

# 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 nettement tassée au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,3% t/t). L'analyse détaillée de ce chiffre permet d'en relativiser la faiblesse, essentiellement due à la contribution très négative des variations de stocks. On voit peu de signes de la récession attendue en raison du resserrement monétaire, et même aucun au niveau du marché du travail, ce qui nous amène à rehausser les perspectives de croissance à court terme (2<sup>e</sup> trimestre un peu plus positif, 3<sup>e</sup> trimestre un peu moins négatif). Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, la décade 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. 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

Après un chiffre légèrement négatif au T4 2022, la croissance économique en zone euro a surpris 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). Le chiffre pourrait même passer en territoire négatif dans le sillage de la forte révision en baisse de la croissance allemande : la zone euro basculerait alors en récession technique. Si un rebond technique est anticipé au T2, 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<sup>er</sup> trimestre 2023, à +0,2% t/t, après une stagnation au 4<sup>e</sup> 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, l'augmentation de 25 pb des taux directeurs de la Réserve fédérale en mai, un temps pressentie pour être la dernière, pourrait ne pas l'être. La Fed pourrait sauter la réunion de juin et opter pour un *statu quo*, compte tenu du durcissement important des conditions d'accès au crédit, avant de procéder à une ultime hausse en juillet compte tenu de l'inflation toujours élevée et de la résistance du marché du travail. 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 anticipée 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.

Contrairement à la Fed, la BCE ne devrait pas passer son tour en juin considérant que le durcissement des conditions monétaires et de crédit est moins avancé qu'outre-Atlantique. Si l'inflation sous-jacente montre des signes encourageants de décade en avril et mai, ils ne sont pas suffisants pour mettre un terme au cycle de hausse de ses taux directeurs. Nous tablons sur deux relèvements supplémentaires, de 25 pb chacun, en juin et juillet, portant le taux de dépôt à 3,75 %. 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.

### 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	1.3	-0.1	4.7	8.0	4.0	2.5
Japon	2.2	1.0	1.1	0.8	-0.2	2.5	3.1	1.7
Royaume-Uni	7.6	4.1	0.4	0.7	2.6	9.1	7.1	2.1
Zone euro	5.3	3.5	0.6	0.5	2.6	8.4	5.3	2.7
Allemagne	2.6	1.9	-0.4	0.5	3.2	8.7	5.7	2.4
France	6.8	2.6	0.5	0.6	2.1	5.9	5.6	2.6
Italie	7.0	3.8	1.1	0.7	1.9	8.7	6.0	2.3
Espagne	5.5	5.5	1.8	0.8	3.0	8.3	2.8	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	2.5	0.5	8.3	9.3	5.0	4.8

\* CROISSANCE MISE À JOUR LE 2 JUIN 2023 : ÉTATS-UNIS ET BRÉSIL, LE 17 MAI 2023 : ROYAUME-UNI ET JAPON, LE 28 MAI 2023 : ALLEMAGNE  
 \*\* INFLATION MISE À JOUR LE 2 JUIN 2023 : ZONE EURO, ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, ESPAGNE, ÉTATS-UNIS ET BRÉSIL  
 \*\*\* ANNÉE BUDGÉTAIRE DU 1<sup>ER</sup> AVRIL DE L'ANNÉE T AU 31 MARS DE L'ANNÉE T+1  
 SOURCE: BNP PARIBAS (E: ESTIMATES & FORECASTS)

### 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	5.50	5.50	3.75
	Treas. 10a **	3.90	3.90	3.85	3.55
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	5.00	5.00	3.75
Japon	Gilt 10a **	3.80	3.55	3.35	2.80
	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

\* TAUX DE DÉPÔT AU 27 AVRIL 2023, FED FUNDS AU 2 JUIN 2023, TAUX DE LA BOE AU 11 MAI 2023  
 \*\* BUND 10 ANS AU 3 MAI 2023, GILT 10 ANS AU 20 AVRIL 2023, JGB 10 ANS AU 28 MARS 2023, TREASURIES 10 ANS AU 5 JUIN 2023

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



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change