

“ LA DICHOTOMIE ENTRE L’INDUSTRIE ET LES SERVICES COMPLIQUE LA TÂCHE DE LA BCE. LA VIGUEUR DES SERVICES JUSTIFIERAIT UN RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE, MAIS CELA NE FERAIT QU’EMPIRER LES CHOSES POUR LE SECTEUR INDUSTRIEL. ”

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d’un monde  
qui change

# SOMMAIRE

2

---

3

## ÉDITORIAL

Zone euro : la dichotomie entre secteur manufacturier et secteur des services

---

5

## REVUE DES MARCHÉS

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

---

7

## BAROMÈTRE

L'analyse des principales données économiques : commerce international

---

9

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

Les principales prévisions économiques et financières.

---

11

## DERNIÈRES PUBLICATIONS

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



## ZONE EURO : LA DICHOTOMIE ENTRE SECTEUR MANUFACTURIER ET SECTEUR DES SERVICES

D'après les données des PMI et les enquêtes de conjoncture de la Commission européenne, dans la zone euro l'industrie ralentit nettement, la demande s'affaiblit et les goulets d'étranglement sur le marché du travail se sont atténués. Combiné à la baisse des prix des intrants, cela devrait freiner l'inflation des prix à la production. Dans les services, le tableau est tout autre : les difficultés de recrutement demeurent une contrainte importante, tandis que la dynamique de l'activité et des commandes s'améliore. L'inflation des prix des intrants et à la production a faiblement reflué. Une telle dichotomie complique la tâche de la BCE : au vu de la vigueur des services les hausses de taux passées n'ont pas encore eu d'effets significatifs, ce qui justifierait un durcissement de la politique monétaire. Or, cela ne ferait qu'empirer les choses pour le secteur industriel et, à terme, cela affecterait les services.

Au cours d'un cycle économique, les évolutions de chacun des grands secteurs d'activité - industrie, services, commerce, construction - ont tendance à être fortement corrélées mais à court terme, des divergences compliquant l'évaluation de l'environnement cyclique et des perspectives peuvent émerger. C'est le cas actuellement. En effet, selon le dernier Bulletin économique de la Banque centrale européenne (BCE), « le secteur manufacturier résorbe des arriérés de commandes, mais ses perspectives se dégradent. La croissance des services est plus robuste, en raison notamment de la réouverture de l'économie ».

Cette dichotomie est visible sur le graphique 1 qui montre le niveau et la dynamique des indices des directeurs d'achat de la zone euro. Les données relatives aux services se concentrent presque exclusivement dans le quadrant supérieur droit, tandis que celles relatives au secteur manufacturier apparaissent principalement dans le quadrant inférieur gauche<sup>1</sup>. Les deux secteurs semblent donc évoluer séparément.

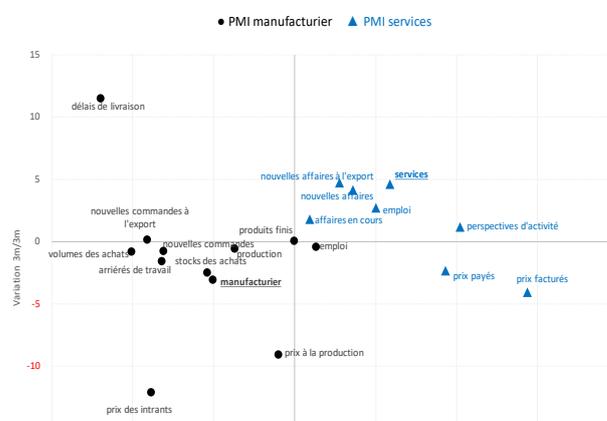
La plupart des données relatives à l'industrie manufacturière sont inférieures à 50, ce qui implique qu'une majorité de chefs d'entreprise constatent un recul par rapport au mois précédent. L'emploi est une exception notable, et les plans d'embauche des entreprises illustrent la résilience du marché du travail. De plus, d'autres séries, telles que les nouvelles commandes, les retards d'exécution de ces commandes et le PMI manufacturier global, affichent une tendance négative : les chiffres des trois derniers mois sont inférieurs à ceux des trois mois précédents.

