

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

8

ÉTATS-UNIS

Après un 2nd semestre 2022 sur un rythme soutenu (+0,7% t/t en moyenne par trimestre), la croissance américaine ne s'est que légèrement tassée au 1^{er} semestre 2023 (+0,5% t/t en moyenne par trimestre), 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 3^e trimestre devrait être encore très positive avant un tassement net au 4^e trimestre et un glissement en récession au 1^{er} semestre 2024. Le pic de l'inflation a été atteint mi-2022 mais la décrue de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale devrait revenir au voisinage de la cible de 2% en 2024. La lenteur du processus de désinflation plaide en faveur du maintien de la politique monétaire en territoire restrictif, malgré l'amorce d'une détente des taux directeurs au 2^e trimestre 2024. La reprise attendue en 2024 s'en trouvera limitée.

CHINE

La croissance économique s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid, mais le rebond de l'activité s'est essouffé 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. Le gouvernement et la banque centrale ont multiplié les mesures de relance au cours de l'été, visant à soutenir la demande intérieure et l'activité du secteur immobilier. Une légère amélioration de la croissance du PIB est donc attendue à court terme. Cependant, les autorités restent prudentes, notamment contraintes par l'excès de dette de l'économie et la fragilité des finances des collectivités locales.

ZONE EURO

Après une légère contraction du PIB au 4^e trimestre 2022, la zone euro a renoué avec une croissance légèrement positive au 1^{er} semestre 2023. Selon les derniers chiffres disponibles, la croissance au 1^{er} trimestre a encore été rehaussée (de -0,1% à 0,0% puis à +0,1% t/t) tandis que celle du 2^e trimestre a été abaissée à +0,1% t/t, gommant le rebond technique de +0,3% t/t initialement publié. Les performances disparates entre États membres fragilisent le faible résultat d'ensemble. La France et l'Espagne s'en sortent bien mais l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas sont à la peine. La montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire devrait encore faire perdre de la vitesse à l'activité économique, qui stagnerait au 2nd semestre 2023, avant d'engager une reprise molle. Bien qu'anticipée en reflux tout au long de 2023, l'inflation resterait élevée, légèrement supérieure à 3% a/a en fin d'année. Illustrant la lenteur du processus de désinflation, elle serait encore significativement au-dessus de la cible de 2% fin 2024 (2,5% a/a), obligeant la politique monétaire à rester en territoire restrictif.

FRANCE

La croissance a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après un 1^{er} trimestre de stagnation et un 4^e trimestre 2022 légèrement positif, à +0,1%). Si la consommation et l'investissement des ménages restent déprimés, ce sursaut a été soutenu par l'investissement des entreprises et, surtout, par les exportations. Un contre-coup est prévisible au 3^e trimestre. L'inflation a connu un rebond en août (5,7% a/a en indice harmonisé), dû aux prix de l'énergie. Ce rebond ne remet pas en cause le processus de désinflation, aussi lent soit-il. La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,7% en 2023, après 2,5% en 2022.

TAUX & CHANGE

Aux États-Unis, après avoir laissé inchangé son taux officiel lors de sa réunion de juin, la Réserve fédérale a procédé, comme attendu, à une nouvelle hausse de 25 pb des taux en juillet. Cette hausse devrait être la dernière d'après nous mais une incertitude demeure, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience de l'activité et du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant la mi-2024. L'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui sont restés orientés en hausse sur la première quinzaine de septembre. À mesure que le recul de l'inflation et la perspective d'un desserrement monétaire en 2024 se confirmeront, les taux longs ne devraient toutefois pas tarder à repartir à la baisse.

Contrairement à la Fed, la BCE n'a pas fait de pause en juin mais, comme la Fed, elle a augmenté ses taux directeurs de 25 pb en juillet. Elle ne s'est en revanche pas arrêtée là, procédant à une nouvelle hausse de 25 pb en septembre (taux de dépôt à 4,00%, taux de refinancement à 4,50%). Cette hausse devrait marquer la fin du cycle de resserrement

de la BCE, en tenant compte des effets encore à venir du resserrement déjà opéré. Mais il n'est pas non plus encore certain que ce soit vraiment la dernière étant donné l'absence de reflux tangible, à ce stade, de l'inflation sous-jacente. 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 restent orientés en hausse, dans le sillage des taux américains, mais de manière plus contenue : ils devraient se replier progressivement à mesure que la baisse de l'inflation sous-jacente se dessinera plus nettement, dissipant les incertitudes sur la prolongation du resserrement monétaire.

La Banque du Japon (BoJ) a ajusté, le 27 juillet 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 0,5%. De nouveaux ajustements de sa politique monétaire 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 ses taux directeurs cette année mais une remontée est attendue en 2024.

Nous restons structurellement baissiers sur le dollar vis-à-vis de 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	1.9	2.4	0.7	4.7	8.0	4.2	2.4
Japon	2.3	1.0	2.0	1.0	-0.2	2.5	3.2	2.6
Royaume-Uni	8.7	4.3	0.6	0.0	2.6	9.1	7.4	3.0
Zone euro	5.6	3.4	0.5	0.9	2.6	8.4	5.6	2.8
Allemagne	3.1	1.9	-0.3	0.3	3.2	8.6	6.2	3.0
France	6.4	2.5	0.7	0.5	2.1	5.9	5.8	2.7
Italie	7.0	3.8	0.8	1.0	1.9	8.7	6.2	2.2
Espagne	5.5	5.5	2.2	1.5	3.0	8.3	3.5	2.8
Chine	8.4	3.0	5.1	4.5	0.9	2.0	0.5	2.0
Inde*	9.1	7.2	6.1	6.0	5.5	6.7	5.9	5.0
Brésil	5.0	2.9	3.1	1.8	8.3	9.3	4.7	4.2

Source : BNP Paribas (E: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 23 octobre 2023

* 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, %

Fin de période	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
E-Unis					
Fed Funds (borne supérieure)	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25
Treas. 10a	4,20	4,05	3,95	3,90	3,90
Zone euro					
Taux de dépôt	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25
Bund 10a	2,60	2,45	2,40	2,30	2,35
OAT 10a	3,17	2,99	2,93	2,85	2,92
BTP 10 ans	4,50	4,25	4,10	4,10	4,25
BONO 10 ans	3,70	3,45	3,35	3,30	3,40
Royaume-Uni					
Taux BoE	5,25	5,25	5,00	4,50	4,00
Gilt 10a	4,00	3,80	3,60	3,65	3,70
Japon					
Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,10	0,10	0,25
JGB 10a	0,75	0,85	0,90	0,90	1,00

Taux de change

Fin de période	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
USD					
EUR / USD	1,10	1,11	1,12	1,13	1,15
USD / JPY	145	145	140	138	135
GBP / USD	1,29	1,29	1,29	1,30	1,32
EUR					
EUR / GBP	0,85	0,86	0,87	0,87	0,87
EUR / JPY	160	161	157	156	155

Pétrole

Fin de période	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
Pétrole					
USD/baril	81	82	86	88	86

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

Commodities Desk Strategy)

Mise à jour le 25 septembre 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change