

2023 : UNE ANNÉE DE TRANSITION PLEINE DE SURPRISES

Il y a près d'un an, nous avons qualifié 2023 d'« année de transition, mais vers quoi? », car nous étions d'avis que l'inflation baisserait, que les taux d'intérêt officiels atteindraient leur pic et que le processus de désinflation pourrait être chaotique. 2023 a été pleine de surprises : la résilience du marché du travail aux États-Unis et dans la zone euro, l'ampleur du resserrement monétaire, l'appétit pour le risque des investisseurs. La performance de croissance de l'économie américaine s'est révélée la plus grande surprise. Vers la fin de l'année, l'évolution du message de la Réserve fédérale (et, dans une moindre mesure, de certains membres du conseil des gouverneurs de la BCE) sur les perspectives de politique monétaire, a apporté une nouvelle surprise favorable et une note d'espoir pour 2024.

Alors que l'année tire à sa fin, le moment est venu de regarder en arrière et de se projeter dans l'avenir. Nous ferons cette projection dans le premier numéro d'EcoWeek de 2024 pour consacrer cet édito à 2023. Il y a près d'un an, nous avons qualifié 2023 « d'année de transition mais vers quoi? ». Le mot « transition » traduisait notre conviction que l'inflation allait reculer tandis que les taux d'intérêt directs atteindraient leur pic cyclique. Une croissance atone – nous nous attendions à une récession pendant une partie de l'année aux États-Unis et dans la zone euro – ouvrirait la voie à plus de désinflation, à des baisses progressives des taux d'intérêt et à une reprise économique modeste en 2024. L'expression « transition mais vers quoi? » évoquait l'idée que cette transition pourrait être plus chaotique que prévu en raison d'une nouvelle augmentation significative et durable du prix du gaz, d'une baisse plus lente que prévu de l'inflation ou d'un impact plus important qu'attendu des hausses de taux passées.

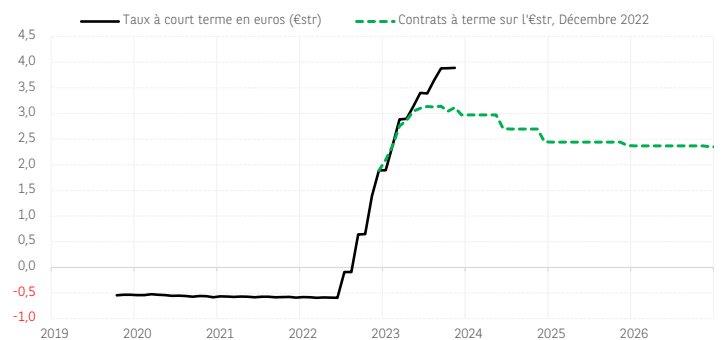
La comparaison entre prévisions et chiffres réels donne à réfléchir ; ce fut clairement le cas en 2023 pour certaines variables, comme le montre le tableau 1. La colonne 'Décembre 2022' correspond aux projections pour 2023, publiées en décembre 2022, et la colonne 'Décembre 2023' aux estimations pour 2023, publiées ce mois-ci. Concernant les données sur la croissance et l'inflation, elles correspondent aux moyennes annuelles attendues à l'exception de la synthèse des projections économiques de la Réserve fédérale, qui présente les variations en pourcentage entre le quatrième trimestre de l'année précédente et le quatrième trimestre de l'année indiquée. Les prévisions de taux d'intérêt sont pour la fin de l'année civile. Si la croissance dans la zone euro a été morose, nos prévisions étaient à l'évidence trop négatives tandis que la prévision d'inflation globale rejoint notre toute récente estimation¹. Malgré une baisse, l'inflation s'est maintenue bien au-dessus de la cible, obligeant la BCE à resserrer sa politique monétaire davantage que prévu. Les anticipations du marché à la fin de 2022 ont également sous-estimé l'action de la BCE (graphique 1). Les projections des services de la BCE présentent une erreur de prévision négligeable pour la croissance du PIB mais aussi une forte surestimation de l'inflation (6,3 % contre 5,4 %). Aux États-Unis, l'inflation est ressortie en léger retrait par rapport à nos prévisions et à celles des membres du FOMC².

¹ Les données sur l'inflation sont disponibles jusqu'au mois de novembre de sorte que nos estimations pour l'année devraient être proches du chiffre final après publication des données de décembre.

² Dans les projections des membres du FOMC, figure celle relative à l'indice des dépenses de consommation des particuliers (inflation PCE sous-jacente) car il est l'indicateur d'inflation préféré de la Réserve fédérale.

” L'évolution du message de la Réserve fédérale (et, dans une moindre mesure, de certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE) sur les perspectives de politique monétaire a clos 2023 sur une bonne surprise et une note d'espoir pour 2024.