La situation est très différente pour les services où toutes les données dépassent 50. À l'exception des prix des intrants et de ceux à la production, la dynamique est positive : les derniers chiffres sont meilleurs que ceux des mois précédents. Une autre différence frappante concerne les données relatives aux prix : une nette majorité d'entreprises des services signalent une hausse des prix des intrants, et elles sont encore plus nombreuses à déclarer augmenter leurs prix de vente. Au regard de la dynamique de ces données, la situation ne s'est guère améliorée ces derniers mois.

En revanche, dans l'industrie manufacturière, la dynamique des prix à la production a été très négative, et celle des prix des intrants plus encore. Seulement un peu plus de 40% des participants signalent une

<sup>1</sup> Au regard de la formulation de la question sur les délais de livraison, un nombre croissant indique une réduction des délais de livraison.

### PMI DE LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : S&P GLOBAL, BNP PARIBAS

hausse des prix. Concernant les prix à la production, ils sont un peu plus nombreux à le faire, mais il s'agit là encore de moins de la moitié des participants.

La dynamique contrastée des prix dans l'industrie manufacturière et les services nous rappelle la difficulté d'évaluer le rythme de la désinflation. La conclusion est la même lorsque l'on examine les anticipations des prix dans l'enquête de la Commission européenne (graphique 2).

Dans l'industrie comme dans les services, la tendance est à la baisse. Alors que dans l'industrie, le niveau atteint est conforme aux données historiques, pour les services ce n'est pas encore le cas, ce qui indique une pression inflationniste persistante dans ce secteur. Les difficultés de recrutement et l'impact sur les salaires peuvent jouer un rôle. Le graphique 3 montre que les pénuries de main-d'œuvre demeurent un facteur important qui pèse sur la production dans le secteur des services, et que la situation s'est aggravée au cours des derniers trimestres. Dans l'industrie, cependant, la contrainte que constitue la



La dichotomie entre l'industrie et les services complique la tâche de la BCE. La vigueur des services justifierait un resserrement de la politique monétaire, mais cela ne ferait qu'empirer les choses pour le secteur industriel.



pénurie de main-d'œuvre s'est atténuée, bien qu'elle demeure élevée dans une perspective historique. De plus, dans ce secteur, le nombre d'entreprises qui mentionnent la faiblesse de la demande comme une contrainte sur la production est en hausse, mais il reste à un niveau bas. Dans les services, ce même indicateur a été stable au cours des derniers trimestres et, comme dans l'industrie, à un niveau qui reste bas.

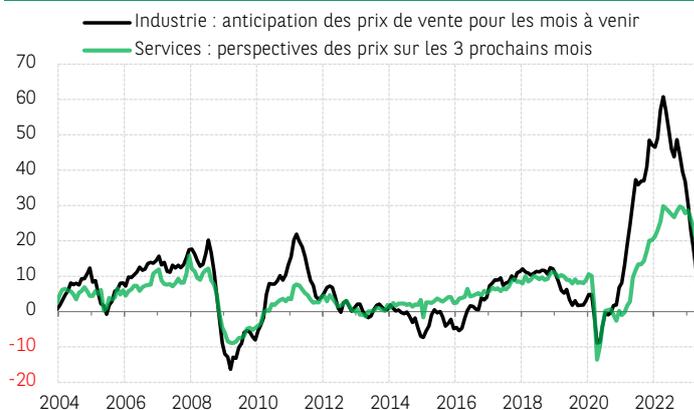
Sur la base des indices PMI et de l'enquête de la Commission européenne, il semble que l'industrie ralentisse nettement, que la demande diminue et que les goulets d'étranglement sur le marché du travail se soient quelque peu atténués. Cela, combiné à une baisse des prix des intrants, devrait freiner l'inflation des prix à la production. C'est aussi clairement ce à quoi les entreprises de ce secteur s'attendent. Dans les services, le tableau est tout autre : les difficultés de recrutement demeurent une contrainte importante, tandis que la dynamique de l'activité et des commandes s'améliore. De plus, l'inflation des prix des intrants et à la production a faiblement reflué.

