

ENSEMBLE OU PAS ?

Les chiffres de l'inflation américaine au mois de mars, à nouveau plus élevés qu'attendu, ont eu raison de notre scénario d'une première baisse des taux synchrone, au mois de juin, par la Fed, la BCE et la BoE. Nous tablons désormais sur deux baisses de taux seulement pour la Fed en 2024 : la première en juillet et la seconde en décembre. L'éventualité que la Fed ne baisse pas du tout ses taux cette année gagne en probabilité. Du côté de la BCE, nous maintenons que la première baisse des taux interviendrait en juin mais nous écartons finalement la prévision d'une nouvelle baisse dès juillet pour retenir un scénario d'assouplissement plus progressif d'une baisse par trimestre (en juin, septembre et décembre). La BCE engagerait donc le cycle de baisse de ses taux avant celui de la Fed.

Jusque début avril, nos prévisions de baisses de taux directeurs¹ convergeaient vers un premier mouvement synchrone de la Fed, de la BCE et de la Banque d'Angleterre (BoE), au mois de juin (selon les dates de réunion, le 6 pour la BCE, le 12 pour la Fed et le 20 pour la BoE). Une telle synchronicité, si elle n'avait rien de surprenant, restait toutefois incertaine, en raison des chiffres de janvier et février 2024 de l'inflation américaine plus élevés que prévu, d'une certaine désynchronisation des cycles économiques, mais aussi de l'incertitude inhérente à toute prévision. De fait, les développements de la semaine du 8 avril nous ont amené à réviser notre scénario Fed et BCE et il n'est pas impossible que celui concernant la BoE soit prochainement ajusté à son tour. L'inflation américaine (mesurée par le CPI) ayant de nouveau surpris à la hausse en mars², nous tablons désormais sur une première baisse de taux de la Fed en juillet, suivie d'une autre seulement en décembre 2024 (et non deux comme précédemment anticipé). Pour la BCE, nous maintenons qu'une première baisse devrait intervenir en juin mais nous écartons finalement la prévision d'une nouvelle baisse dès juillet, pour retenir un scénario d'assouplissement plus progressif, d'une baisse par trimestre (en juin, septembre et décembre), plus en phase avec le discours prudent de la BCE jusqu'ici.

Pour les États-Unis, l'argument principal de la baisse des taux (accompagner la baisse de l'inflation) tient de plus en plus difficilement, faute d'un repli suffisant de l'inflation. La thèse que la Fed engage la baisse de ses taux en dépit de la résilience actuelle de la croissance au motif que celle-ci serait non inflationniste car bénéficiant surtout d'un redressement de l'offre (efforts d'investissement, gains de productivité, soutien de l'immigration à la population active) apparaît de même fragilisée. La détente monétaire peut toutefois répondre à divers signes d'affaiblissement du marché du travail, qui remettent en perspective la vigueur des créations nettes d'emplois salariés non agricoles, demeurées très élevées jusqu'en mars. Mais ces signaux d'alerte demeurent limités pour l'heure. À l'horizon de 2025, le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine que nous anticipons (qui combine un retour de la croissance sur son rythme potentiel et une poursuite de la lente baisse de l'inflation vers la cible de 2%) ne nécessite ni n'autorise des baisses de taux rapides³.

La situation de la zone euro est différente et la prévision d'une baisse des taux à compter de juin repose sur des fondements plus solides. Certes, la croissance dans la zone euro devrait nettement augmenter, en moyenne annuelle, entre 2024 (0,7%) et 2025 (1,7%) tandis qu'elle baisserait, assez nettement également, aux États-Unis (1,8% après 2,8%⁴). Mais la situation de départ est bien moins favorable pour la zone euro, dont la reprise reste à confirmer, qu'outre-Atlantique où la croissance est mieux établie. Dit autrement, la croissance de la zone euro a besoin de soutien tandis que celle des États-Unis doit plutôt être bridée. Les baisses de taux de la BCE contribue

raient à soutenir la reprise de l'économie sur fond de baisse de l'inflation. Cela faciliterait aussi les efforts nécessaires de consolidation budgétaire.

