

SCÉNARIO ÉCONOMIQUE

ÉTATS-UNIS

L'éventualité d'une récession américaine consécutive au resserrement monétaire apparaît désormais écartée face à la résilience d'une économie, qui a encore progressé de 2,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023. Malgré un ralentissement (+0,4% t/t contre +0,8% au T4 2023), le PIB a encore progressé au T1 2024, porté par les contributions de la consommation et de l'investissement. Notre scénario central table sur une croissance de +2,8% en moyenne annuelle en 2024, grâce à l'acquis de croissance mais aussi à la progression attendue des revenus réels. Si le pic de l'inflation a été atteint mi-2022, les chiffres du premier trimestre 2024 n'ont pas rassuré sur un retour rapide de l'inflation vers sa cible, et l'IPC devrait s'élever encore à +3,2% a/a au dernier trimestre 2024. Ce tableau n'ouvre la voie qu'à un léger assouplissement de la part de la Fed, avec l'amorcement de la détente progressive de ses taux directeurs en toute fin d'année seulement, qui compterait donc une seule baisse de taux.

CHINE

La croissance économique a été plus solide que prévu au T1 2024 (+5,3% en glissement annuel), principalement soutenue par le secteur manufacturier exportateur. La demande intérieure et l'activité dans les services continuent en revanche de manquer de vigueur, freinées par la crise du secteur immobilier, les incertitudes réglementaires, et les faibles niveaux de confiance des consommateurs et des investisseurs privés. Pour soutenir l'activité, les autorités ont opté pour le renforcement de la politique industrielle et le maintien d'une politique de la demande prudente. Cette politique économique risque donc d'amplifier les divergences de performances entre secteurs et le déséquilibre entre l'offre et la demande intérieure qui sont apparus depuis quelques mois. La cible de croissance de « 5% environ » fixée pour 2024 devrait être atteinte. L'inflation des prix à la consommation devrait rester très faible ; elle était nulle (en g.a.) au T1 2024.

ZONE EURO

Le PIB de la zone euro s'est très légèrement contracté au second semestre 2023 selon les dernières données d'Eurostat. La croissance annuelle s'est établie à 0,5% en 2023 en moyenne annuelle. Les effets négatifs du resserrement monétaire devraient de moins en moins peser sur l'activité économique en 2024 qui progresserait légèrement au premier trimestre avant une reprise plus franche à partir du printemps. Ce rebond serait aussi soutenu par une première baisse des taux directeurs par la BCE, que nous attendons pour juin et qui serait suivie de deux autres baisses au cours du second semestre. Cette détente monétaire accompagnerait le reflux de l'inflation qui devrait être proche de la cible de 2% dans le courant du deuxième trimestre. La désinflation de certaines composantes de l'indice des prix à la consommation plus sensibles à l'évolution des salaires, notamment les services, devrait être plus limitée. Le recul global de l'inflation, combiné avec le dynamisme des salaires, viendrait soutenir le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. La croissance devrait aussi être renforcée par le déboursement des fonds NGEU et ses déploiements sur le terrain.

FRANCE

L'économie française a connu une stagnation au 2e semestre 2023. Pour la première fois, tous les postes de la demande intérieure ont été affectés au T4 2023 : la consommation des ménages a stagné et l'investissement des entreprises et celui des ménages se sont repliés. La désinflation est désormais nette (2,4% a/a en mars 2024 contre 5,7% a/a en septembre 2023 selon l'indice harmonisé), ce qui devrait permettre un retour graduel de la croissance (au T2 plutôt qu'au T1), avec la reprise de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, deux piliers de la croissance française. Cela préfigurerait une année 2025 encore meilleure, avec une prévision de croissance à 1,4%, contre 0,7% en 2023.

TAUX & CHANGE

2024 devrait être l'année où la Réserve fédérale, la BCE comme la Banque d'Angleterre commenceront à baisser leurs taux directeurs. Le timing de la première baisse reste toutefois incertain, de même que le nombre de baisses attendues. La BCE semble plus près que la Fed et la BoE de disposer des données et de la confiance nécessaires pour pouvoir estimer que l'inflation se dirige durablement vers la cible de 2%. Nous tablons sur une première baisse de taux de la BCE en juin, projetons celle de la BoE en août tandis que la Fed n'interviendrait qu'en toute fin d'année, en décembre. Pour la Fed, il n'y aurait donc qu'une seule baisse de taux en 2024 tandis que pour la BCE et la BoE, deux autres suivraient

(chaque baisse serait de 25 points de base). Des deux côtés de l'Atlantique, les taux directeurs en termes réels, et donc le degré de restriction monétaire, resteraient toutefois à peu près inchangés. La baisse induite des taux longs devrait être limitée par l'importance des émissions obligataires sur fond de quantitative tightening.