Une telle dichotomie complique la tâche de la BCE : la vigueur des services indiquerait que les hausses de taux passées n'ont pas encore eu d'effets significatifs, ce qui justifierait un durcissement de la politique monétaire. Mais cela ne ferait qu'empirer les choses pour le secteur industriel et, à terme, cette dynamique négative devrait se répercuter sur les services. La BCE a récemment indiqué que les grandes entreprises non financières avaient fait état d'une réduction de l'activité dans le secteur des transports (« *l'activité dans le transport routier et le transport maritime est indiquée comme en baisse ou stabilisée à des niveaux légèrement inférieurs à ceux des précédents trimestres* »). En revanche, la demande augmente fortement dans les voyages, le tourisme et les services informatiques<sup>2</sup>. Il semble donc que dans les services, le ralentissement de l'activité prendra plus de temps.

William De Vijlder

<sup>2</sup> Source : principales conclusions tirées des contacts récents de la BCE avec les sociétés non financières, BCE, Bulletin économique, n°3, 2023.

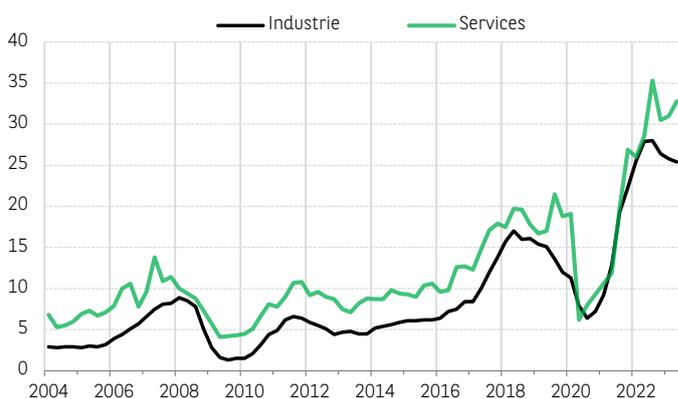
#### ZONE EURO : PERSPECTIVES DES INDUSTRIELS SUR LES PRIX DE VENTE



GRAPHIQUE 2

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

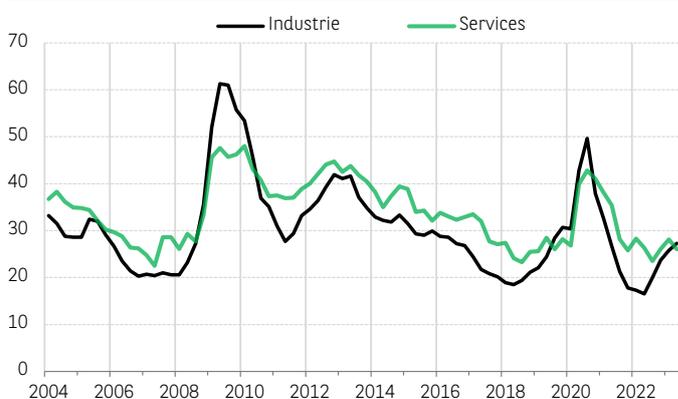
#### FACTEURS LIMITANT L'ACTIVITÉ EN ZONE EURO : MAIN D'ŒUVRE



GRAPHIQUE 3

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

#### FACTEURS LIMITANT L'ACTIVITÉ EN ZONE EURO : DEMANDE



GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



## REVUE DES MARCHÉS

5

## VUE D'ENSEMBLE

Semaine du 19-5-23 au 26-5-23

▼ CAC 40	7 492	▶ 7 319	-2.3 %		
▲ S&P 500	4 192	▶ 4 205	+0.3 %		
↑ Volatilité (VIX)	#N/A	▶ #N/A	#N/A pb		
▲ Euribor 3m (%)	3.42	▶ 3.46	+4.7 pb		
▲ Libor \$ 3m (%)	5.39	▶ 5.48	+8.3 pb		
▲ OAT 10a (%)	2.99	▶ 3.05	+6.7 pb		
▲ Bund 10a (%)	2.43	▶ 2.54	+11.1 pb		
▲ US Tr. 10a (%)	3.71	▶ 3.81	+9.9 pb		
▼ Euro vs dollar	1.08	▶ 1.07	-0.8 %		
▼ Or (once, \$)	1 967	▶ 1 940	-1.4 %		
▲ Pétrole (Brent, \$)	75.7	▶ 76.9	+1.7 %		

