

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

Après un second semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine s'est légèrement tassée au 1^{er} trimestre 2023 (+0,5% t/t), sous l'effet essentiellement de la contribution très négative des variations de stocks. Les effets du resserrement monétaire sur l'activité et l'emploi étant encore limités au 2^e trimestre, nous avons rehaussé nos prévisions de croissance à court terme (2^e trimestre un peu plus positif, 3^e trimestre un peu moins négatif), sans abandonner toutefois l'anticipation d'une entrée en récession au 3^e trimestre, sous l'effet du resserrement monétaire. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. Ainsi, l'inflation totale devrait être encore nettement supérieure à la cible de 2% à l'horizon de la fin 2023. La lenteur de la désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au printemps 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

Après une année de croissance lente et déséquilibrée en 2022, l'activité économique se renforce 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, la consommation des ménages bénéficiant d'effets de rattrapage importants. Cependant, le rebond post-Covid s'essouffle avec une étonnante rapidité. Les ménages restent prudents, notamment inquiets du redressement incertain du marché du travail. La crise du secteur immobilier se poursuit. De plus, les perspectives d'exportation et de production industrielle sont assombries par la faiblesse de la demande mondiale et les tensions avec les États-Unis. Le gouvernement et la banque centrale devraient accroître leur soutien à la croissance de façon mesurée. En particulier, la fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

ZONE EURO

La zone euro a basculé en récession technique au 1^{er} trimestre 2023. Initialement estimée à +0,1% t/t, la croissance est désormais légèrement négative, à -0,1% (après un recul de même ampleur au 4^e trimestre 2022). Cette révision en baisse a été entraînée par celle de la croissance allemande. Si un rebond technique est anticipé au 2^e trimestre, la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire ferait ensuite rechuter la croissance. À la stagnation attendue pendant trois trimestres succéderait une reprise limitée. Bien qu'anticipée 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 1^{er} trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4^e trimestre 2022 (+0% t/t), soutenue par le rebond des exportations de matériels de transport. *A contrario*, la consommation (+0,1% au T1, après -1% t/t au T4) et l'investissement des ménages restent déprimés (-2,3% au T1, après -1,2% 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 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin mais nous nous attendons à une dernière hausse des taux en juillet compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail à ce stade. La lenteur de la désinflation plaide en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024, et ce malgré l'entrée en récession anticipée de l'économie américaine au second semestre 2023. Le pic des taux longs a probablement été atteint ; ils devraient baisser sur fond de recul progressif de l'inflation et dans la perspective d'un desserrement de la politique monétaire en 2024.

La BCE a, en revanche, augmenté de nouveau ses taux directeurs en juin et, bien que l'inflation montre des signes encourageants de décrue, cela ne suffit pas pour mettre un terme au cycle de resserrement. Nous tablons sur un pic cyclique du taux de dépôt à 4,00% au 3^e trimestre. Autre volet du resserrement monétaire : l'arrêt complet, à compter de juillet 2023, des réinvestissements de la BCE dans le cadre de l'APP. Les taux longs européens devraient avoir atteint leur pic et 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, en décembre 2022, 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, le pays faisant face à une poussée inflationniste sans précédent depuis le début des années 1990. Néanmoins, la BoJ ne devrait pas augmenter cette année ses taux directeurs mais une remontée est attendue en 2024.

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.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

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

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

* Mise à jour de la croissance : le 30 juin 2023 Italie et Espagne, le 8 juin 2023 Japon, le 2 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 28 mai 2023 Allemagne.

** Mise à jour de l'inflation : le 27 juin 2023 Royaume-Uni, le 16 juin 2023 États-Unis et Brésil, le 2 juin 2023 zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne.

*** année budgétaire du 1^{er} avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE

Taux d'intérêt, %		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période					
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5.25	5.50	5.50	3.75
	Treas. 10a **	3.90	3.90	3.85	3.55
Zone euro	Taux de dépôt *	3.50	4.00	4.00	3.00
	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
	BONO 10 ans	3.60	3.55	3.30	2.90
Royaume-Uni	Taux BoE*	5.00	5.75	5.75	4.00
	Gilt 10a **	4.50	4.40	4.25	3.80
Japon	Taux BoJ	-0.10	-0.10	-0.10	0.10
	JGB 10a **	0.45	0.50	0.65	0.80

Taux de change		T2 2023	T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période					
USD	EUR / USD	1.10	1.10	1.12	1.18
	USD / JPY	133	133	130	123
	GBP / USD	1.24	1.25	1.27	1.34
EUR	EUR / GBP	0.89	0.88	0.88	0.88
	EUR / JPY	146	146	146	145

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

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)

* Taux de dépôt : mis à jour le 15 juin 2023, Fed funds : 2 juin 2023, Taux BoE : 22 juin 2023

** Bund 10a: mise à jour le 3 mai, Gilt 10a: 15 juin, JGB 10 ans : le 22 juin 2023, Treas. à 10 ans : le 5 juin 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change