



MONDE

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE  
2022-2023

Trimestriel – Décembre 2021

# Le pari d'une double normalisation

Une croissance évoluant **d'inhabituellement vigoureuse à encore soutenue et une modération de l'inflation** : telle est **l'ossature de notre scénario, raisonnablement optimiste. S'il y a désormais moins à redouter de la diffusion de nouveaux variants** grâce à la vaccination, un tel **scénario suppose que la demande s'assagisse et que les contraintes pesant sur l'offre se desserrent. C'est précisément le pari de cette double normalisation qui autorise que l'inflation s'apaise avant de devenir pathogène** et que les mesures aussi exceptionnelles que généreuses de soutien monétaire soient retirées sans précipitation et sans dégâts sur les marchés obligataires.

Aux **États-Unis**, la croissance, après un puissant 5,6% en 2021, resterait robuste (3,8% en 2022) avant de converger graduellement vers sa tendance de long terme (2,3% en 2023). Elle profiterait d'une consommation vigoureuse portée par l'amélioration du marché du travail, d'une progression élevée des salaires – mais circonscrite aux secteurs les plus affectés par les pénuries de main-d'œuvre – et du réservoir non encore entamé d'épargne, filet de sécurité permettant d'amortir l'accélération de l'inflation. Un scénario clairement favorable sur la consommation mais aussi sur l'investissement : les entreprises restent optimistes malgré les problèmes persistants de perturbation des chaînes d'approvisionnement et de manque de main-d'œuvre. On ne peut évidemment mésestimer le risque d'une inflation durablement plus élevée qu'anticipé venant rogner le pouvoir d'achat et entamer la vigueur de la croissance : cela ne constitue cependant pas notre scénario central.

En **zone euro**, alors que la vigueur de la reprise n'a pas encore permis de combler l'écart de production négatif, le choc inflationniste exogène ne semble pas à même d'altérer le scénario d'une croissance décélérant lentement tout en restant robuste : après 5,2% en 2021, la croissance s'établirait à 4,4% en 2022, puis à 2,5% en 2023. Si elle se heurte à la faiblesse de l'offre (blocages logistiques, chaînes d'approvisionnement tendues, pénuries d'intrants et de main-d'œuvre), malgré son rebond, la demande agrégée est encore faible : c'est précisément cette faiblesse qui permet de tabler sur des hausses de salaires encore contenues et une hausse de l'inflation plus persistante mais temporaire. Tout comme aux États-Unis, la remontée de l'inflation au-delà de nos anticipations constitue évidemment le principal risque : il dégraderait la croissance *via* l'érosion du pouvoir d'achat, plutôt que *via* les anticipations alimentant une éventuelle spirale prix-salaires.

Notre scénario retient des **normalisations monétaires** (encore préférées à des resserrements monétaires) très variées. Selon la vigueur de l'inflation avérée ou redoutée et la résistance anticipée de la croissance de leurs territoires respectifs, les banques centrales s'engagent à des cadences très diverses sur la voie du retrait de leur accommodation aussi exceptionnelle que généreuse. À une Réserve fédérale bien avancée s'oppose une BCE pour laquelle rien ne presse et qui devrait rester accommodante encore longtemps.

Les normalisations monétaires ne s'accompagneraient pas de fortes tensions obligataires. L'année 2022 se

diviserait en deux séquences. À un premier semestre encore placé sous le sceau d'une croissance et d'une inflation toutes deux fortes, propices à un mouvement de hausse des **taux d'intérêt**, succéderait le thème de la décélération favorable à leur recul. Aux **États-Unis**, le taux gouvernemental à dix ans se redresserait pour culminer à 1,75% en milieu d'année avant d'amorcer un repli pour se situer à 1,35% fin 2022. En **zone euro**, l'appréciation du risque inflationniste par la BCE et les marchés, d'une part, et la crédibilité du diagnostic de la BCE aux yeux des marchés, d'autre part, seront déterminantes. La montée de l'inflation et de sa volatilité devrait se traduire par une hausse de la prime de terme au cours du premier semestre 2022. En sympathie avec le reflux de la croissance et des tensions sur les prix, les taux s'inscriraient sur une tendance baissière au second semestre. Le taux à dix ans allemand culminerait ainsi à près de zéro pour atteindre -0,25% fin 2022. Alors que les perspectives de nouvelles mesures de relance de la BCE s'estompent, sa communication devra être aussi subtile que convaincante pour prévenir un écartement des *spreads* périphériques : ceux-ci pourraient néanmoins légèrement s'élargir. Les primes de risque offertes par la France et l'Italie se situeraient, respectivement, à 35 et 130 points de base au-dessus du Bund fin 2022.

Enfin, la crise sanitaire avait malheureusement mis à l'honneur, d'une part, **le fossé entre pays développés et pays émergents** (qualificatif assez vague, parfois abusivement utilisé et occasionnellement ici-même...) et, d'autre part, la fragmentation au sein du « monde émergent ». La sortie de crise, avec des fortunes diverses, produit des effets identiques. La fragmentation se poursuit, voire s'approfondit : le choc conjoncturel lié à la crise a des effets plus dévastateurs et plus durables, notamment dans les pays les moins avancés. Il est donc difficile (voire impossible) de tracer un scénario « émergent » global tant les histoires sont singulières. Tentons tout de même, à traits grossiers. L'année 2022, en termes d'inflation comme de croissance, pourrait être très schématiquement divisée en deux parties : un premier semestre, dans un contexte de normalisation monétaire américaine, marqué par de nouvelles hausses de taux et des risques pour les pays à fort besoin de liquidité ou à dette élevée ; un second semestre plus apaisé avec un allègement des contraintes, des déséquilibres offre/demande et de l'inflation.

**Catherine LBOUGRE**



# PAYS DÉVELOPPÉS

## Le pari raisonnablement optimiste **d'une** normalisation

États-Unis – Rebond de la croissance après un ralentissement dû au variant Delta au troisième trimestre

Zone euro – **Résilience à la persistance du choc d'offre**

Royaume-Uni – Au gré des variants

Japon – Poursuite de la reprise sur fond **d'importantes élections à la Chambre haute** en juillet 2022

Focus – Inflation : une année supplémentaire de craintes

Focus – Covid Europe : une sempiternelle cohabitation virale

# Le pari raisonnablement optimiste d'une normalisation

Une croissance évoluant d'inhabituellement vigoureuse à encore soutenue et s'accompagnant d'un repli de l'inflation : telle est l'ossature de notre scénario. S'il y a désormais moins à redouter de la diffusion du (voire de) nouveau(x) variant(s) grâce à la vaccination, un tel scénario suppose que la demande s'assagisse et que les contraintes pesant sur l'offre se desserrent.

## ÉTATS-UNIS : REBOND DE LA CROISSANCE APRÈS UN RALENTISSEMENT DÛ AU VARIANT DELTA AU TROISIÈME TRIMESTRE

En 2022, la croissance américaine devrait bien résister malgré les à-coups provoqués par la situation sanitaire et visibles au cours des derniers trimestres. L'impact du variant Delta au troisième trimestre 2021 nous a ainsi conduits à réviser notre prévision de croissance en légère baisse pour 2021, de 6,0% à 5,6%. La tendance générale (fort rebond en 2021, suivi d'une croissance plus faible mais toujours supérieure au potentiel en 2022) reste cependant inchangée. Notre scénario retient une croissance solide en 2022 à 3,8% suivie d'un nouveau ralentissement vers la tendance de long terme en 2023 à 2,3%.

Malgré un fléchissement à 2,1% au troisième trimestre, la dynamique s'est améliorée en fin de trimestre et s'est poursuivie. Cette tendance suggère un rebond à plus de 5% au quatrième trimestre. Il serait suivi d'une croissance encore élevée, entre 3,5% et 4% au premier semestre 2022, puis d'une décélération progressive vers 2% au second semestre 2022 et en 2023.

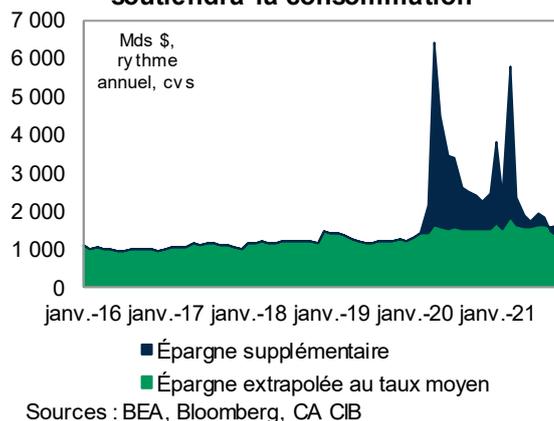
Plusieurs facteurs suggèrent le maintien d'une croissance supérieure à la tendance de long terme, dont ceux qui soutiennent la consommation, à commencer par l'accumulation d'une épargne abondante au cours des dix-huit derniers mois. Bien que les « chèques » directement versés aient déjà été dépensés et que d'autres mesures de relance (telles que l'augmentation des allocations de chômage) soient parvenues à échéance, le taux d'épargne vient seulement de retrouver ses niveaux d'avant-crise. Si

l'épargne des ménages a cessé de progresser, ceux-ci n'ont jusqu'à présent pas puisé dans le stock de plus de 2 000 milliards de dollars d'épargne constituée : cela offre un coussin de sécurité permettant d'amortir la hausse des prix et de parier sur une consommation encore soutenue.

