

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. Nous anticipons désormais une poursuite de la croissance au 3^e trimestre et non plus une contraction du PIB, qui aurait marqué l'entrée en récession des États-Unis ce trimestre-là. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade de l'inflation sous-jacente reste lente. L'inflation totale ne reviendrait au voisinage de la cible de 2% qu'à l'horizon de la fin 2024. Cette lenteur 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 s'est renforcée début 2023 à la suite de l'abandon de la politique zéro Covid. Cependant, le rebond 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 reste freinée par l'importante dégradation de la confiance des investisseurs et des ménages. La crise du secteur immobilier se poursuit, 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 multiplient les mesures de soutien, qui restent toutefois d'ampleur modérée. La fragilité des finances des collectivités locales devrait contraindre l'investissement public.

ZONE EURO

La zone euro a frôlé la récession technique au tournant 2022-2023 : après une légère contraction du PIB au 4^e trimestre 2022, la croissance est désormais estimée nulle (et non plus légèrement négative). Le rebond technique attendu au 2^e trimestre a été au rendez-vous (+0,3% t/t) mais il masque des performances disparates entre États membres qui fragilisent plutôt le 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. Et la montée en puissance des effets négatifs du resserrement monétaire devrait faire 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 a surpris très favorablement au 2^e trimestre 2023, l'activité marquant une accélération plus importante qu'attendu (+0,5% t/t, après deux trimestres 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 contrecoup est prévisible au 3^e trimestre. L'inflation poursuit son reflux mais lentement (5,1% a/a en indice harmonisé en juillet, en baisse de 2,2 points par rapport à son pic de février). La remontée des taux d'intérêt devrait continuer de peser sur la demande des ménages en 2023, et donc sur la croissance, attendue à 0,8% en 2023, après 2,6% 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 serait la dernière d'après nous mais une incertitude demeure, compte tenu de l'inflation sous-jacente toujours élevée et de la résilience du marché du travail à ce stade. Ces éléments plaident en tout cas en défaveur d'une baisse des taux directeurs avant début 2024. L'incertitude résiduelle sur le pic du taux directeur se répercute sur les taux longs, qui, fin août, restaient orientés en hausse. 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 (taux de dépôt à 3,75%, taux de refinancement à 4,25%). Cette hausse marquerait 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 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 évoluent dans le sillage des taux américains mais de manière plus contenue : leur légère remontée sur la fin du mois d'août devrait laisser la place à un repli progressif, alimenté par la baisse de l'inflation sous-jacente qui devrait mieux se dessiner petit à petit.

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'intérêts 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 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	1,9	0,3	4,7	8,0	4,1	2,5
Japon	2,2	1,0	2,0	0,9	-0,2	2,5	3,2	2,3
Royaume-Uni	7,6	4,1	0,5	0,1	2,6	9,0	7,5	2,9
Zone euro	5,3	3,4	0,5	0,6	2,6	8,4	5,7	3,0
Allemagne	2,6	1,9	-0,2	0,4	3,2	8,6	6,2	2,9
France	6,8	2,6	0,8	0,6	2,1	5,9	5,7	2,7
Italie	7,0	3,8	0,9	0,8	1,9	8,7	6,2	2,3
Espagne	5,5	5,5	2,4	1,5	3,0	8,3	3,6	3,1
Chine	8,4	3,0	5,3	4,8	0,9	2,0	0,5	2,0
Inde***	8,7	7,2	6,1	6,5	5,5	6,7	5,5	4,5
Brésil	5,0	2,9	2,5	1,8	8,3	9,3	4,7	4,0

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)

Mise à jour le 25 août 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, %		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)*	5,50	5,50	3,75
	Treas. 10a **	3,90	3,85	3,55
	Taux de dépôt *	3,75	3,75	3,00
Zone euro	Bund 10a **	2,45	2,20	2,00
	OAT 10a	3,00	2,72	2,50
	BTP 10 ans	4,70	4,45	3,80
	BONO 10 ans	3,55	3,30	2,90
	Royaume-Uni	Taux BoE *	5,50	5,50
Japon	Gilt 10a **	4,40	4,25	3,80
	Taux BoJ	-0,10	-0,10	0,25
	JGB 10a **	0,50	0,65	0,80

Taux de change		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
USD	EUR / USD	1,10	1,12	1,18
	USD / JPY	133	130	123
	GBP / USD	1,25	1,27	1,34
EUR	EUR / GBP	0,88	0,88	0,88
	EUR / JPY	146	146	145

Pétrole		T3 2023	T4 2023	T4 2024
Fin de période				
Pétrole	USD/baril	83	81	86

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

Mise à jour le 31 août 2023



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change