

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

La croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1er semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre après +0,6% t/t au 2nd semestre 2022), portée par la résistance de la consommation des ménages et les bons chiffres de l'investissement productif. Les effets du resserrement monétaire, s'ils sont nets sur les conditions d'octroi de crédit, demeurent limités sur l'activité et l'emploi. La croissance au 3e trimestre a même été plus élevée qu'au 1er semestre (1,2% t/t selon la dernière estimation disponible). Un tassement net au 4e trimestre continue toutefois d'être anticipé, sous l'effet de la diminution du surcroît d'épargne des ménages et de l'essoufflement du moteur de la consommation privée qui devrait s'ensuivre. L'économie échapperait à la récession, même technique, mais pas à une contraction ponctuelle de son PIB au T2 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la dérive de l'inflation sous-jacente se poursuit et s'accroît. L'inflation devrait se rapprocher de la cible de 2% en 2024. Les progrès seraient jugés suffisants par la Fed pour amorcer la détente progressive de ses taux directeurs à partir du mois de mai. Il s'agirait d'éviter une hausse des taux réels, la politique monétaire resterait en territoire restrictif. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique a rebondi début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais ce rebond s'est essoufflé très rapidement. Le moteur exportateur s'est enrayé en raison de la faiblesse de la demande mondiale et des tensions avec les États-Unis. 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, de nouveaux défauts de paiement des promoteurs et des difficultés croissantes de certaines institutions financières. Depuis l'été, le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance. L'activité s'est renforcée et l'inflation est restée très faible. A court terme, la croissance devrait se stabiliser. L'action des autorités reste contrainte par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Selon les chiffres préliminaires, le PIB de la zone euro a enregistré une légère contraction au T3 2023 (-0,1% t/t) après deux trimestres déjà de faible croissance. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient encore peser sur l'activité économique cet hiver. Hormis la possibilité d'une récession technique, de faible ampleur au second semestre 2023, l'activité devrait se stabiliser 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 avril. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% en fin d'année : les taux réels et le degré de restriction monétaire resteraient à peu près inchangés. Le reflux de l'inflation apporterait toutefois, avec le dynamisme des salaires, un soutien non négligeable au pouvoir d'achat et à 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 négative au 3e trimestre 2023 (-0,1% t/t), après un T2 (+0,6% t/t) marqué par des effets exceptionnels (aéronautique notamment). Si la consommation a connu un léger mieux au T3 2023, elle reste déprimée, au contraire de l'investissement des entreprises, qui a connu une nouvelle progression marquée (+0,5% t/t au T3). Si l'inflation a diminué (4,1% a/a en décembre contre 5,7% a/a en septembre selon l'indice harmonisé), l'impact de la remontée des taux d'intérêt devrait continuer de se faire sentir. Au T4, nous tablons donc sur une croissance nulle. Au global, la croissance est attendue à 0,8% en 2023 et 0,6% en 2024.

TAUX & CHANGE

Les dernières réunions de 2023 de la Réserve fédérale et de la BCE ont confirmé que la hausse de 25 pb des Fed funds en juillet et des taux directeurs de la BCE en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%) était très probablement la dernière de ce cycle exceptionnel de resserrement monétaire. La possibilité d'un nouveau tour de vis monétaire n'est toujours pas totalement et formellement exclue mais elle a fortement diminué à la faveur de la baisse de l'inflation qui se rapproche

un peu plus nettement de la cible de 2%. Les développements positifs sur le front de l'inflation conjointement à l'affaiblissement attendu de la croissance ouvrent la voie à l'amorce des baisses de taux à partir d'avril pour la BCE et de mai pour la Fed. Des deux côtés de l'Atlantique, la baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening. À ce propos, nous tablons sur un arrêt au printemps 2024 des réinvestissements de la BCE dans le cadre du PEPP.

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 lors de la réunion de politique monétaire de mars ou avril, tout en assouplissant de manière importante sa politique de contrôle de la courbe des taux obligataires.

Nous restons baissiers sur le dollar, plus nettement à partir du T2 2024 et plus particulièrement vis-à-vis de l'euro, du fait notamment d'un nombre de baisses de taux moindre du côté de la BCE que de la Fed. Le yen devrait également se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet combiné du début de resserrement monétaire de la BoJ, du rapatriement des capitaux japonais détenus à l'étranger et de la baisse des taux longs américains.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023 e	2024 e	2025 e	2022	2023 e	2024 e	2025 e
États-Unis	1,9	2,4	0,9	1,3	8,0	4,1	2,7	2,3
Japon	0,9	2,1	0,8	0,9	2,5	3,2	2,3	1,9
Royaume-Uni	4,4	0,3	-0,1	1,1	9,1	7,4	2,0	2,2
Zone euro	3,4	0,5	0,6	1,6	8,4	5,4	1,9	2,0
Allemagne	1,9	-0,1	0,3	1,3	8,6	6,1	2,3	2,1
France	2,5	0,8	0,6	1,4	5,9	5,7	2,3	1,8
Italie	3,9	0,7	0,9	1,5	8,7	6,1	1,9	1,9
Espagne	5,8	2,3	1,5	2,1	8,3	3,4	2,0	2,0
Chine	3,0	5,2	4,5	4,3	2,0	0,4	1,5	1,7
Inde*	7,2	7,5	7,0	6,5	6,7	5,8	5,7	4,5
Brésil	2,9	3,1	1,8	1,8	9,3	4,6	3,6	3,9

Source : BNP Paribas (e. Estimations, prévisions)

Mise à jour le 11 janvier 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, %		T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	T4 2025
Fin de période						
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,00	4,50	4,00	2,75
	Treas. 10a	4,15	4,00	3,95	3,95	4,00
Zone euro	Taux de dépôt	4,00	3,75	3,50	3,25	2,50
	Bund 10a	2,45	2,35	2,20	2,20	2,50
	OAT 10a	3,02	2,91	2,75	2,75	3,05
	BTP 10 ans	4,25	4,00	3,95	3,90	4,20
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,45	3,25	3,10	3,05	3,30
	Taux BoE	5,25	5,00	4,75	4,25	3,00
Japon	Gilt 10a	3,90	3,75	3,65	3,55	3,65
	Taux BoJ	0,10	0,10	0,25	0,25	0,75
	JGB 10a	0,95	1,20	1,35	1,35	1,35
Taux de change						
Fin de période						
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,14	1,15	1,18
	USD / JPY	145	141	138	135	130
	GBP / USD	1,26	1,29	1,31	1,32	1,36
EUR	EUR / GBP	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
	EUR / JPY	160	158	157	155	153
Pétrole						
Moyenne trimestrielle						
Pétrole	USD/baril	85	86	91	88	85

Sources : BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate

Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 15 décembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change