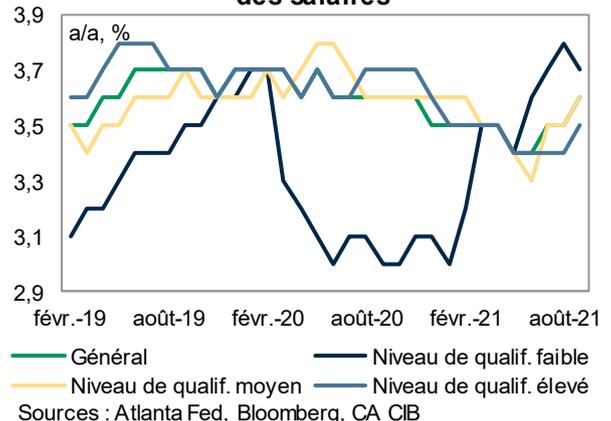
|  En variation annuelle | 2021 | 2022 |
|--|------|------|
| PIB  | 5,6% | 3,8% |
| Inflation  | 4,7% | 4,8% |

Le marché du travail devrait, par ailleurs, continuer d'apporter son soutien à la croissance. À l'issue du ralentissement observé pendant la vague du variant Delta, l'emploi a fortement progressé et une demande de main-d'œuvre dynamique suggère que cette amélioration devrait persister au cours des prochains mois. Les tensions affectant l'offre de travail ne devraient se détendre que progressivement : les problèmes de santé demeurent et certains travailleurs peuvent puiser dans leur épargne et se montrer plus sélectifs dans le choix d'un emploi. À court terme, cette « stratégie d'attente » pourrait conduire au maintien d'une progression élevée des salaires, en particulier dans les secteurs faiblement rémunérés où les pénuries de main-d'œuvre sont les plus aiguës. Cette accélération circonscrite allégerait à court terme les

USA : l'épargne accumulée soutiendra la consommation



USA : signes d'accélération des salaires



pressions subies par le pouvoir d'achat qu'érode la hausse de l'inflation. Attente et sélectivité ne peuvent cependant s'éterniser : nous tablons sur une reprise plus forte de la participation en 2022 suscitant un retour à la normale de l'offre de main-d'œuvre et atténuant les pressions salariales.

**Scénario clairement favorable sur la consommation mais aussi sur l'investissement.** Les enquêtes récentes indiquent en effet que les entreprises restent optimistes malgré les contraintes persistantes de perturbation des chaînes d'approvisionnement et de manque de main-d'œuvre. De fait, les deux indices ISM ont été supérieurs à 60 points au cours des derniers mois, suggérant une activité économique forte. Les commandes de biens d'équipement indiquent également que l'investissement est soutenu. Enfin, les entreprises, confrontées à la hausse des coûts, pourraient se lancer dans des investissements visant à améliorer leur productivité.

*La reprise américaine est repartie plus vigoureusement que celle de nombreux partenaires début 2021.*

**Outre les perspectives de nouveaux investissements fixes, les entreprises chercheront aussi à reconstituer leurs stocks après une réduction importante au cours des derniers trimestres.** Cette tendance a, en effet, été observée au cours de chacun des trois derniers trimestres, les entreprises s'étant efforcées de satisfaire une demande élevée en puisant dans leurs stocks : la reconstitution de ceux-ci devrait donc contribuer positivement à la croissance.

Grâce à des mesures de soutien très substantielles, la reprise américaine, plus forte que celle de nombreux partenaires début 2021, s'est traduite par une progression plus soutenue des importations que des exportations. Cette tendance devrait s'atténuer, puis s'inverser à partir du quatrième trimestre 2021 et en 2022. Pour l'ensemble de l'année 2021, bien qu'elles n'éclipsent pas la vigueur des autres composantes, les exportations nettes constitueront un frein important à la

croissance. Leur contribution serait plus neutre, voire légèrement positive en 2022.

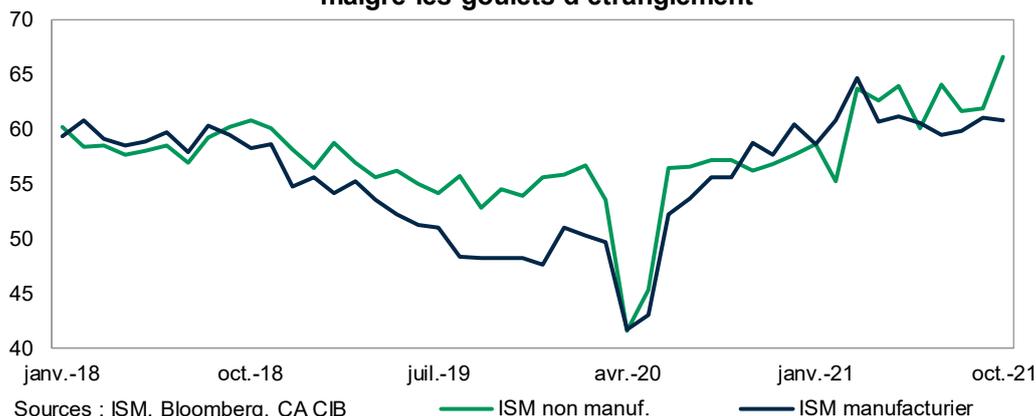
**Après avoir atteint des sommets inédits pour contrer les effets les plus néfastes de la pandémie, les mesures de soutien monétaires et budgétaires, vont diminuer.** Même si elle reste globalement accommodante, la Fed va continuer à normaliser sa politique et les programmes d'aide liés à la pandémie appartiennent probablement au passé. Il reste toutefois une certaine incertitude sur le plan budgétaire. Alors que le projet de loi bipartisan sur les infrastructures – qui prévoit 550 milliards de dollars de nouvelles dépenses – a été adopté, le projet de loi *Build Back Better*, centré sur les dépenses sociales et d'un montant d'environ 1 750 milliards de dollars dans sa dernière version, reste en suspens. Ce nouveau plan pourrait donner un léger coup de pouce à la croissance. Ses effets seraient moins marqués que ceux des plans adoptés pendant la crise : les dépenses seraient en effet réparties sur plusieurs années et seraient compensées – au moins en partie – par des hausses d'impôts.

**Les effets persistants des plans budgétaires passés et la normalisation très progressive de la politique monétaire devraient donc permettre un ralentissement graduel et non brutal de la croissance. Celle-ci retrouverait un rythme proche de sa tendance de long terme. Les risques sont néanmoins orientés à la baisse avec deux principaux sujets de préoccupation.**

Tout d'abord, même si les nouvelles vagues tendent à avoir des impacts économiques plus faibles que les précédentes, **le Covid n'a pas disparu et continuera de constituer un risque** : l'impact du variant Delta au troisième trimestre et les nouvelles récentes concernant le variant Omicron en témoignent.

**Par ailleurs, les préoccupations liées à l'inflation restent aiguës.** Si l'inflation restait élevée plus longtemps qu'anticipé, le pouvoir d'achat des consommateurs pourrait être entamé. Malgré une nouvelle accélération de l'inflation attendue au premier trimestre

**États-Unis : les entreprises restent confiantes, malgré les goulets d'étranglement**

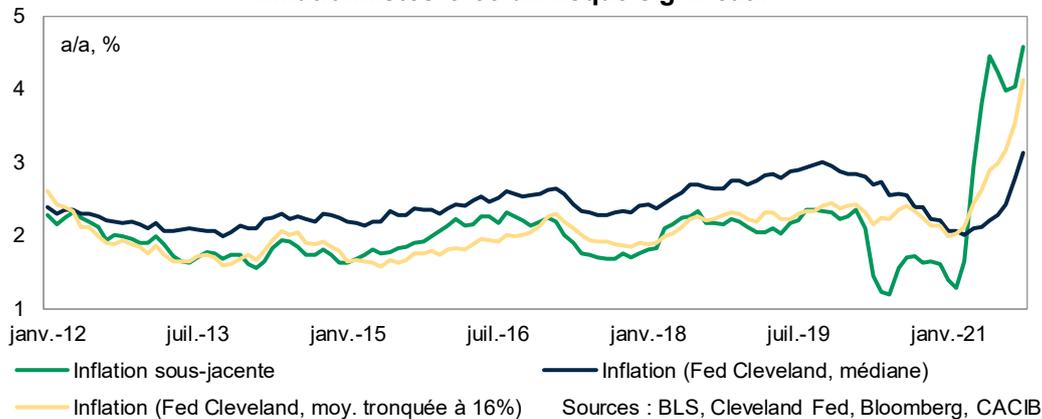


2022, notre scénario central table sur une résistance satisfaisante de la consommation grâce à une progression plus rapide des salaires et à la possibilité de puiser dans l'épargne accumulée. Cependant, si d'autres surprises à la hausse survenaient et si l'inflation n'entamait pas nettement sa modération au

second semestre 2022, alors l'inflation, *via* l'effritement du pouvoir d'achat, pourrait commencer à peser plus fortement sur la croissance.

Nicholas VAN NESS

### États-Unis : la généralisation des pressions inflationnistes crée un risque significatif



### ZONE EURO : RÉSILIENCE À LA PERSISTANCE DU CHOC D'OFFRE

La zone euro fait face à un choc inflationniste de nature exogène dans un contexte où l'écart de production négatif n'a pas encore été comblé. La zone a, en effet, retrouvé le niveau de PIB pré-crise (à -0,3% de celui-ci), mais le niveau projeté avant la pandémie ne sera atteint que mi-2022. Malgré la puissance de son rebond, la demande agrégée est encore faible : ceci est cohérent avec une dynamique salariale prévue modeste et une hausse de l'inflation plus persistante mais temporaire.

#### *L'optimisme d'une reprise résiliente, tempéré par les nouveaux risques*

Le principal risque lié à la remontée de l'inflation est donc son effet sur la croissance *via* l'érosion du pouvoir d'achat, plutôt que sur le canal des anticipations alimentant une éventuelle spirale prix-salaires. Les autorités budgétaire et monétaire devraient principalement scruter le risque pesant sur la croissance et maintenir une approche prudente : cela justifie notre scénario de *policy-mix* encore accommodant.

#### *Le test de résilience de la reprise est la faiblesse plus persistante de l'offre.*

Bien que des signes de relâchement des contraintes soient visibles dans l'état des stocks et les délais de fabrication, la faiblesse de l'offre (blocages logistiques, chaînes d'approvisionnement tendues, pénuries d'intrants et de main-d'œuvre) constitue bien le test de résilience de cette phase de forte reprise. Or, cette

faiblesse s'annonce plus durable et rend les économies plus vulnérables au moindre choc.

