

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

6

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a nettement rebondi au T3, après deux trimestres de croissance négative, grâce à la bonne tenue de l'investissement des entreprises, de la consommation des ménages et, plus encore, des exportations. Le marché du travail donne des tous premiers signes de ralentissement mais les créations d'emplois restent importantes, le taux de chômage bas et les salaires dynamiques. L'inflation semble avoir atteint son pic à la mi-année et devrait continuer de refluer tout en restant significativement au-dessus de la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La Réserve fédérale devrait poursuivre la remontée de ses taux directeurs jusqu'au T1 2023 mais en diminuant l'ampleur des hausses, avant de les maintenir à un niveau restrictif, entraînant l'économie américaine en récession en 2023 et limitant la reprise attendue en 2024 (faute également de soutien budgétaire). À l'issue des élections de mi-mandat, les Démocrates ont conservé une courte majorité au Sénat et les Républicains ont remporté la majorité à la Chambre des Représentants mais de peu. L'action du Président Joe Biden pour la suite de son mandat devrait s'en trouver limitée mais des compromis sont également envisageables.

CHINE

Le redressement de l'économie chinoise depuis sa contraction au T2 2022 a été lent et déséquilibré. La production industrielle a tiré la croissance, mais elle devrait s'essouffler à court terme sous l'effet, entre autres, du ralentissement de la demande mondiale et des exportations. L'activité tirée par le marché intérieur et le secteur des services auront du mal à prendre le relais. Les autorités multiplient les mesures de soutien budgétaire et monétaire, mais les freins contraignant la demande intérieure restent puissants : la crise du marché immobilier se poursuit, et les conditions dégradées du marché du travail, le maintien d'une politique Covid toujours stricte malgré de légers ajustements, et la prudence des ménages pèsent sur la consommation privée. Dans ce contexte, l'inflation est très modérée.

ZONE EURO

La croissance de la zone euro au troisième trimestre a été faible mais elle est, surtout, restée positive alors que les données d'enquêtes (climat des affaires et confiance des consommateurs) pointaient, semblait-il clairement, vers une baisse. Si la contraction a été évitée au troisième trimestre, la zone euro ne devrait toutefois pas échapper à la récession. 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 devraient avoir raison de la résistance observée jusqu'ici. La récession devrait cependant rester d'ampleur limitée (baisse cumulée du PIB de 1,1% entre le T4 2022 et le T2 2023) grâce aux mesures de soutien budgétaire et à la situation du marché du travail qui reste tendue. En moyenne annuelle, la croissance de la zone euro atteindrait 3,2% en 2022 mais passerait sous la ligne du zéro en 2023 (-0,5%). La reprise qui suivrait serait molle. Bien qu'attendue en reflux à compter du tournant 2022-2023, l'inflation resterait en effet élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année prochaine et de retour à la cible seulement fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance du PIB s'est poursuivie au 3^e trimestre (+0,2% t/t, après déjà +0,5% t/t au 2^e trimestre), soutenue par une progression de la production manufacturière pour partie provenant de secteurs concernés précédemment par des difficultés d'offre (automobile) et pour partie associée à un comportement de restockage afin d'anticiper des contraintes plus fortes sur la production cet hiver. Ce dernier élément devrait peser sur la croissance au 4^e trimestre, au même titre que l'inflation qui s'accélère de nouveau (6,2% a/a au mois d'octobre) et devrait dépasser les 7% à partir de février, avant de refluer. Ces chocs devraient peser sur la croissance française en 2023, attendue à 0%, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGES

Aux États-Unis, la Réserve fédérale poursuivra sa politique de resserrement monétaire, portant le taux final des fonds fédéraux à 5,25% (limite supérieure de la fourchette cible) au 1^{er} trimestre 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 réductions 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, les rendements devraient 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 poursuivra le relèvement de ses taux directeurs lors de ses prochaines réunions. Le taux final - c'est-à-dire le pic cyclique - devrait être atteint d'ici la fin du premier trimestre de l'année prochaine. Nous tablons sur un taux maximum de 3,00% pour le taux de dépôt. Nous prévoyons un début de resserrement quantitatif au deuxième trimestre 2023. Une hausse des rendements des obligations d'État est à attendre en début d'année 2023, en raison d'une offre importante. Par la suite, les taux devraient baisser, du fait d'une baisse graduelle 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 devrait maintenir l'orientation actuelle de sa politique monétaire et nous ne prévoyons pas de hausse de taux. 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 s'est déjà nettement replié par rapport au dollar, reflétant la divergence croissante entre la Fed et la Banque du Japon. Le taux de change devrait se maintenir autour des niveaux actuels dans le court terme. En 2023, le yen devrait se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