## 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 le 02/01
Eonia	-0.51	-0.51 le 02/01	-0.51 le 02/01	Bund 2a	3.04 le 08/03
Euribor 3m	3.46	3.46 le 26/05	2.16 le 02/01	Bund 10a	2.54 le 02/03
Euribor 12m	3.96	3.98 le 09/03	3.30 le 19/01	OAT 10a	3.05 le 03/03
\$ FED	5.25	5.25 le 04/05	4.50 le 02/01	Corp. BBB	4.72 le 03/03
Libor 3m	5.48	5.48 le 26/05	4.77 le 02/01	\$ Treas. 2a	4.70 le 08/03
Libor 12m	5.66	5.88 le 08/03	4.70 le 20/03	Treas. 10a	3.81 le 02/03
£ Bque Angl	4.50	4.50 le 11/05	3.50 le 02/01	High Yield	9.02 le 20/03
Libor 3m	4.89	4.89 le 26/05	3.87 le 02/01	£ Gilt. 2a	4.48 le 25/05
Libor 12m	0.81	0.81 le 02/01	0.81 le 02/01	Gilt. 10a	4.34 le 25/05

## TAUX DE CHANGE

1€ =	+haut 23	+bas 23	2023
USD	1.07	1.11 le 03/05	1.05 le 05/01 +0.3%
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 23/05 -1.7%
JPY	150.41	150.77 le 01/05	138.02 le 03/01 +6.8%
AUD	1.65	1.67 le 26/04	1.53 le 27/01 +4.5%
CNY	7.55	7.66 le 03/05	7.23 le 05/01 +1.8%
BRL	5.36	5.79 le 04/01	5.33 le 24/05 -4.8%
RUB	85.54	91.39 le 26/04	73.32 le 12/01 +9.8%
INR	88.40	90.45 le 03/05	86.58 le 08/03 +0.1%

Au 26-5-23

Variations

## MATIÈRES PREMIÈRES

Prix spot, \$	+haut 23	+bas 23	2023	2023(€)
Pétrole, Brent	76.9	88.2 le 23/01	72.4 le 03/05	-9.4% -9.7%
Or (once)	1 940	2 047 le 04/05	1 810 le 24/02	+6.9% +6.5%
Métaux, LME	3 655	4 404 le 26/01	3 564 le 24/05	-8.3% -8.5%
Cuivre (tonne)	8 106	9 331 le 23/01	7 852 le 24/05	-3.1% -3.4%
Blé (tonne)	226	2.9 le 13/02	219 le 02/05	-21.0% -21.2%
Maïs (tonne)	244	2.7 le 13/02	225 le 19/05	-6.1% -6.3%

Au 26-5-23

Variations

## INDICES ACTIONS

	Cours	+haut 23	+bas 23	2023
<b>Monde</b>				
MSCI Monde	2 828	2 848 le 02/02	2 595 le 05/01	+8.7%
<b>Amérique du Nord</b>				
S&P500	4 205	4 205 le 26/05	3 808 le 05/01	+9.5%
<b>Europe</b>				
EuroStoxx50	4 338	4 409 le 21/04	3 856 le 02/01	+14.3%
CAC 40	7 319	7 577 le 21/04	6 595 le 02/01	+13.1%
DAX 30	15 984	16 275 le 19/05	14 069 le 02/01	+14.8%
IBEX 35	9 191	9 511 le 06/03	8 370 le 02/01	+11.7%
FTSE100	7 627	8 014 le 20/02	7 335 le 17/03	+2.4%
<b>Asie Pacifique</b>				
MSCI, loc.	1 160	1 177 le 22/05	1 065 le 04/01	+8.6%
Nikkei	30 916	31 087 le 22/05	25 717 le 04/01	+18.5%
<b>Emergents</b>				
MSCI Emergents (\$)	973	1 052 le 26/01	941 le 16/03	+1.7%
Chine	60	75 le 27/01	59 le 25/05	-6.1%
Inde	771	786 le 18/01	703 le 16/03	-0.2%
Brésil	1 500	1 574 le 25/01	1 296 le 23/03	-2.5%

