

# SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

10

## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a poursuivi sa croissance au T4, bien que sur un rythme un peu plus modéré qu'au T3, notamment soutenue par la consommation des ménages et la croissance des stocks, deux déterminants fragiles, suggérant que le ralentissement devrait se poursuivre. Le tassement de la croissance au T1 2023 en atteste. Ce ralentissement reste cependant progressif comme le montre le lent dégonflement du marché du travail, avec des créations d'emplois qui demeurent élevées, un taux de chômage bas et une croissance des salaires dynamique. L'inflation semble avoir atteint son pic mi-2022, mais la dérive de l'inflation sous-jacente reste lente de telle sorte que l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. Néanmoins, la Réserve fédérale pourrait en avoir terminé avec la remontée de ses taux directeurs compte tenu du durcissement concomitant des conditions d'accès au crédit. Le resserrement monétaire engagé devrait entraîner l'économie américaine en récession au second semestre 2023 et limiter la reprise attendue en 2024.

## CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique va se renforcer en 2023. L'abandon de la politique zéro Covid a entraîné un rebond de la demande privée et du secteur des services depuis fin janvier, et la consommation des ménages continuera de bénéficier d'effets de rattrapage importants à court terme. Cependant, alors que les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par l'affaiblissement de la demande mondiale, des freins continueront de peser sur l'activité tirée par le marché intérieur. De fait, le redressement du marché du travail reste incertain, l'amélioration dans les secteurs immobilier et de la construction sera probablement limitée, et la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public. Les autorités prévoient un soutien modéré à la croissance des politiques budgétaire et monétaire. L'inflation des prix à la consommation, qui s'est établie à 2% en moyenne en 2022, ne devrait accélérer que légèrement cette année.

## ZONE EURO

Légèrement négative au T4 2022, la croissance économique en zone euro a tout de même été meilleure qu'attendu sur l'ensemble de 2022, à 3,5%. Elle a continué de surprendre favorablement sur les premiers mois de 2023 au regard de l'amélioration des données d'enquêtes (climat des affaires et, dans une moindre mesure, confiance des consommateurs). Mais la première estimation de la croissance au T1 2023 a laissé une impression moins favorable (hausse du PIB de seulement +0,1 % t/t). La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire à marche forcée devrait affaiblir plus nettement l'activité à compter de la mi-2023. La croissance du PIB réel serait faiblement positive en 2023 et 2024, respectivement à 0,6% et 0,5%. Bien qu'attendue en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, nettement supérieure à l'objectif de 2% en fin d'année et encore légèrement supérieure fin 2024, obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

## FRANCE

La croissance du PIB s'est accélérée au 1er trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une relative stagnation au 2e semestre 2022 (+0,1% au T3 et +0% au T4 t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. *A contrario*, la consommation (stable au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-1,4% au T1, après -1,6% t/t au T4). Le niveau toujours élevé de l'inflation début 2023 (avec un nouveau pic en février à 7,3% a/a en indice harmonisé) et la remontée des taux d'intérêt devraient continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,5% en 2023, après 2,6% en 2022.

## TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, après l'augmentation de 25 pb en mai, la Réserve fédérale devrait mettre un terme à la hausse de ses taux directeurs. L'inflation reste élevée mais le durcissement important des conditions d'accès au crédit devrait faire pencher la balance en faveur d'un arrêt du cycle de resserrement. La lenteur de la désinflation jouerait néanmoins dans l'absence de baisse des taux directeurs jusque début 2024, et ce malgré l'entrée en récession de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint aussi. Ils devraient baisser avec pour toile de fond le recul progressif de l'inflation et la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

Si pour la Fed, la hausse de mai est anticipée comme la dernière, pour la BCE, ce ne serait pas le cas. Nous nous attendons à ce que celle-ci poursuive le relèvement de ses taux directeurs, jusqu'à 3,75 % au T3 pour le taux de dépôt. Autre outil de resserrement

monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, de ses réinvestissements dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens pourraient aussi avoir atteint leur pic et devraient refluer dans le sillage de la baisse graduelle attendue de l'inflation en zone euro et du repli des rendements aux États-Unis.

La Banque du Japon (BoJ) a rehaussé à 0,5% la limite supérieure de sa cible pour le rendement des obligations souveraines à 10 ans. De nouveaux ajustements de sa politique de contrôle de la courbe des taux ne peuvent être exclus. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à ce que la BoJ procède à une hausse de ses taux directeurs.

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 devrait se maintenir autour des niveaux actuels à court terme avant de se renforcer face au dollar US puisque les fonds fédéraux devraient avoir atteint leur taux final.

### INFLATION\* ET PIB\*\*

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

\* MIS À JOUR LE 28 AVRIL 2023 : INFLATION JAPON; LE 20 AVRIL 2023 : INFLATION ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE ET ROYAUME-UNI; LE 31 MARS 2023 : CROISSANCE ET INFLATION DES ÉTATS-UNIS

\*\* MIS À JOUR LE 4 MAI 2023 : CROISSANCE ROYAUME-UNI; LE 28 AVRIL 2023 : CROISSANCE ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE ET ESPAGNE

\*\*\* ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1ER AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1

SOURCE : BNP PARIBAS (E: ESTIMATIONS, PRÉVISIONS)

### TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

#### Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5,25	5,25	5,25	3,50
	Treas. 10a **	3,75	3,50	3,40	3,25
Zone euro	Taux de dépôt *	3,50	3,75	3,75	2,75
	Bund 10a **	2,60	2,45	2,20	2,00
	OAT 10a	3,15	3,00	2,72	2,50
	BTP 10 ans	4,60	4,70	4,45	3,80
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3,60	3,55	3,30	2,90
	Taux BoE*	4,75	4,75	4,75	3,50
	Gilt 10a **	3,75	3,50	3,35	2,80
Japon	Taux BoJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,10
	JGB 10a **	0,45	0,60	0,65	0,80

#### Taux de change

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,14	1,18
	USD / JPY	133	130	127	121
	GBP / USD	1,24	1,26	1,28	1,33
EUR	EUR / GBP	0,89	0,89	0,89	0,89
	EUR / JPY	146	146	145	143

#### Pétrole

Fin de période		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Pétrole	USD/baril	85	90	90	95

\* MISE À JOUR : TAUX DE DÉPÔT LE 27 AVRIL 2023, FED FUNDS LE 31 MARS 2023, TAUX BOE BOE : 11 MAI 2023

\*\* MISE À JOUR : BUND 10 ANS LE 3 MAI 2023, GILT 10 ANS LE 20 AVRIL 2023, JGB 10 ANS LE 28 MARS 2023, TREASURY À 10 ANS : 12 AVRIL 2023

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change