La Banque du Japon (BoJ) a été la première banque centrale des pays du G7 à agir en 2024, en actant conjointement, lors de la réunion de politique monétaire de mars, la fin de la politique des taux d'intérêt négatifs et de contrôle des taux d'intérêt. La cible des taux directeurs a ainsi été relevée, passant d'un corridor de -0,1-0,0% à 0,0-0,1%, mais le volume d'achat des titres d'État reste globalement inchangé. Nous prévoyons une normalisation très progressive de la politique monétaire dans le pays, avec une seule hausse supplémentaire envisagée d'ici à la fin de l'année 2024 (probablement en septembre).

Nous sommes fondamentalement baissiers sur le dollar mais il est, pour l'heure, soutenu par les tensions géopolitiques et les divergences entre les États-Unis et la zone euro (plus de croissance, plus d'inflation, moins de relâchement monétaire de l'autre côté de l'Atlantique). Cela conduit à reporter dans le temps la dépréciation attendue, notamment vis-à-vis de l'euro, et à la modérer. Le yen devrait aussi finir par se renforcer vis-à-vis du dollar US, sous l'effet, notamment, du décalage de politique monétaire, la BoJ étant en phase de resserrement monétaire.

CROISSANCE DU PIB ET INFLATION

%	Croissance du PIB				Inflation			
	2022	2023	2024 e	2025 e	2022	2023	2024 e	2025 e
États-Unis	1.9	2.5	2.8	1.8	8.0	4.1	3.4	2.8
Japon	0.9	1.9	0.4	0.9	2.5	3.2	2.9	2.3
Royaume-Uni	4.4	0.1	0.1	1.2	9.1	7.4	2.5	2.1
Zone euro	3.5	0.5	0.7	1.7	8.4	5.4	2.4	2.1
Allemagne	1.9	-0.1	0.2	1.4	8.7	6.1	2.5	2.3
France	2.5	0.9	0.7	1.4	5.9	5.7	2.4	1.8
Italie	4.2	1.0	0.9	1.4	8.7	6.0	1.1	1.8
Espagne	5.8	2.5	2.0	2.1	8.3	3.4	3.0	2.1
Chine	3.0	5.2	5.2	4.3	2.0	0.2	-0.1	1.2
Inde*	7.1	7.6	6.5	6.4	6.7	5.4	4.7	4.3
Brésil	2.9	2.9	2.2	2.0	9.3	4.6	4.1	4.1

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)
Mise à jour le 29 avril 2024
* 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, %		T2 2024		T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Fin de période							
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	5.50	5.50	5.25	4.75	4.25	
	Treas. 10a	4.25	4.20	4.20	4.20	4.20	
Zone euro	Taux de dépôt	3.75	3.50	3.25	2.75	2.50	
	Bund 10a	2.35	1.95	2.00	2.25	2.50	
	OAT 10a	2.87	2.50	2.52	2.80	3.05	
	BTP 10 ans	3.70	3.35	3.45	3.80	4.00	
Royaume-Uni	BONO 10 ans	3.19	2.82	2.85	3.15	3.38	
	Taux BoE	5.25	4.75	4.50	4.00	3.50	
	Gilt 10a	4.00	3.80	3.70	3.55	3.65	
Japon	Taux BoJ	0.10	0.25	0.25	0.50	0.75	
	JGB 10a	0.90	1.00	1.20	1.40	1.35	
Taux de change		T2 2024		T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Fin de période							
USD	EUR / USD	1.05	1.05	1.06	1.08	1.10	
	USD / JPY	155	154	153	150	148	
	GBP / USD	1.25	1.27	1.28	1.30	1.33	
EUR	EUR / GBP	0.82	0.83	0.83	0.83	0.83	
	EUR / JPY	163	162	162	162	163	
Pétrole		T2 2024		T3 2024	T4 2024	T2 2025	T4 2025
Moyenne trimestrielle							
Pétrole	USD/baril	90	92	87	81	82	

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg. Commodities Desk Strategy)
Mise à jour le 29 avril 2024

