

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

9

ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire semble désormais écartée face à la résilience d'une économie qui a encore progressé de 0,8% t/t au T4 2023 et 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année, portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Notre scénario central table sur une croissance de +2,8% en moyenne annuelle en 2024, grâce à des facteurs tels que l'acquis de croissance et la progression attendue des revenus réels, avec un ralentissement au second semestre. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, et cette dernière devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Ce tableau ouvre la voie à un assouplissement de la part de la Fed, qui peut entrevoir un atterrissage en douceur de l'économie américaine et amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de juin.

CHINE

Le rebond post-Covid de l'activité économique s'est essouffé rapidement en 2023 et s'est révélé moins robuste qu'initialement espéré. La demande intérieure est restée freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier s'est poursuivie, avec le recul continu des ventes, des défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Le moteur exportateur s'est enrayé l'an dernier en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. Toutefois, les exportations chinoises ont récemment repris de la vigueur. Par ailleurs, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance depuis l'été. L'activité s'est renforcée légèrement et l'inflation est restée très faible. Les autorités devraient maintenir une politique accommodante à court terme, toujours contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Le PIB de la zone euro s'est très légèrement contracté au second semestre 2023 selon les dernières données d'Eurostat. La croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. L'activité devrait légèrement progresser au premier trimestre 2024, avant une reprise plus franche à partir du printemps. Celle-ci serait soutenue par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. Ce recul de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être soutenue par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

FRANCE

La croissance a été nulle au 3e trimestre (0% t/t) et très faible au 4e trimestre 2023 (0,1% t/t), après un T2 (+0,6% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Au T4, l'investissement des entreprises a subi une contraction (après plusieurs trimestres de hausse), tout comme l'investissement des ménages, tandis que leur consommation a stagné. Si l'inflation a diminué (3,1% a/a en février 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T1, nous tablons donc sur une croissance de 0,1% t/t. Au global, la croissance est attendue à 0,7% en 2024 (après 0,9% en 2023).

TAUX & CHANGE

Les premières baisses de taux directeurs se profilent un peu plus nettement. Elles interviendraient, d'après nos prévisions, en juin pour la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre. La Réserve fédérale et la BCE déclarent, en particulier, être prêts de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Le risque le plus important est toutefois que l'inflation s'avère plus résistante qu'anticipé, ce qui décalerait dans le temps l'assouplissement monétaire. Nous anticipons trois baisses de taux de 25 points de base de la part de la Fed d'ici la fin de 2024, quatre pour la BCE et la Banque d'Angleterre. Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux

longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 31 octobre dernier, sa politique de contrôle des taux d'intérêt en autorisant une plus grande fluctuation des taux d'intérêt souverains à dix ans autour de la cible de 1%. De nouveaux ajustements, plus significatifs, de sa politique monétaire sont probables, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Nous prévoyons que la BoJ mettra fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs au printemps 2024, le plus probablement en mars, tout en conservant une politique souple de contrôle de la courbe des taux obligataires.

Nous restons fondamentalement baissiers sur le dollar mais la force de la croissance américaine conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait plus nettement se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ et du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023	2024 e	2025 e	2022	2023	2024 e	2025 e
États-Unis	1.9	2.5	2.8	1.8	8.0	4.1	3.1	2.8
Japon	0.9	1.9	0.4	0.9	2.5	3.2	2.2	2.0
Royaume-Uni	4.4	0.1	0.1	1.2	9.1	7.4	2.2	2.3
Zone euro	3.4	0.5	0.7	1.7	8.4	5.4	2.3	2.1
Allemagne	1.9	-0.1	0.0	1.4	8.7	6.0	2.3	2.1
France	2.5	0.9	0.7	1.4	5.9	5.7	2.4	1.8
Italie	3.9	0.9	0.9	1.4	8.7	5.9	1.2	1.8
Espagne	5.8	2.5	2.0	2.1	8.3	3.4	2.7	2.0
Chine	3.0	5.2	4.5	4.3	2.0	0.2	-0.1	1.2
Inde*	7.2	7.5	8.1	7.1	6.7	6.7	5.5	4.8
Brésil	2.9	2.9	1.8	1.8	9.3	4.6	3.9	3.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 12 mars 2024

* 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, %		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.25	5.00	4.75	4.25	4.00
	Treas. 10a	4.25	4.20	4.20	4.20	4.20
	Zone euro	3.75	3.25	3.00	2.50	2.50
	Bund 10a	2.35	1.95	2.00	2.25	2.50
Royaume-Uni	OAT 10a	2.87	2.50	2.52	2.80	3.05
	BTP 10 ans	3.70	3.35	3.45	3.80	4.00
	BONO 10 ans	3.19	2.82	2.85	3.15	3.38
	Taux BoE	5.00	4.50	4.25	3.75	3.25
Japon	Gilt 10a	4.00	3.80	3.70	3.55	3.65
	Taux BoJ	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75
	JGB 10a	0.90	1.00	1.20	1.40	1.35
Taux de change		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
USD	EUR / USD	1.10	1.10	1.10	1.12	1.14
	USD / JPY	146	144	142	137	133
	GBP / USD	1.31	1.33	1.33	1.35	1.37
EUR	EUR / GBP	0.84	0.83	0.83	0.83	0.83
	EUR / JPY	161	158	156	153	152
Pétrole		T2 2024	T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	80	85	83	81	82

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX

Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 12 mars 2024



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change