Au 26-5-23

Variations

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

	Année 2023 au 26-5, €	Année 2023 au 26-5, \$
Voyages & loisirs	+26.7%	+38.8%
Technologie	+23.7%	+35.0%
Bs. de conso.	+21.0%	+14.9%
Automobile	+16.0%	+13.5%
Distribution	+15.4%	+8.8%
Construction	+14.3%	+6.2%
Industrie	+13.6%	+5.4%
Télécoms	+8.9%	+0.8%
Indice	+8.6%	-0.1%
Santé	+8.6%	-1.1%
Banques	+7.0%	-1.6%
Scs collectivités	+6.1%	-1.8%
Chimie	+5.1%	-2.7%
Médias	+5.1%	-5.8%
Agroalimentaire	+2.8%	-6.2%
Assurances	+1.7%	-9.2%
Pétrole & gaz	-2.6%	-10.8%
Foncières	-9.9%	-11.8%
Matières premières	-13.8%	-13.6%
Technologie		
Automobile		
Voyages & loisirs		
Distribution		
Indice		
Construction		
Médias		
Scs financiers		
Industrie		
Agroalimentaire		
Chimie		
Pdts ménagers & soins		
Assurances		
Matières premières		
Santé		
Scs collectivités		
Pétrole & gaz		
Télécoms		
Banques		

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

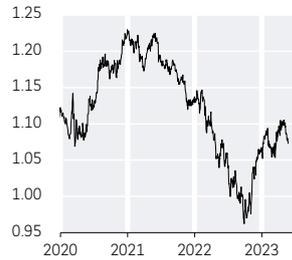


BNP PARIBAS

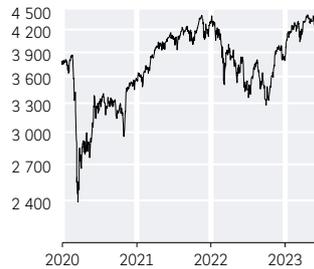
La banque  
d'un monde  
qui change

# REVUE DES MARCHÉS

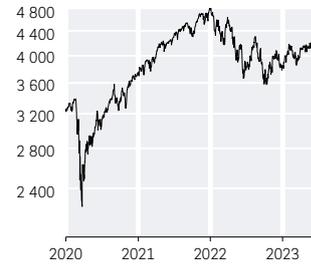
**EURO-DOLLAR**



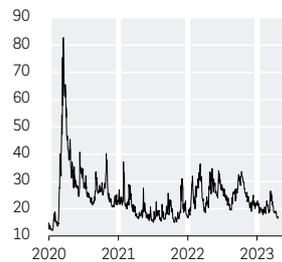
**EUROSTOXX50**



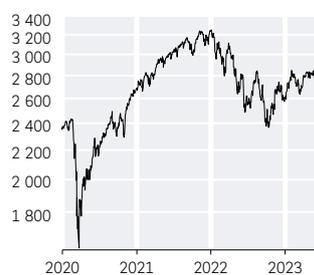
**S&P500**



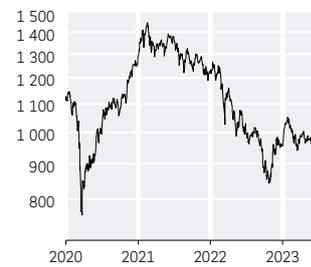
**VOLATILITÉ (VIX, S&P500)**



**MSCI MONDE (USD)**



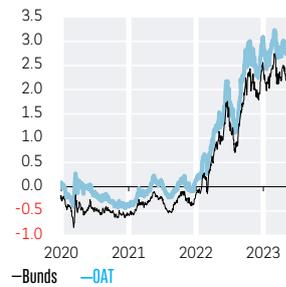
**MSCI ÉMÉRGENTS (USD)**



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



**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS**

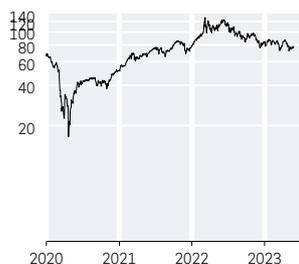


**RENDEMENT OBLIGATAIRE À 10 ANS & SPREADS**

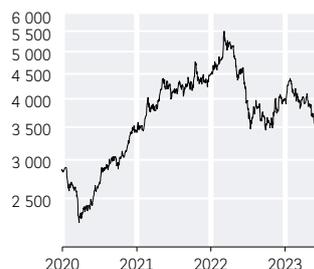
Année 2023 au 26-5

4.93%	Grèce	239 pb
4.34%	Italie	180 pb
3.60%	Espagne	106 pb
3.22%	Belgique	68 pb
3.20%	Autriche	66 pb
3.20%	Portugal	65 pb
3.14%	Finlande	60 pb
3.05%	France	51 pb
2.95%	Irlande	41 pb
2.91%	P-Bas	36 pb
2.54%	Allemagne	