Les dégâts produits sur l'économie de la zone euro par la pandémie s'annoncent néanmoins moins graves qu'initialement prévu, justifiant ainsi que notre scénario optimiste, celui d'une croissance muant d'inhabituelle à plus normale mais soutenue, ne soit pas remis en question. L'impact de la cinquième vague du Covid reste limité pour l'ensemble de la zone, qui bénéficie d'un taux élevé de couverture vaccinale, tandis que le défi posé par une éventuelle résistance du variant Omicron est pour l'heure relégué en scénario de risque. Nous prévoyons une croissance du PIB de 5,2% en 2021, de 4,4% en 2022 et de 2,5% en 2023.

#### *Rébond puissant mais incomplet*

En dépit de la force du rebond au deuxième trimestre 2021 (+2,2%), la croissance a conservé sa vigueur au troisième trimestre (+2,2%) et laisse un acquis très élevé (5,1%) à la progression du PIB de 2021 en moyenne annuelle.

Si l'expansion de la consommation privée se renforce (+4,1%, après 3,9%), ce rythme ne suffit pas à combler l'écart négatif avec le niveau d'avant-crise qui demeure à 2,4%.

La croissance de l'investissement productif hors biens de transport est restée positive, tout en retrouvant des rythmes plus habituels, tandis que l'accumulation de biens de transport se replie davantage (-8,6%). Le

recul de l'investissement en construction résulte du tassement des deux composantes, logement et autres constructions, après des trimestres de croissance très soutenue.

*D'une reprise inhabituelle à une expansion plus normale*

La décélération de l'activité inscrite à partir du quatrième trimestre 2021 (0,5%) procède de la normalisation de la demande, mais est accentuée par la révision à la baisse en Allemagne, aux Pays-Bas et en Autriche, liée à la cinquième vague pandémique. La croissance se situe ensuite sur une tendance supérieure au rythme pré-crise.

*Les risques directement liés à la pandémie en baisse et les risques extrêmes évités*

Le risque d'insolvabilité du secteur privé lié à la montée de la dette contractée suite à la pandémie est plus faible qu'initialement redouté. Les défaillances d'entreprises peuvent encore se redresser mais pas au niveau craint au début de la phase de confinement. Le soutien existant aux bilans d'entreprises et les conditions de financement favorables vont soutenir l'investissement (+4,4% en 2022 et 2023, après 3,5% en 2021), renforcé par les besoins liés à la transition numérique et énergétique.

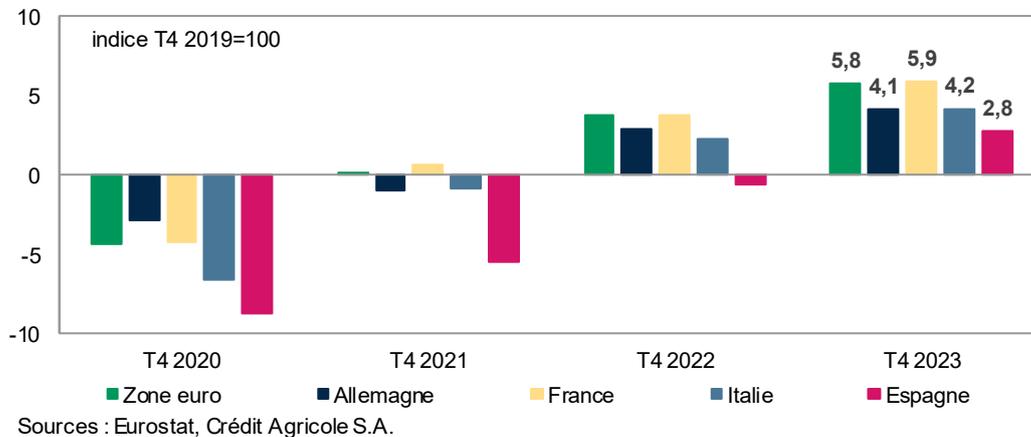
Les ménages de la zone euro transforment progressivement leur excès d'épargne en actifs non liquides soutenant ainsi, outre la consommation, l'investissement en logement. La progression des revenus du travail et les effets de richesse positifs soutiendront la consommation (5,9% en 2022 et 2,2% en 2023, après 3,5% en 2021) avec une normalisation des comportements d'épargne. Les ménages à revenus faibles continuent néanmoins de montrer une forte dépendance au soutien public et ont déjà entamé l'excès d'épargne dérivé de la crise. L'éventuelle érosion de l'excès d'épargne globalement accumulée constitue un risque haussier sur notre scénario.

| En variation annuelle | 2021 | 2022 |
|-----------------------|------|------|
| PIB                   | 5,2% | 4,4% |
| Inflation             | 2,6% | 3,0% |

Enfin, l'écart de croissance creusé par la pandémie a déjà été comblé en France et le sera plus rapidement en Italie qu'en Allemagne. Le retard de l'Espagne s'accroît et l'écart ne sera comblé qu'en 2023.

**Paola MONPERRUS-VERONI**

**Zone euro : récupération complète pour tous en 2023**



## ROYAUME-UNI : AU GRÉ DES VARIANTS

Alors que le Royaume-Uni émergeait tout juste d'un été marqué par le variant Delta, voici qu'un nouveau variant, Omicron, a jeté son voile d'incertitude sur les perspectives hivernales outre-Manche. Sa sévérité reste à l'étude et le gouvernement s'est pour l'heure contenté de mettre en œuvre des mesures de précaution. La croissance du quatrième trimestre ne devrait donc pas trop en souffrir. La confiance des entreprises et des ménages résiste mais Omicron pourrait de nouveau induire des comportements prudents.

*Le variant Omicron jette son voile d'incertitude*

La croissance a été décevante au troisième trimestre en raison du variant Delta (PIB en hausse de 1,3% contre 1,8% anticipé), en dépit d'un rebond de l'activité au mois de septembre, notamment dans les services. Et elle a de nouveau déçu en octobre avec un PIB quasi stable sur le mois (0,1%), laissant un acquis de croissance de 0,5% pour le dernier trimestre de l'année. Pourtant, les enquêtes de confiance, notamment celles auprès des entreprises, sont encourageantes.

En octobre et novembre, une demande en hausse a poussé l'enquête PMI composite fortement au-dessus de sa moyenne du troisième trimestre. Les services semblent profiter d'un rebond de la demande externe, grâce à la reprise du tourisme consécutive à l'assouplissement des restrictions. En revanche, l'industrie souffre toujours de sérieux goulets d'étranglement et, bien que le climat des affaires s'améliore pour le troisième mois consécutif, l'enquête signale une expansion ralentie de la production au quatrième trimestre.

à des niveaux plus bas qu'au cours de l'été. La bonne tenue du marché du travail (taux de chômage en baisse à 4,2% sur les trois mois à fin octobre et postes vacants atteignant des records historiques) devrait continuer de soutenir la consommation des ménages, compensant les effets négatifs de la hausse de l'inflation sur le pouvoir d'achat. Même si de lourdes incertitudes planent sur le variant Omicron, l'impact sur l'activité devrait donc à ce stade être modeste. Les mesures mises en place par le gouvernement pour freiner sa propagation sont beaucoup moins restrictives qu'en début d'année. Les consommateurs et les entreprises ont démontré leur capacité à s'adapter aux restrictions et aux conditions de travail associées (telles que l'obligation de télétravail notamment), comme le montre l'impact de moins en moins prononcé des vagues successives de l'épidémie sur le PIB. En revanche, Omicron devrait peser sur les dépenses de services alors que les achats de biens devraient de nouveau être soutenus, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes.

*Le resserrement budgétaire sera fortement allégé.*

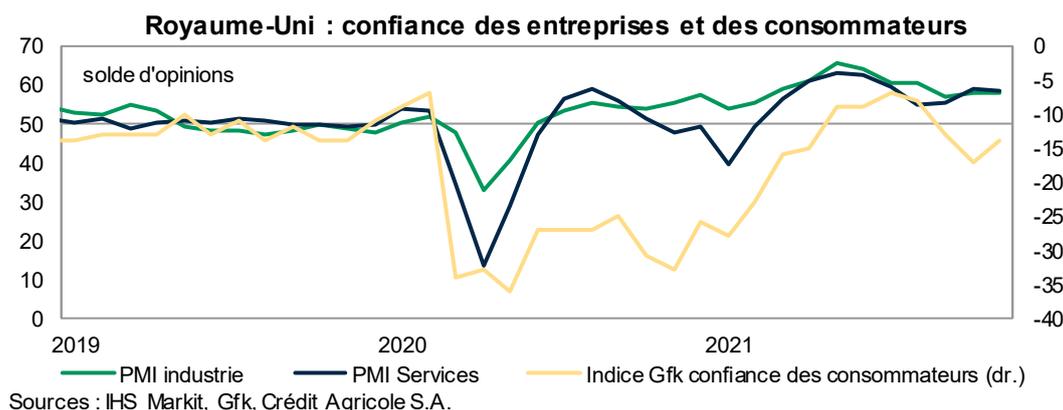
*Un resserrement budgétaire moins fort qu'initialement anticipé*

Le chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, a annoncé, fin octobre, un allègement significatif et non anticipé du resserrement budgétaire prévu au cours des prochaines années via une augmentation des dépenses de l'État, partiellement compensée par une hausse de la fiscalité. Si le resserrement de la politique budgétaire reste considérable (le déficit structurel baisserait de 8,3% à 1,8% sur les trois prochaines années), il sera fortement allégé notamment pour l'année fiscale 2022-2023 (de 0,8% du PIB). Ce moindre resserrement devrait, selon les estimations de l'OBR, augmenter le niveau du PIB de 0,4% sur l'année fiscale 2022-2023. Ses effets favorables devraient néanmoins être partiellement compensés par la normalisation monétaire à venir et les effets négatifs du *Brexit*.

