investissement des entreprises et par leur comportement de restockage. *A contrario*, la consommation et l'investissement des ménages se sont tous deux nettement contractés au T4 (-1,2% et -0,9% t/t respectivement). 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 lors de ses deux prochaines réunions, en mai et juin. La même incertitude que pour la Fed pèse toutefois sur le taux final, c'est-à-dire le pic cyclique. Nos prévisions mises à jour le 21 mars le situent à 3,50% en juin pour le taux de dépôt (contre 4% en juillet,

précédemment). A court terme, les rendements des obligations d'État pourraient repartir à la hausse en cas de poursuite du resserrement monétaire. Mais par la suite, les taux devraient baisser, dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation. Le repli des rendements aux États-Unis devrait également jouer un rôle dans la baisse des rendements de la zone euro.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse de ses taux directeurs.

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

### 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	2,7	1,5
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	5,5	2,7
Allemagne	2,6	1,9	0,0	0,5	3,2	8,7	6,1	2,7
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	5,7	2,1
Espagne	5,5	5,5	1,4	0,8	3,0	8,3	3,4	2,3
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 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	3,50	3,50	2,75
	Bund 10a	3,10	2,90	2,50	2,00
	OAT 10a	3,65	3,45	3,02	2,50
	BTP 10 ans	5,10	5,15	4,75	3,80
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 21 MARS 2023, FED FUNDS LE 31 MARS 2023, TAUX BOE LE 20 AVRIL 2023

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

\*\*\* TREAS. À 10 ANS : MIS À JOUR LE 12 AVRIL 2023

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">OCDE : Baromètre d'avril 2023</a>	EcoPulse	21 avril 2023
<a href="#">De l'impact du découplage Chine-US sur les pays émergents</a>	EcoTVWeek	21 avril 2023
<a href="#">Émissions de CO2 : qui fait la tendance ?</a>	Graphique de la Semaine	19 avril 2023
<a href="#">Les divers facteurs à l'origine de la vigueur retrouvée de l'euro face au dollar US</a>	EcoWeek	17 avril 2023
<a href="#">Élections au Nigéria : une courte victoire pour des défis immenses</a>	EcoTVWeek	14 avril 2023
<a href="#">Augmentation des défaillances d'entreprises en Europe : faut-il s'en inquiéter ?</a>	EcoFlash	13 avril 2023
<a href="#">États-Unis et Chine : le spectre du découplage structurel</a>	EcoEmerging	13 avril 2023
<a href="#">Prix immobiliers en Europe : vers un retournement plus marqué?</a>	Graphique de la Semaine	12 avril 2023
<a href="#">Le lent dégonflement du marché du travail américain</a>	EcoWeek	10 avril 2023
<a href="#">Il faut du temps pour stopper un train en marche. La politique monétaire et le secteur des services.</a>	EcoTVWeek	7 avril 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation - Avril 2023</a>	EcoChart	6 avril 2023
<a href="#">Brésil : la structure des échanges commerciaux avec la Chine menacent les promesses de réindustrialisation</a>	Graphique de la Semaine	5 avril 2023
<a href="#">Édition de mars 2023</a>	Le Petit Atlas de l'Économie Française	5 avril 2023
<a href="#">À chaque objectif son outil ou comment concilier stabilité des prix et stabilité financière</a>	EcoPerspectives	3 avril 2023
<a href="#">Zone euro : que cache le rebond du climat des affaires dans le secteur des services ?</a>	EcoWeek	3 avril 2023
<a href="#">Les temps sont durs pour l'économie égyptienne</a>	EcoTVWeek	31 mars 2023
<a href="#">De la terre vers le ciel</a>	Graphique de la Semaine	29 mars 2023
<a href="#">Résilience, incertitude et robustesse de la politique monétaire</a>	EcoWeek	27 mars 2023
<a href="#">Baromètre de l'OCDE</a>	EcoPulse	24 mars 2023
<a href="#">Vers une réduction du déséquilibre offre - demande favorable à la désinflation</a>	EcoTVWeek	24 mars 2023
<a href="#">Chine : un début d'année qui rassure</a>	EcoPulse	22 mars 2023
<a href="#">Zone euro : Baisse inédite des nouveaux crédits à l'habitat des ménages</a>	Graphique de la Semaine	22 mars 2023
<a href="#">Défaillances d'entreprises en Europe de l'Ouest : doit-on s'inquiéter ?</a>	EcoTVWeek	17 mars 2023



# 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 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](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: Patpitchaya



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change