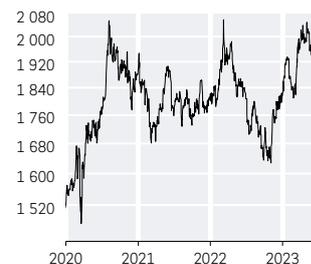
**PÉTROLE (BRENT, USD)**



**MÉTAUX (LME, USD)**



**OR (ONCE, USD)**



SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

## COMMERCE INTERNATIONAL : LA RÉOUVERTURE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE SOUTIEN LES EXPORTATIONS MONDIALES

La réouverture de l'économie chinoise en fin d'année dernière a finalement produit ses effets avec quelques mois de décalage. Le volume des exportations en provenance de Chine a en effet bondi de 19,8% m/m en mars selon les chiffres publiés par le CPB<sup>1</sup> (graphique 1). Un repli partiel devrait logiquement suivre au cours du printemps. C'est ce que suggère, d'ailleurs, les premiers chiffres dévoilés par le Bureau des statistiques chinoises (NBS) qui montrent une baisse des exportations (nominales) de 10% m/m en avril, après correction des variations saisonnières.

La tendance générale reste incertaine. Ce rebond en Chine a tout juste permis au volume des exportations mondiales de se stabiliser au premier trimestre 2023. En effet, en dehors de la Chine, les dynamiques ont été bien plus contrastées ces derniers mois. Elles se sont révélées positives aux États-Unis et en Europe de l'Est, où les exportations ont progressé respectivement de 3,0% t/t et de 7,7% t/t au T1. Les exportations d'Europe de l'Est se situent toutefois encore dans une phase de rattrapage après une baisse importante les mois qui ont suivi le déclenchement de la guerre en Ukraine. En revanche, elles ont accusé une baisse en zone euro (-2,4% t/t), au Royaume-Uni (-12,9% t/t), au Japon (-3,3% t/t) en Afrique et au Moyen-Orient (-1,9% t/t). L'activité manufacturière mondiale continue d'ailleurs aussi de se replier au printemps, sans toutefois montrer les signes d'une plus forte dégradation : l'indice PMI des nouvelles commandes à l'exportation du secteur est remonté en avril, bien que toujours sous le seuil d'expansion, à 48,4 (graphique 2).

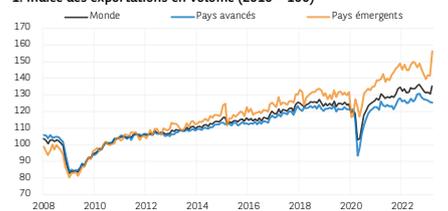
Les différents indicateurs permettant d'évaluer les tensions sur les chaînes de production mondiales (indice synthétique de la Réserve fédérale de New York [graphique 3] ; indicateur PMI sur les délais d'approvisionnement [graphique 6]) continuent de baisser. Le fret maritime se situe désormais à un niveau comparable à celui constaté avant la pandémie, et semble avoir atteint un plancher (graphique 5).

Guillaume Derrien

<sup>1</sup>Bureau néerlandais pour l'analyse de la politique économique.