**Slavena NAZAROVA**

|  En variation annuelle | 2021 | 2022 |
|---|------|------|
| PIB   | 6,9% | 4,8% |
| Inflation   | 2,6% | 4,8% |

Malgré la fin du chômage partiel, la confiance des ménages s'est améliorée en novembre tout en restant



## JAPON : POURSUITE DE LA REPRISE SUR FOND D'IMPORTANTES ÉLECTIONS À LA CHAMBRE HAUTE EN JUILLET 2022

Après une contraction plus forte que prévu au troisième trimestre, **la croissance du PIB réel du Japon devrait se redresser au quatrième trimestre et au-delà.**

**Quels sont les facteurs de redressement ?** Principalement le rebond mécanique de la production automobile (lequel se traduira par une augmentation des exportations), puis le rattrapage des dépenses de consommation (permis par la baisse du nombre de cas de Covid et les progrès de la vaccination) et, enfin, les effets du premier ensemble de mesures économiques du Premier ministre, Fumio Kishida, qui sera combiné au budget supplémentaire de l'année fiscale 2021.

*L'inflation restera positive et progressera lentement vers 1,4% en glissement annuel au quatrième trimestre 2022.*

**Les mesures économiques du Premier ministre prévoient des dépenses publiques d'un montant record : 55 700 milliards de yens, soit 10% du PIB annuel.** L'une des raisons justifiant ce programme de dépenses « colossal » est d'assurer la victoire de la coalition au pouvoir lors des élections de la Chambre haute, en juillet 2022. À moins que la Chambre basse ne soit dissoute, une telle victoire offrirait au gouvernement une période de trois ans sans élections nationales, la plus longue période permise par la législation japonaise. Elle donnerait ainsi au parti au pouvoir, le PLD, le temps de discuter de la modification de la Constitution et notamment de son article 9 qui garantit le pacifisme du pays.

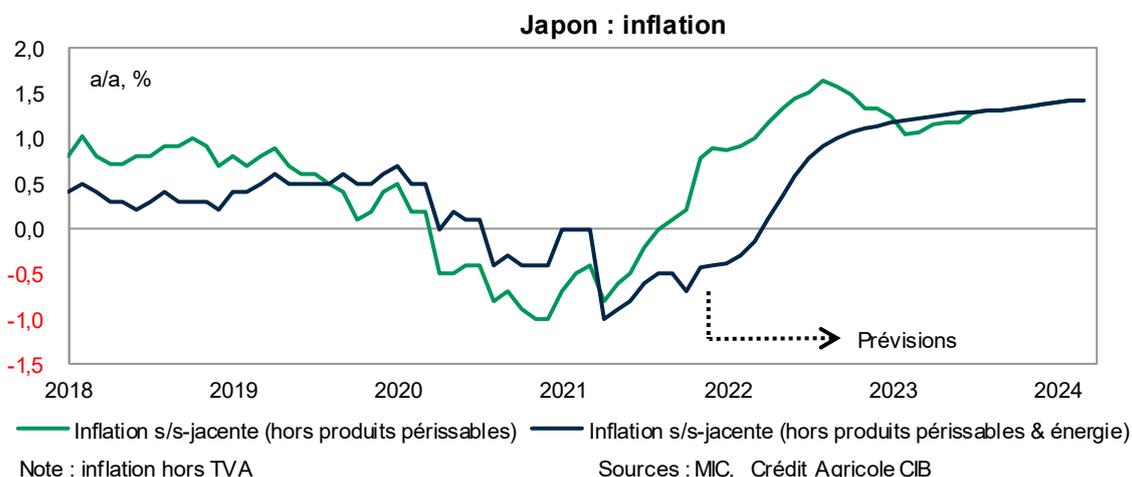
**Parmi les risques figure évidemment une possible remontée des nouveaux cas de Covid – avec notamment l'émergence du variant Omicron – vers le premier trimestre 2022, ce qui pourrait peser sur la croissance du PIB.**

**L'écart de production (*output gap*), indicateur avancé de deux à trois trimestres de l'inflation, continuera de se résorber.** L'inflation japonaise (mesurée par l'inflation sous-jacente hors produits périssables mais incluant l'énergie, l'indicateur le plus surveillé par la BoJ) restera positive et progressera lentement vers 1,4% en glissement annuel au quatrième trimestre 2022. L'une des raisons justifiant une moindre augmentation de l'inflation au Japon, malgré les pressions inflationnistes mondiales en amont, réside dans le fait que l'archipel importe l'essentiel de l'énergie, des denrées alimentaires et des semi-conducteurs qu'il consomme : cela a conduit à des pertes de revenus parallèles à la détérioration des termes de l'échange, phénomène qui a exercé une pression baissière sur l'inflation aval, c'est-à-dire sur l'inflation des prix à la consommation.

|  En variation annuelle | 2021  | 2022 |
|--|-------|------|
| PIB  | 1,6%  | 3,0% |
| Inflation  | -0,1% | 1,3% |

**L'inflation sera donc loin des 2% visés par la BoJ fin 2023.** De toute évidence, elle n'atteindra pas ce niveau en avril 2023, à la fin du mandat de l'actuel gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda. En conséquence, **la BoJ laissera sa politique monétaire (le *Yield Curve Control* et les achats d'actifs) inchangée sur notre horizon de prévision.**

**Kyohei MORITA**



## FOCUS – Inflation : une année supplémentaire de craintes

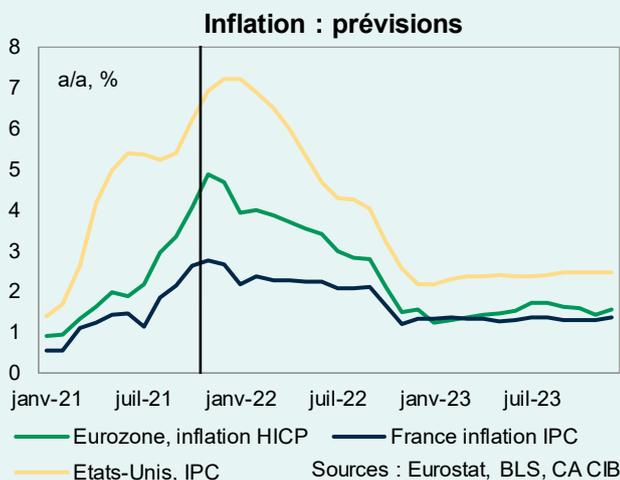
**Notre scénario de transition graduelle de l'économie mondiale d'une reprise inédite post-pandémie vers une expansion plus normale implique un ralentissement de la demande et un rétablissement progressif de l'offre, avec une croissance en modération, un rééquilibrage de la demande des biens au profit des services et, en corollaire, une modération de l'inflation.**

### Un dernier regard sur 2021

Sous l'effet de la flambée des prix des matières premières et de problèmes d'approvisionnement inédits, l'inflation a largement dépassé les niveaux attendus en 2021. En fait, la plupart des risques haussiers sur l'inflation se sont matérialisés, à l'exception notable de la hausse des salaires.

### Facteurs mondiaux d'inflation pour 2022

Les prix de l'énergie et les problèmes d'approvisionnement devraient continuer de jouer un rôle majeur, créant de très fortes incertitudes sur l'évolution de l'inflation, sans même parler du facteur imprévisible qu'est le Covid-19. En revanche, une accélération significative des salaires après le deuxième trimestre 2022, que ce soit aux États-Unis ou en Europe, n'est pas envisagée. La transition énergétique continuera probablement de jouer un rôle majeur en 2022 et au-delà ; c'est important car cela pourrait justifier une certaine prime d'inflation permanente (ou au moins persistante) dans les produits indexés sur l'inflation.



### L'inflation en zone euro

L'inflation de la zone euro est actuellement alimentée par des effets techniques (TVA allemande, nouvelles pondérations dans l'indice des prix) qui se dissiperont à partir de janvier. Nous anticipons néanmoins des niveaux d'inflation élevés pendant la majeure partie du premier semestre 2021 (autour de 3,50% à 4% avec une inflation sous-jacente d'environ 2%). Cela donnera l'impression qu'une inflation élevée est devenue la norme. Selon notre scénario, l'inflation de base

pourrait revenir vers 1,5% fin 2022, avec un profil à nouveau irrégulier en 2023 en raison de nouveaux changements de pondérations dans l'indice des prix.

### Boucle prix-salaires : risque minime

En zone euro, le risque d'une répercussion large et automatique des récentes hausses d'inflation sur la croissance des salaires est à ce stade peu probable. Les salaires négociés dans la zone ont connu une dynamique très modeste en 2020 (+1,8%, après +2% en 2018 et +2,2% en 2019). Les négociations salariales en début d'année se sont soldées par des hausses de 1,4% au premier trimestre 2021 et de 1,7% au deuxième trimestre 2021. En Allemagne, les salaires horaires négociés ont aussi connu une évolution modeste. Après avoir crû de 2,9% en 2019 et de 2,2% en 2020, la dynamique demeure modeste en 2021 : +1,5% au premier trimestre ; +1,4% au deuxième trimestre (1,2% et 1,5% respectivement en juillet et août). Avec une prévision de 1,6% pour 2021 et de 1,8% pour 2022, la Bundesbank s'attend à une augmentation des salaires négociés plus faible qu'avant la crise. Ailleurs, les négociations salariales projettent des évolutions très peu soutenues (ex. l'Italie à +0,6% en 2021 et 2022).

*L'inflation joue peu de rôle formel dans la fixation des salaires et, là où elle joue un rôle formel, c'est l'inflation qui exclut l'énergie.*

### Inflation aux États-Unis

Au moment où nous écrivons ces lignes, nous anticipons que l'inflation américaine atteindra un pic légèrement supérieur à 7% début 2022, avec une nouvelle accélération de l'inflation sous-jacente, à environ 6% au premier trimestre 2022. Notre scénario table ensuite sur un reflux progressif à partir du deuxième trimestre, l'inflation sous-jacente repassant sous la barre des 3% en fin d'année. La forte inflation des loyers maintiendra probablement l'inflation au-dessus de sa tendance de long terme en 2023 et peut-être même aussi en 2024. C'est l'une des raisons pour laquelle l'expression « pic transitoire » ne semble plus décrire l'inflation américaine de manière correcte.