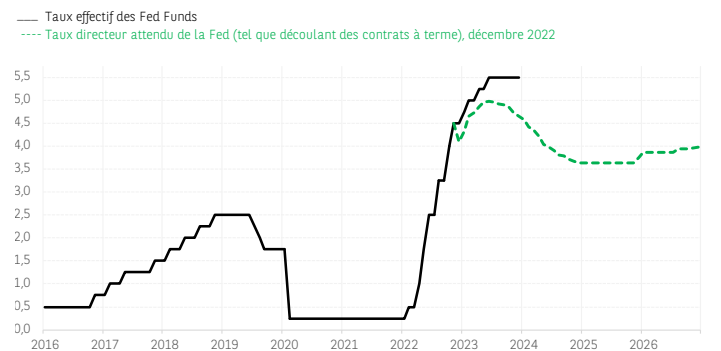
TAUX COURT TERME EURO



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BCE, BNP PARIBAS

FED FUNDS : TAUX EFFECTIF ET ANTICIPATIONS DU MARCHÉ



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, RÉSERVE FÉDÉRALE, BNP PARIBAS



La Réserve fédérale a mené une politique plus restrictive que prévu par les membres du FOMC, le marché (graphique 2) et par nous-mêmes. L'erreur de prévision la plus importante concerne la croissance du PIB aux États-Unis : il y a un an, la projection médiane des membres du FOMC s'établissait à 0,5 %, contre 2,6 % aujourd'hui. Notre prévision était alors de -0,1 % contre 2,4 %, selon notre estimation actuelle. Ces chiffres témoignent de la résilience remarquable de l'économie américaine dans un environnement de hausse des taux d'intérêt et de conditions de crédit plus restrictives. Il existe plusieurs explications possibles à cette très bonne surprise de la croissance. Les crédits hypothécaires à taux fixe protègent les ménages contre l'augmentation des charges d'intérêts sur l'encours de leur dette hypothécaire. Par ailleurs, la majeure partie de la dette des sociétés non financières est constituée d'obligations d'entreprises à taux fixe, émises avant 2022, de sorte que le taux d'intérêt moyen sur la dette reste faible³. Ces deux facteurs ont pour effet de ralentir la transmission de la hausse des taux d'intérêt à l'économie réelle. La vigueur du marché du travail joue également un rôle. Même si le rythme des offres d'emploi a marqué le pas, il demeure bien supérieur à la moyenne de long terme. Le taux de chômage reste très faible et la rétention de la main-d'œuvre par les entreprises a limité l'augmentation du taux de licenciement lorsque la croissance a ralenti après la très forte reprise initiale post-Covid-19⁴.

À ces facteurs s'ajoute l'excédent d'épargne accumulée pendant la pandémie de Covid-19, qui, cette année, a dopé les dépenses des ménages, moins soucieux de serrer les cordons de la bourse.

Autre surprise : le mode « risk-on » des investisseurs, qui ont gardé un appétit élevé pour le risque. Malgré la hausse des taux d'intérêt directeurs, les principaux indices boursiers ont affiché de solides performances tandis que les spreads des obligations d'entreprise restent étroits. Les investisseurs ont probablement été rassurés par la résilience de la croissance économique américaine et par celle du marché du travail aux États-Unis comme dans la zone euro. Alors que les taux directeurs convergent vers leur valeur terminale, les marchés se mettent de plus en plus à se projeter au-delà du pic, anticipant les baisses de taux à compter du printemps 2024. Le changement de ton de la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, de certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE est venu conforter ce scénario. L'année 2023 se termine donc sur une bonne surprise et sur une note d'espoir pour 2024⁵.

William De Vijlder

³ Ce point a été soulevé dans *U.S. Economic Outlook and Monetary Policy Transmission*, Remarques de Philip N. Jefferson, Vice-président, Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale lors de la conférence « Beyond the Business Cycle: Adapting to a New Global Paradigm », 65ème réunion annuelle de la National Association for Business Economics, Dallas, Texas, 9 octobre 2023.

⁴ La rétention de main-d'œuvre correspond à la réticence des entreprises à « congédier les travailleurs en phase de ralentissement de la croissance, de crainte d'avoir des difficultés à réembaucher en cas de besoin ». Source : *From hiring difficulties to labour hoarding?*, Bulletin économique de la Banque de la Réserve fédérale de San Francisco, 18 décembre 2023.

⁵ Les sujets de cet éditorial ont également été abordés dans notre récente vidéo : *2023 une année surprenante jusqu'au bout*, EcoTV Week, BNP Paribas, 15 décembre 2023.

PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS POUR 2023

| | BNP Paribas | | Projections des services de la BCE | | Synthèse des projections économiques de la Réserve fédérale | |
|--------------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------|--------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| | déc-22 | déc-23 | déc-22 | déc-23 | déc-22 | déc-23 |
| Zone euro | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (%) | -0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | | |
| Inflation totale (%) | 5,6 | 5,5 | 6,3 | 5,4 | | |
| Taux de rémunération des dépôts de la | 3,0 | 4,0 | | | | |
| États-Unis | | | | | | |
| Croissance du PIB réel (%) | -0,1 | 2,4 | | | 0,5 | 2,6 |
| Inflation totale (%) | 4,4 | 4,1 | | | | |
| Inflation PCE sous-jacente | | | | | 3,5 | 3,2 |
| Taux des <i>Fed funds</i> (en fin d'année) | 5,25 (limite supérieure de la fourchette cible) | 5,5 (limite supérieure de la fourchette cible) | | | 5,1 (point médian de la fourchette cible) | 5,4 (point médian de la fourchette cible) |

SOURCES : BNP PARIBAS, BCE, RÉSERVE FÉDÉRALE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change