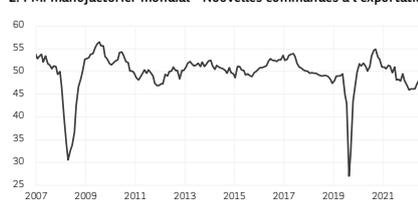
### INDICATEURS DU COMMERCE INTERNATIONAL

1. Indice des exportations en volume (2010 = 100)



Source: CPB, BNP Paribas

2. PMI manufacturier mondial - Nouvelles commandes à l'exportation



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas

3. Indice synthétique de tensions sur les chaînes de valeur



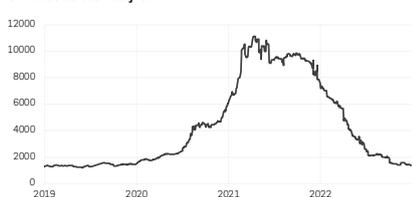
Source: Réserve Fédérale de New York

4. Baltic Exchange Dry Index



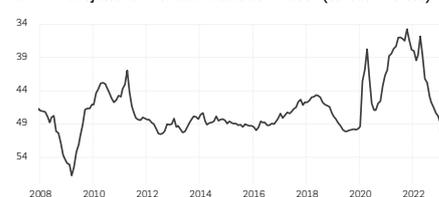
Source: Baltic Exchange, BNP Paribas

5. Indice du taux de fret



Source: Freightos, BNP Paribas

6. PMI manufacturier mondial - Délais de livraison (échelle inversée)



Source: S&P Global (Markit), BNP Paribas



# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a poursuivi sa croissance au T4, bien que sur un rythme un peu plus modéré qu'au T3, notamment soutenue par la consommation des ménages et la croissance des stocks, deux déterminants fragiles, suggérant que le ralentissement devrait se poursuivre. 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.

### 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	1.2	0.0	4.7	8.0	4.4	2.5
Japon	2.2	1.0	1.1	0.8	-0.2	2.5	3.1	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	7.1	2.1
Zone euro	5.3	3.5	0.6	0.5	2.6	8.4	5.5	2.8
Allemagne	2.6	1.9	-0.4	0.5	3.2	8.7	6.0	2.5
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	6.0	2.8
Italie	7.0	3.8	1.1	0.7	1.9	8.7	5.7	2.2
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	3.2	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 17 MAI 2023 : CROISSANCE ROYAUME-UNI ET JAPON

\*\* MIS À JOUR LE 28 MAI 2023 : CROISSANCE ALLEMAGNE

\*\* 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	5.25	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	5.00	5.00	3.75
	Gilt 10a **	3.80	3.55	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

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

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

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# DERNIÈRES PUBLICATIONS DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

9

<a href="#">OCDE : baromètre de mai 2023</a>	EcoPulse	26 May 2023
<a href="#">Élections Législatives en Thaïlande</a>	EcoTVWeek	26 May 2023
<a href="#">France : le pessimisme gagne du terrain</a>	EcoBrief	25 May 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 May 2023
<a href="#">France : pas de récession sans destructions d'emplois</a>	EcoWeek	22 May 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
<a href="#">Réserve fédérale et BCE: des fonctions de réaction similaires, des messages qui divergent</a>	EcoTVWeek	12 mai 2023
<a href="#">Le Japon n'échappe pas au retour de l'inflation</a>	Graphique de la Semaine	10 mai 2023
<a href="#">Quand la Réserve fédérale cessera-t-elle de resserrer sa politique monétaire ? Ce que nous enseignent les précédents cycles</a>	EcoWeek	9 mai 2023
<a href="#">Petit Atlas de l'économie française - Mai 2023</a>	PetitAtlas	9 mai 2023
<a href="#">Europe du Sud : le rétablissement des comptes publics</a>	EcoFlash	9 mai 2023
<a href="#">Croissance française : focus sur les matériels de transport, l'alimentation et le bâtiment</a>	EcoTVWeek	5 mai 2023
<a href="#">Baromètre de l'inflation de mai 2023</a>	EcoChart	4 mai 2023
<a href="#">Kenya : fortes pressions sur la solvabilité extérieure</a>	Graphique de la Semaine	3 mai 2023
<a href="#">La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette : la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire</a>	EcoWeek	2 mai 2023
<a href="#">Pricing power : le retour, et bientôt la fin ?</a>	EcoTVWeek	28 avril 2023
<a href="#">États-Unis : la masse monétaire flanche</a>	Graphique de la Semaine	26 avril 2023
<a href="#">La relation entre stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette (1ère partie)</a>	EcoWeek	24 avril 2023
<a href="#">OCDE : Baromètre d'avril 2023</a>	EcoPulse	21 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

## 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 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:



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change