**Paola MONPERRUS-VERONI**  
**Jean-François PERRIN**

## FOCUS – Covid en Europe : une sempiternelle cohabitation virale

Notre scénario de « Covid endémique » dressé il y a plus d'un an visait le risque de retour du virus sur le territoire européen, malgré les avancées de la campagne vaccinale. Ces risques sont aujourd'hui matérialisés par la montée en puissance du nombre des contaminations au variant Delta un peu partout en Europe et par la découverte mondiale d'un nouveau variant sud-africain dénommé « Omicron » très vite mis sous haute surveillance.

### Résurgence épidémique et mesures sanitaires

Alors que la vaccination devait constituer notre principal rempart contre la nouvelle vague hivernale, celle-ci n'a pas permis d'éviter une flambée du nombre de contaminations d'abord dans les pays du Nord de l'Europe (Pays-Bas, Belgique, Allemagne et Autriche), puis dans l'ensemble des autres pays. Des tensions hospitalières sont réapparues dans certains pays, obligeant des transferts de patients vers d'autres hôpitaux et la réorganisation des opérations courantes. Néanmoins, l'augmentation du nombre de décès reste pour l'heure partout contenue au regard des précédentes vagues.

Afin d'enrayer la diffusion du virus, la plupart des pays ont réintroduit des mesures sanitaires plus restrictives. Elles se concentrent principalement sur une généralisation et un durcissement du « laissez-passer sanitaire » sous ses différentes formes, avec pour principale conséquence l'éviction des personnes non-vaccinées d'un grand nombre de services comme les restaurants, les bars ou les activités culturelles et de loisirs. C'est notamment le cas en France, en Italie ou en Allemagne. D'autres pays, plus durement touchés par l'urgence sanitaire, ont préféré recourir au confinement partiel en instaurant soit des fermetures anticipées des commerces comme aux Pays-Bas ou dans certains *Länder* allemands, soit en généralisant l'usage du télétravail comme en Belgique. L'Autriche, plus affectée encore a dû rétablir temporairement un confinement généralisé de la population. Dans ces pays particulièrement touchés, nos prévisions de croissance ont été révisées à la baisse au quatrième trimestre pour tenir compte de ces effets néfastes sur la consommation privée. Ainsi, notre prévision pour la croissance allemande s'établit désormais à 2,7% en

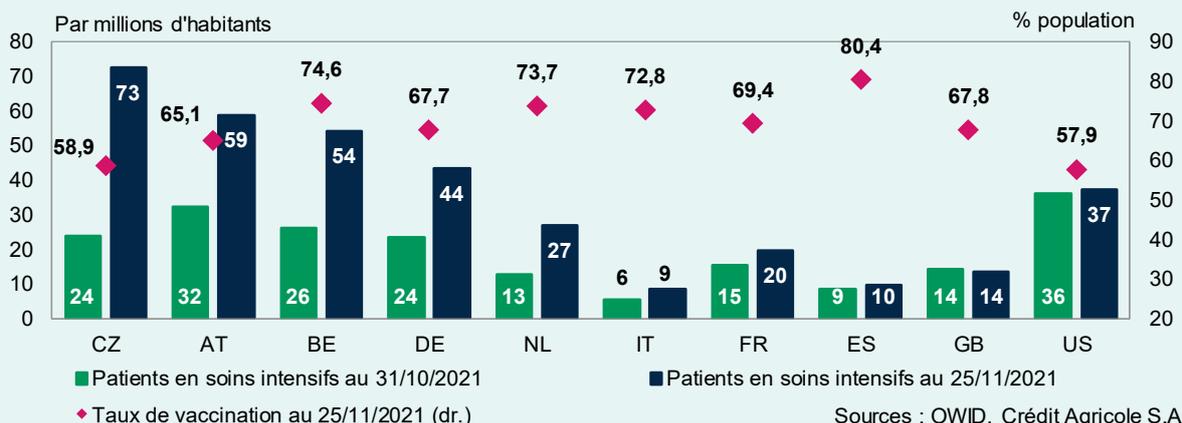
2021, contre 3,2% précédemment. L'apparition de cette nouvelle vague a pris de court l'ensemble des pays et a eu pour effet de relancer massivement les campagnes vaccinales dites « de rappel » ou « booster », ancrant l'idée d'une cohabitation virale bien plus longue qu'envisagée. Simultanément, la détermination des populations à se faire vacciner à plusieurs reprises au cours du temps s'amenuise et des protestations montent en réponse à la réintroduction des mesures de distanciation sociale. Enfin, l'introduction d'une obligation vaccinale étendue à l'ensemble de la population adulte couve dans quelques pays, principalement en Autriche et en Allemagne, avec pour interrogation principale sa validité constitutionnelle.

### Vaccins et traitements à l'épreuve du variant Omicron

L'arrivée du nouveau variant Omicron pourrait rebattre les cartes de cette sortie de crise si sa dangerosité se confirmait. L'analyse des propriétés infectieuses et létales du nouvel agent viral sont encore en cours et sa résistance aux vaccins actuellement utilisés reste pour l'heure incertaine. Même si l'adaptation des vaccins ARN à cette nouvelle souche reste faisable, celle-ci ne serait disponible que dans plusieurs mois, ne nous laissant d'ici là que partiellement protégés face à ce variant. Enfin, ce dernier pourrait également compromettre la validation par l'Agence européenne des médicaments élaborés par Merck et Pfizer et qui s'annonçaient prometteurs. Dans l'attente des réponses à ces multiples questions, il faudra s'habituer à vivre plus durablement avec le risque épidémique et toutes les contraintes qui lui sont associées.

Philippe VILAS-BOAS

### Patients Covid-19 en soins intensifs & couverture vaccinale





# PAYS ÉMERGENTS

## L'endémie qui vient des moins avancés...

Panorama – **L'endémie qui vient des moins avancés...**

Chine – Un désir de stabilité, de nombreuses zones de doute

Brésil – La douloureuse mutation du « **quoi qu'il en coûte** »

Russie – La géopolitique aux commandes

Inde – Sortie de la pandémie en cours, mais problème d'inflation

## L'endémie qui vient des moins avancés...

Trimestre après trimestre, la fragmentation du monde émergent se poursuit : les facteurs de chocs conjoncturels, liés à la crise, y ont des effets plus structurels dans les pays les moins avancés.

La crise sanitaire remet malheureusement en exergue la différence entre marchés émergents, pays émergents (notion plus large), pays moins avancés ou en développement. En effet, non seulement, le déroulé de la crise est très différent entre les plus émergents et les moins avancés ; mais, surtout, il ne permet plus de penser ces zones de façon séparée.

### Quelles conséquences pour le scénario d'une partie du monde en dehors des courbes de vaccination ?

L'Afrique sub-saharienne a décroché des courbes de vaccination des marchés émergents, qui suivent les pays plus développés avec quatre ou cinq mois de retard. Si cela ne signifie pas que l'Afrique va s'effondrer sur le plan sanitaire, cela implique que l'une des parties du monde les plus peuplées à long terme peut rester un foyer de mutations virales : cela annonce un « *new normal* » sanitaire endémique, plutôt que pandémique.

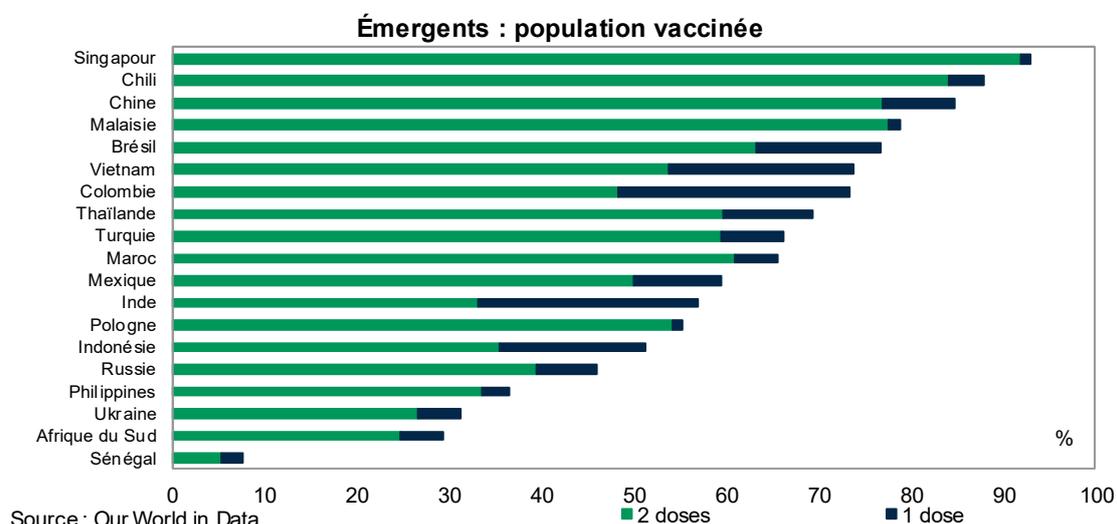
Le risque de fragmentation se lit aussi à l'intérieur même du « faux univers » que sont les marchés émergents. À court terme, le facteur sanitaire fait dévier sporadiquement les courbes de croissance des pays. Ainsi, l'Asie du Sud-est a souffert au troisième trimestre, tandis que l'Europe de l'Est a été touchée par le variant Delta à partir de l'automne. Sur le plan vaccinal, la progression est nette dans les pays plus avancés, mais beaucoup de pays au PIB par habitant plus bas rattrapent aussi leur retard, comme la Thaïlande ou le Maroc. D'autres stagnent après un bon départ, comme la Pologne, ou stagnent tout court, comme la Russie et l'Ukraine, dont le refus vaccinal est la seule chose qui les rapproche...