En définitive, et comme Christine Lagarde l'avait évoqué lors de sa conférence de presse de début mars⁵, si la BCE « en savait un peu plus », lors de sa réunion du 11 avril, sur les données lui permettant d'amorcer son cycle de détente monétaire, ces éléments restaient insuffisants pour motiver un passage à l'acte. Elle devrait toutefois avoir rassemblé suffisamment d'informations et donc en « savoir beaucoup plus » d'ici la réunion suivante, le 6 juin, pour procéder à la première baisse de taux. Selon nos prévisions, les conditions économiques n'autoriseraient toutefois qu'un relâchement monétaire très graduel. Il s'agira d'accompagner la reprise sans favoriser un rebond de l'inflation, alors même que des résistances à la baisse de celle-ci demeurent. Sans compter, en outre, les possibles effets inflationnistes des tensions récentes sur les prix du pétrole et du gaz. Même si elle se déclare indépendante de la Fed, la BCE ne peut pas non plus faire totalement abstraction d'une autre source possible d'inflation « importée », si la baisse des taux, amorcée avant celle de la Fed et d'une ampleur supérieure, entraînait une dépréciation marquée de l'euro-dollar.

Si les conditions d'une baisse des taux semblent en passe d'être réunies pour la BCE, du côté de la Fed, l'éventualité qu'elle ne les baisse pas du tout - voire qu'elle doive les augmenter de nouveau - gagne en probabilité au regard de la résistance de la croissance et de l'inflation. Quelles pourraient être les conséquences ? D'un côté, cela pourrait ébranler les marchés financiers et les agents économiques, dont le regain de confiance actuel se nourrit, pour une part, des anticipations de baisses de taux. Si celles-ci venaient à être déçues, cela pourrait précipiter une correction sur les marchés financiers et un retournement à la baisse de la situation économique. D'un autre côté, un statu quo monétaire de la Fed ne serait pas nécessairement une mauvaise nouvelle si il résulte, notamment, de la performance solide de l'économie américaine : si la sphère réelle se porte bien, c'est bon signe pour la sphère financière.

Dans notre scénario, la BCE baisserait ses taux avant la Fed, ce qui constituerait un fait marquant mais justifié d'après nos prévisions. À noter qu'un certain nombre de banques centrales de pays émergents ont déjà entamé le mouvement de baisse et que la Banque Nationale Suisse (SNB) a ouvert la voie, en mars, pour les banques centrales de pays développés. La BoJ continue de se démarquer de ses pairs, en s'embarquant dans un processus de resserrement monétaire. Après le « grand resserrement » en 2022, où les hausses de taux étaient la règle, l'heure du « grand relâchement » synchrone n'a pas encore sonné. Amorçées en 2023, les baisses de taux resteraient en ordre dispersé en 2024.

Hélène Baudchon

¹ Toutes les baisses anticipées sont de 25 pb.

² Pour plus de détails, voir BAROMÈTRE DE L'INFLATION - AVRIL 2024 | L'inflation reste orientée à la baisse, à l'exception des États-Unis (bnpparibas.com), 12 avril 2024.

³ Pour plus de détails sur nos prévisions, voir l'édition d'avril d'*EcoPerspectives*, à paraître prochainement.

⁴ Ce chiffre de croissance élevé pour 2024 bénéficie d'un acquis de croissance favorable.

⁵ Christine Lagarde avait indiqué que, si la BCE était en bonne voie d'atteindre son objectif d'inflation, des statistiques supplémentaires seraient nécessaires avant d'en avoir la certitude : « nous en saurons un peu plus en avril, mais nous en saurons beaucoup plus en juin » (source : BCE, Déclaration de politique monétaire et conférence de presse, Christine Lagarde, Présidente de la BCE, Luis de Guindos, Vice-Président de la BCE, Francfort-sur-le-Main, le 7 mars 2024).