PIB & INFLATION

| % | Croissance du PIB | | | | Inflation | | | |
|-------------|-------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 e | 2023 e | 2024 e | 2021 | 2022 e | 2023 e | 2024 e |
| États-Unis | 5,7 | 1,9 | -0,1 | -0,2 | 4,7 | 8,1 | 4,4 | 2,4 |
| Japon | 1,7 | 1,5 | 0,9 | 0,3 | -0,2 | 2,4 | 2,1 | 1,3 |
| Royaume-Uni | 7,4 | 4,4 | -0,9 | 0,8 | 2,6 | 9,1 | 6,9 | 2,1 |
| Zone euro | 5,3 | 3,2 | -0,5 | 1,3 | 2,6 | 8,4 | 5,6 | 2,3 |
| Allemagne | 2,6 | 1,8 | -1,0 | 1,1 | 3,2 | 8,8 | 5,7 | 2,0 |
| France | 6,8 | 2,5 | 0,0 | 1,0 | 2,1 | 6,0 | 6,4 | 2,7 |
| Italie | 6,6 | 3,8 | -0,4 | 1,1 | 1,9 | 8,7 | 7,2 | 2,0 |
| Espagne | 5,1 | 4,6 | 0,0 | 1,3 | 3,0 | 8,3 | 2,3 | 1,5 |
| Chine | 8,1 | 3,2 | 4,5 | 4,8 | 0,9 | 2,1 | 2,7 | 2,5 |
| Inde* | 9,3 | 8,3 | 6,2 | 6,5 | 5,4 | 7,9 | 5,9 | 5,5 |
| Brésil | 4,6 | 3,0 | 0,5 | 1,3 | 8,3 | 9,3 | 4,7 | 4,8 |
| Russie | 4,5 | -7,0 | 0,8 | 0,3 | 7,1 | 14,0 | 10,5 | 7,6 |

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)
*ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

| Taux d'intérêt, % | | T1 2023 | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
|-------------------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| E-Usis | Fed Funds (borne supérieure) | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 3.25 |
| | Treas. 10a | 4.30 | 4.00 | 3.75 | 3.50 | 3.25 |
| Zone euro | Taux de dépôt | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 2.00 |
| | Bund 10a | 2.75 | 2.65 | 2.50 | 2.30 | 2.00 |
| | OAT 10a | 3.45 | 3.30 | 3.10 | 2.90 | 2.50 |
| | BTP 10 ans | 5.25 | 5.05 | 4.80 | 4.60 | 3.80 |
| Royaume-Uni | BONO 10 ans | 4.05 | 3.90 | 3.75 | 3.55 | 2.90 |
| | Taux BoE | 4.25 | 4.25 | 4.25 | 4.25 | 3.50 |
| | Gilt 10a | 4.00 | 3.75 | 3.60 | 3.35 | 3.15 |
| Japon | Taux BoJ | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| | JGB 10a | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Taux de change | | T1 2023 | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
| USD | EUR / USD | 1.01 | 1.00 | 1.03 | 1.06 | 1.10 |
| | USD / JPY | 140 | 138 | 133 | 128 | 120 |
| | GBP / USD | 1.09 | 1.08 | 1.11 | 1.14 | 1.18 |
| EUR | EUR / GBP | 0.93 | 0.93 | 0.95 | 0.95 | 0.95 |
| | EUR / JPY | 141 | 138 | 137 | 136 | 132 |
| Pétrole | | T1 2023 | T2 2023 | T3 2023 | T4 2023 | T4 2024 |
| Fin de période | USD/baril | 95 | 93 | 95 | 92 | 95 |

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change