### 2022 en deux parties

En matière d'inflation comme de croissance, on attend pour les marchés émergents une année 2022 avec des tendances différentes entre le premier semestre et le second. Le premier, dans un contexte de normalisation monétaire américain, va être marqué par de nouvelles hausses de taux et des risques pour les pays à fort besoin de liquidité ou à dette élevée. Pour ceux qui ont déjà des taux élevés, en Amérique latine et en Europe de l'Est, la croissance va être encore plus contrainte. Pour l'Asie, moins touchée par l'inflation, la normalisation monétaire s'enclenchera plus nettement mais le commerce extérieur sera moins porteur. L'Asie a néanmoins l'avantage d'être un maillon essentiel de la chaîne de valeur électronique et devrait profiter à terme du RCEP<sup>1</sup>, inauguré en janvier prochain. En revanche, l'hypothèse d'une Chine plus repliée sur elle-même est une menace pour les pays les plus ouverts. Le premier semestre 2022 sera donc tendu. Les contraintes devraient se desserrer au second semestre, avec moins de déséquilibres offre/demande et moins d'inflation par les coûts. De nouveau, il ne faut pas sous-estimer les signaux de fragmentation du monde émergent.

### Les facteurs de fragmentation

Sur le seul sujet des prix, les vulnérabilités sont d'intensité très variable. Ainsi, la hausse des prix sera plus difficile à résorber quand l'écart prix à la production/prix à la consommation est élevé et constitue une source durable d'inflation par les coûts. La hausse des prix de l'énergie a également des effets différenciés selon les pays : si la part dans l'indice des prix est en moyenne de 10%, elle peut aller jusqu'à 15% au Brésil ; l'impact est alors important sur les



<sup>1</sup> Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) est un projet d'accord de libre-échange entre quinze pays autour de l'océan Pacifique.

ménages, par les effets directs (transport, chauffage) ou de second rang (fertilisants). En Colombie, la hausse des prix de l'électricité, du gaz – mais aussi de l'eau – contribue pour 33% à celle de l'indice global. Évidemment, tout cela pèse d'abord sur les ménages les plus pauvres.

Les prix alimentaires jouent un rôle décisif de différenciation entre zones et pays, moins élevés en Asie qu'ailleurs. S'ils représentent en moyenne 25% du panier de consommation des marchés émergents, le pourcentage grimpe à 40% dans les pays moins avancés où, qui plus est, l'inflation se conjugue avec insécurité alimentaire. Hausse des prix et pénuries alimentaires se concentrent sur les denrées de base et la FAO estime que quarante-quatre pays ont besoin d'aide alimentaire.

La structure des marchés du travail contribue aussi à faire du choc inflationniste un facteur de fragmentation. Ainsi, le taux de chômage russe, à 4,3%, est au plus bas pour des raisons démographiques, mais aussi à cause du départ de travailleurs d'Asie centrale. En Pologne également, il y a pénurie de main-d'œuvre, contrairement à l'Amérique latine – où Brésil et Colombie affichent près de 14% de chômage –, à la Turquie (12,5%) et surtout à l'Afrique du Sud (33,5%).

*La structure des marchés du travail des pays émergents contribue aussi à faire du choc inflationniste un facteur de fragmentation.*

Enfin, si certaines banques centrales ont réagi vite, c'est parce que les phénomènes d'indexation et d'anticipation sont plus puissants que dans les pays avancés. Le risque de désancrage des anticipations d'inflation est en outre d'autant plus élevé que la crédibilité de nombreuses banques centrales émergentes est en cours d'élaboration ou de consolidation. Ce risque est à l'œuvre en Russie, plane en Amérique latine : en 2022, il sera question de confiance donc de crédibilité. Le glissement des anticipations menace tout particulièrement les pays qui ont une histoire de taux de change volatils, ou bien dans lesquels la crédibilité des banques centrales est mise en péril. La Turquie est un cas exemplaire, qui

sous l'impulsion du président baisse les taux, alors que l'inflation galope. Cocktail explosif à la réserve près que les grandes entreprises turques savent gérer leur risque de change...

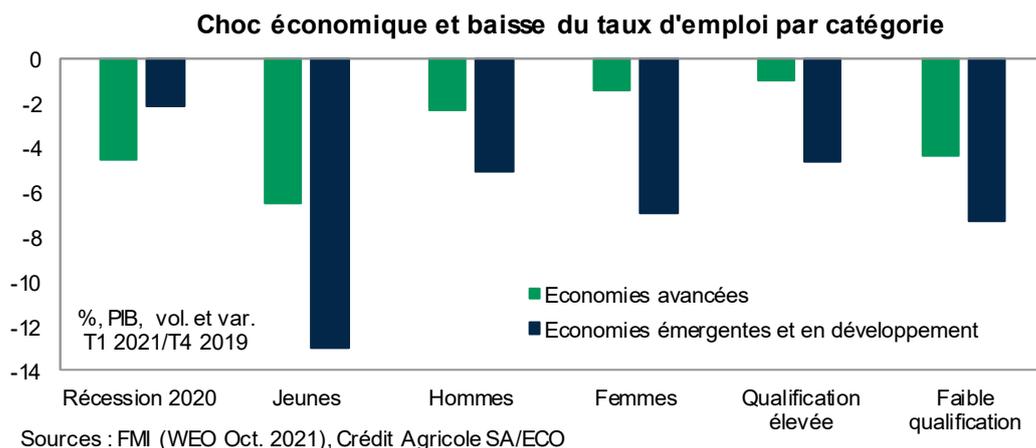
La politique monétaire des pays émergents est donc sur une ligne de crête étroite, tandis que la politique budgétaire est contrainte entre exigences de normalisation pour les pays les plus endettés et tensions sociales liées au doublé inflation/paupérisation. Le FMI estime que 65 à 75 millions de personnes ont été projetées dans la pauvreté. Les manifestations en Afrique du Sud ou en Inde témoignent de cette précarisation, tout comme le refus de réforme fiscale en Colombie ou encore les élections au Pérou et au Chili, incarnation de la polarisation de tout le continent. Dans beaucoup de pays, 2022 va ramener le politique dans les scénarios économiques.

*Les cicatrices à moyen terme*

Si la normalisation du marché du travail est partout en retard sur celle (parfois partielle) de la production, elle l'est en particulier pour les moins avancés. Surtout, ce sont les femmes et les jeunes qui supportent le poids de la crise – sachant qu'avant la pandémie, les jeunes avaient trois fois plus de risque d'être au chômage que les adultes. Et ce fléau n'épargne pas la Chine : le taux de chômage urbain des jeunes y atteint 14,6% pour les seize/vingt-quatre ans, contre 4,9% pour le taux moyen global. Paradoxe d'une période où se côtoient pénuries d'emplois et chômage encore élevé.

Malheureusement, la dynamique à venir ne sera pas non plus à l'avantage des moins développés : la digitalisation accroît les écarts de productivité entre pays avancés et moins avancés, écarts qui sont au plus haut depuis 2005. Les investisseurs ne s'y trompent pas qui, selon l'OCDE, augmentent plus leurs investissements directs dans les pays avancés que dans les pays émergents au premier semestre 2021. Les anticipations des marchés risquent donc de donner à cette fragmentation entre pays avancés et moins avancés un caractère auto-réalisateur puissant.

Tania SOLLOGOUB



## CHINE : UN DÉSIR DE STABILITÉ, DE NOMBREUSES ZONES DE DOUTE

Après 7,7% en 2021, la croissance chinoise devrait nettement ralentir pour s'établir à 4,9% en 2022, avant de rebondir autour de 5,3% en 2023. Les deux sessions parlementaires de mars permettront d'affiner ces prévisions en fonction des cibles retenues par les autorités : cibles précises, comme jusqu'en 2019, ou non – pour se laisser un peu plus de marges de manœuvre – comme en 2021. Le grand mot d'ordre devrait, dans tous les cas, être celui de la stabilité. Pourtant de nombreuses incertitudes demeurent.

### Quelques (quasi) certitudes...

Au-delà du niveau de la cible retenue, c'est surtout la composition de la croissance qu'il s'agira de scruter. En 2021, le modèle de croissance s'était ainsi déformé par rapport aux années précédentes : plus de commerce extérieur et d'investissement, moins de consommation privée.

*L'excédent courant, alimenté par un excédent commercial record, devrait nettement se réduire en 2022.*

Alors qu'un ralentissement de la demande mondiale est anticipé et que les prix à la production souvent liés à ceux des importations (matières premières en particulier) devraient encore rester élevés, il est presque certain que l'excédent courant, alimenté par un excédent commercial record, devrait nettement se réduire en 2022. Après 1,8% du PIB en 2021, il ne serait plus que de 1,2% en 2022 et de 0,6% en 2023. La contribution du commerce extérieur à la croissance redeviendrait ainsi marginale, comprise entre -1 et 1 point de pourcentage par trimestre, comme avant 2020.

La deuxième quasi-certitude est que la consolidation financière devrait se poursuivre, mais ralentir afin de ne pas trop contraindre l'activité. La politique monétaire serait alors un peu plus accommodante et passerait par une légère baisse du taux directeur (-10 pb) pour soutenir la croissance au premier semestre. L'endettement de l'économie (hors

gouvernement central) qui avait atteint 280% du PIB fin 2020 (contre 255% fin 2019) continuerait de baisser graduellement sous l'effet du ralentissement de la production de crédits et dans le sillage du désendettement du secteur immobilier.

### ... et beaucoup de doutes

La principale incertitude réside dans l'évolution de la situation sanitaire et à ses implications, notamment en termes de consommation. La Chine n'a cependant aucune intention d'abandonner sa stratégie de « Zéro Covid », qui pèse pourtant sur les comportements de consommation des ménages, de services notamment (transports, tourisme, restauration...). Aucune réouverture des frontières n'est, ne serait-ce qu'envisagée avant la fin des Jeux olympiques d'hiver. Sans dynamisme de la consommation, l'inflation resterait contenue autour de 2,3% en 2022.

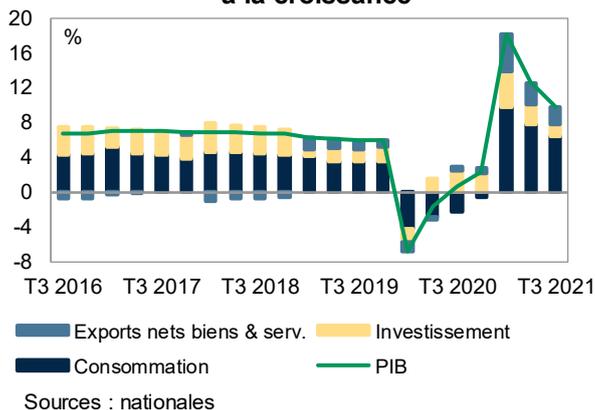
|  | 2021 | 2022 |
|--|------|------|
|  PIB (variation annuelle) | 7,7% | 4,9% |
| Compte courant (% PIB)   | 1,8% | 1,2% |

Et pourtant, le redémarrage de la consommation privée est au cœur des deux concepts phares de Xi Jinping : la « Prospérité Commune » et la circulation duale. Sans elle, en effet, impossible de relancer un cercle vertueux de croissance fondé sur une approche plus qualitative et devant mener à une élévation des conditions de vie – jusqu'à faire passer la Chine au rang d'économie avancée d'ici 2035 –, ni de réinternaliser certaines chaînes de valeur soutenues par la demande domestique.

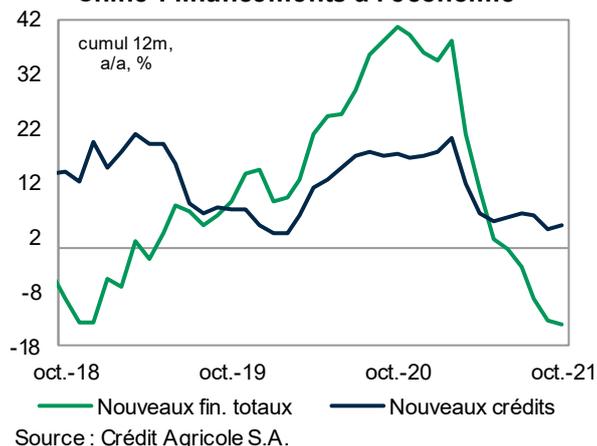
De la vigueur de la demande privée dépendra aussi sûrement l'effort consenti en termes de dépenses publiques, susceptibles d'augmenter en prévision du 20<sup>e</sup> Congrès qui devrait sans surprise reconduire Xi Jinping à la tête du pays.

Sophie WIEVIORKA

Chine : contributions à la croissance



Chine : financements à l'économie

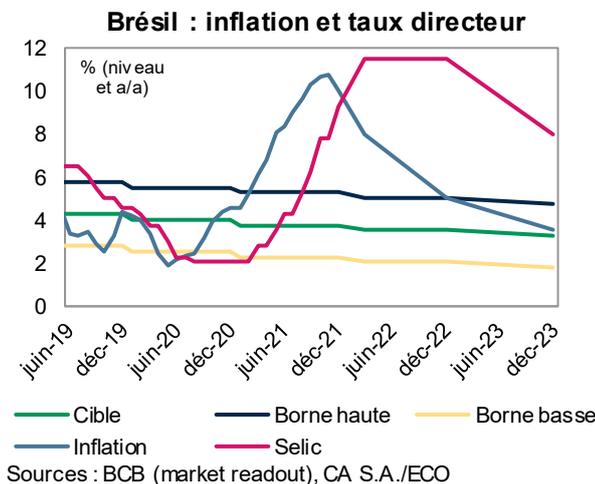


## BRÉSIL : LA DOULOUREUSE MUTATION DU « QUOI QU'IL EN COÛTE »

Au « quoi qu'il en coûte » expansionniste de 2020 ont succédé, en 2021, un ajustement budgétaire – qui aussi drastique soit-il reste limité au regard des efforts à entreprendre – et un « quoi qu'il coûte » monétaire restrictif. L'année 2022, électorale de surcroît, se profile sous de sombres auspices.

*La croissance « facile » liée au rattrapage mécanique est lointaine et la croissance « séquentielle » s'essouffle*

Le rebond du PIB, retrouvant son niveau pré-crise dès le premier trimestre 2021 grâce à un bond spectaculaire de l'investissement (18% du PIB) suivi d'un bond tout aussi spectaculaire des importations, a progressivement été « grignoté ». À la fin du troisième trimestre, seuls l'investissement (largement) et les exportations (faiblement) excèdent leur niveau pré-crise. Handicapée par une contribution légèrement négative des échanges extérieurs nets, la croissance pourrait n'atteindre que 3,9% en 2021.



En 2022, compte tenu de l'amélioration de la couverture vaccinale, il y a moins à redouter de la diffusion du (voire de) nouveau(x) variant(s). La croissance sera aidée par la poursuite de la normalisation de la consommation aidée par celle de l'emploi, ainsi que par une progression encore soutenue du crédit et une ponction sur l'épargne accumulée. Elle pâtira de la contraction de l'investissement s'accompagnant d'un recul des importations qui, couplé à une bonne tenue des exportations, permet d'espérer une contribution nette positive des échanges. La croissance n'excéderait cependant que très légèrement 1%.

*Un rétablissement pénible et partiel des comptes publics est en cours alors que la politique monétaire se durcit*

Fin octobre, la dette brute du gouvernement atteint 82,9% du PIB, soit un recul sur un an de 6 points de pourcentage qu'explique la croissance. Le budget 2022 n'est pas encore finalisé : tenter de retrouver un peu d'espace tout en réglant la question désormais

lancinante des *Precatórios* et en respectant (ou tout au moins en ne reniant pas irrémédiablement) les ancrages budgétaires constitutionnels (dont la règle d'indexation du plafond des dépenses) relèvent de la quadrature du cercle et constituent une source d'incertitudes.

*En 2022, le contexte international sera moins porteur mais il faut se garder de surestimer son impact négatif.*

L'accélération de l'inflation la poussant vers des sommets non atteints depuis janvier 2016 (10,7%) a surpris. Redoutant un « désancrage » des anticipations et incriminant une politique fiscale jugée insuffisamment stricte, la banque centrale (BCB) a entamé un cycle de resserrement violent. Une hausse de 150 points de base (pb) est annoncée pour février et pourrait être suivie d'une « ultime » hausse de 75 pb. Le Selic devra néanmoins rester durablement sur un haut plateau (11,50% dans notre scénario) afin de conforter le repli de l'inflation. Compte tenu d'un reflux anticipé de celle-ci vers la cible (et seulement vers sa borne haute) n'intervenant pas avant fin 2022, l'activisme de la BCB n'a pu prévenir une hausse des taux longs. Ceux-ci se sont cependant moins tendus que ce que l'on pouvait redouter : l'aplatissement de la courbe est un signe encourageant quant à la crédibilité de la BCB.

|   | 2021  | 2022 |
|---|-------|------|
|  <i>En variation annuelle</i> |       |      |
| PIB (moyenne)   | 3,9%  | 1,1% |
| Inflation (fin d'année)   | 10,2% | 4,8% |

Les prix des exportations (produits de base, matières premières) devraient rester correctement orientés. Plus préoccupée par la situation interne qu'externe, la BCB a déjà largement devancé le resserrement américain et, si les conditions financières peuvent éprouver un regain de volatilité, elles ne devraient pas se « sur-tendre ». Les comptes extérieurs sont solides, les réserves confortables (368 milliards de dollars), la dette publique essentiellement interne et les non-résidents très peu présents sur le marché local. Les risques sont majoritairement domestiques : dégradation de la confiance, détérioration de la gouvernance, augmentation des risques budgétaires et politiques à l'approche d'élections très polarisées (présidentielle et parlementaires en octobre) qui verront fort probablement s'affronter Bolsonaro et Lula.

**Catherine LBOUGRE**

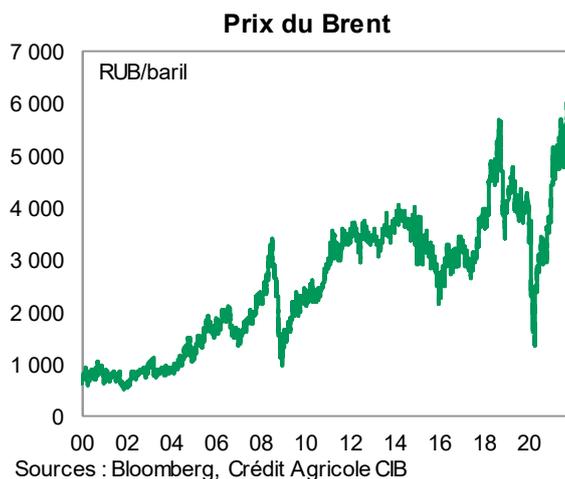
## RUSSIE : LA GÉOPOLITIQUE AUX COMMANDES

En Russie, la situation sanitaire devrait continuer de limiter la croissance économique, tandis que le risque géopolitique restera central, notamment pour le rouble. La Russie n'a pas tourné la page du Covid : la quatrième vague de la pandémie reste assez forte et le taux de vaccination est inférieur à celui des autres pays européens. Cela suggère que la pandémie continuera de peser sur la demande intérieure au cours des prochains trimestres et pèsera sur la croissance du PIB, malgré les cours relativement élevés du pétrole, l'effet de rattrapage par rapport à une année 2020 assez faible et un taux de chômage bas. Nous tablons sur une croissance du PIB de 3,5% en 2021 et de 2,7% en 2022.

Une autre source d'inquiétude s'est intensifiée ces dernières semaines : la géopolitique. Les tensions entre la Russie et l'Ukraine et les incertitudes sur la réaction des États-Unis devraient peser sur les perspectives de la Russie et du rouble.

*Résilience*

Fait intéressant, la Russie a longtemps défini sa politique économique en prenant sa situation géopolitique en compte. Dans les faits, elle a de plus en plus utilisé l'orthodoxie financière comme bouclier géopolitique au cours des dernières années. En contrôlant les déséquilibres des finances publiques et la dette et en prenant au sérieux le contrôle de l'inflation, elle est parvenue à réduire sa vulnérabilité aux flux de capitaux et à d'éventuelles sanctions internationales.



Cela devrait se poursuivre en 2022. Compte tenu des pressions inflationnistes toujours fortes, la Banque centrale (BCR) devrait maintenir les taux d'intérêt à un niveau historiquement élevé, afin de soutenir les taux d'intérêt réels, même s'il est probable que l'inflation se modère à partir du deuxième trimestre. La Russie devrait également limiter le déficit budgétaire. Par

ailleurs, l'augmentation des prix du pétrole au cours des dix-huit derniers mois a soutenu l'excédent commercial et permis aux réserves de change d'atteindre un niveau record, ce qui constitue également une protection contre les pressions financières extérieures.

Cela devrait permettre de limiter l'impact d'éventuelles sanctions internationales sur les marchés financiers russes.

*« Fait intéressant, la Russie a longtemps défini sa politique économique en prenant sa situation géopolitique en compte ».*

*La nécessaire modernisation du modèle de développement*

Au-delà de l'incertitude géopolitique, la Russie est confrontée à un autre défi, qui est un défi à long terme : la nécessité de moderniser son modèle de développement, imposée par l'impératif de la transition énergétique et par le besoin d'augmenter la croissance potentielle du pays, aujourd'hui comprise entre 1,5% et 2,0%, ce qui est assez faible.

Sur le papier, l'importante marge de manœuvre budgétaire du pays permet de financer le plan d'investissement assez ambitieux présenté par Vladimir Poutine au début de son mandat actuel. Les encours du *National Wellbeing Fund*<sup>2</sup> ont augmenté en 2021 et atteignaient 185 milliards de dollars en novembre. Cependant, le contexte géopolitique suggère que le gouvernement pourrait avoir d'autres priorités que de se concentrer sur les investissements et la diversification de l'économie. Par ailleurs la rente des matières premières agit comme un frein à la diversification.

| <br>En variation annuelle | 2021 | 2022 |
|---|------|------|
| PIB   | 4,2% | 2,7% |
| Inflation   | 6,3% | 5,8% |

*Les perspectives du rouble*

Sur le marché des changes, le rouble devrait être freiné par les incertitudes géopolitiques, mais l'importance de l'excédent courant, le niveau élevé des taux d'intérêt et la solidité de la situation financière intérieure et extérieure suggèrent que la devise pourrait s'apprécier si la situation s'apaisait sur le front géopolitique.

**Sébastien BARBÉ**

<sup>2</sup> Fonds souverain dont la finalité première est de soutenir le système de retraite russe.

## INDE : SORTIE DE LA PANDÉMIE EN COURS, PROBLÈME D'INFLATION

En Inde, le taux de vaccination reste faible par rapport à la moyenne de l'Asie émergente et avec moins de 60% de sa population vaccinée, le pays est bien en-dessous du seuil de 70% considéré par les scientifiques comme nécessaire pour atteindre l'immunité collective. Mais la forte vague d'infections au variant Delta laisse espérer qu'une grande partie de population indienne a été en contact avec le virus et a ainsi développé des anticorps.

### L'assouplissement des restrictions sanitaires a déjà conduit à un regain de confiance des consommateurs et des entreprises.

L'assouplissement des restrictions sanitaires a déjà conduit à un regain de confiance des consommateurs et des entreprises, qui devrait se traduire par une hausse de la consommation et des investissements privés, deux moteurs-clés de l'économie. Du côté de l'offre, les fortes moussons et la persistance du phénomène météorologique *la Niña* sont positives pour le secteur agricole indien. Par ailleurs, la politique budgétaire pourrait continuer de soutenir l'activité, en particulier si la Banque centrale (*Reserve Bank of India* ou RBI) commence à mettre fin à ses mesures de relance (comme nous l'anticipons), incitant le gouvernement à intervenir davantage pour soutenir l'économie. Enfin, la reprise du commerce mondial et la forte croissance économique américaine profiteront à l'Inde en 2022 : nous tablons sur une croissance réelle de 7,6% en 2022 après 6% en 2021.

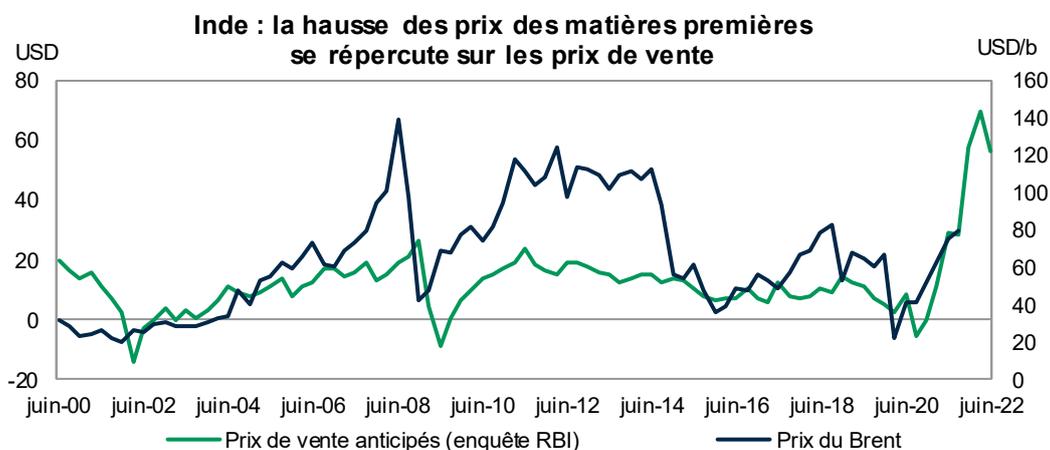
**L'inflation est un sujet de préoccupation croissant.** Alors que *la Niña* et les fortes moussons maintiennent une pression baissière sur l'inflation des prix alimentaires, l'augmentation des prix des matières

premières, de l'énergie en particulier, exerce une pression à la hausse sur les prix des intrants. Or, les données d'enquête suggèrent que la montée des prix de ceux-ci se répercute sur les prix à la consommation. La RBI a déjà mis fin à son programme d'achats d'actifs et draine des liquidités hors du système financier pour réduire les pressions haussières sur les prix. La RBI devrait procéder à trois hausses des taux en 2022, portant le *repo* à 4,75% en fin d'année. Ce durcissement limitera l'accélération de l'inflation, qui devrait passer de 5,1% attendu pour 2021 à 5,8% en 2022, à la limite de la fourchette visée par la RBI (2% à 6%).

|  En variation annuelle | 2021 | 2022 |
|--|------|------|
| PIB  | 9,6% | 7,6% |
| Inflation  | 5,1% | 5,8% |

**La roupie indienne sera confrontée à des forces contraires en 2022 : notre scénario table sur une appréciation, avec une baisse du dollar à 74,6 roupies fin 2022.** L'accélération du *tapering* par la Fed et la hausse des taux directeurs américains, favorables aux sorties de capitaux hors des devises à taux élevés (dont la roupie) sont des facteurs de dépréciation de la roupie indienne. En revanche, les trois hausses de taux directeurs et une nouvelle année riche en introductions en bourse sur le marché indien susciteront des entrées de capitaux sur les marchés locaux et soutiendront la roupie. Une baisse du baril de Brent à 70 dollars à l'horizon fin 2022 serait positive pour la balance courante indienne et la roupie.

Xiaoja ZHI



Sources : RBI, Crédit Agricole CIB



# SECTEURS D'ACTIVITÉ

Pétrole – Le calme avant la tempête ?

Matériaux de construction – **Hausses des prix et difficultés d'approvisionnement temporaires**

Transport maritime de conteneurs – Congestion persistante, signes de détente

## Pétrole – Le calme avant la tempête ?

Avec une croissance de la demande moins soutenue qu'en 2021, les cours du pétrole devraient se stabiliser en 2022 et 2023. Toutefois, les faibles marges de production de l'OPEP fin 2023 laissent planer les risques d'une nouvelle envolée des prix du pétrole après 2023.

Les cinq premiers mois du second semestre 2021 ont été caractérisés par une offre augmentant moins rapidement que la demande. Sous l'effet de la reprise de la mobilité et notamment d'un été particulièrement favorable aux déplacements intra-nationaux en voiture, la consommation d'essence en Europe et aux États-Unis a été particulièrement forte. Bien que toujours sous leur niveau d'avant la pandémie, le nombre de vols commerciaux a aussi connu une hausse cet été. Les 400 000 barils par jour supplémentaires que l'OPEP+ met à disposition chaque mois depuis août ne suffisent pas à équilibrer le marché pétrolier. La production de pétrole brut américain reste pour l'instant assez stable. Les producteurs américains continuent d'exploiter l'excès de puits qu'ils avaient forés avant la pandémie. Les pays consommateurs sont donc contraints de puiser dans leurs stocks commerciaux pour satisfaire une reprise vigoureuse de la demande en produits pétroliers. Ce recours aux stocks maintient les cours du pétrole à des niveaux assez élevés sur le second semestre 2021, des niveaux proches de ceux de l'automne 2018.

Dans l'hypothèse où le variant Omicron affecterait peu les déplacements, la croissance de la demande en produits pétroliers devrait atteindre 3,4 millions de barils par jour en 2022, contre 5,5 Mb/j en 2021. **L'OPEP+ sera encore clé dans l'équilibrage du marché en 2022.** Comme visiblement confirmé lors de la réunion du 2 décembre 2021, l'OPEP+ maintient son programme d'augmentation progressive de production de 400 000 barils par jour qui reposera essentiellement sur les gros producteurs que sont l'Arabie saoudite, la Russie, l'Irak, les Émirats arabes unis, le Koweït et le Kazakhstan. En effet, faute d'investissements dans l'exploitation de nouveaux gisements, les producteurs

africains rencontrent des difficultés pour augmenter leur production. Celles-ci devraient perdurer en 2022 et sans doute en 2023. À ce rythme, l'OPEP+ retrouverait ses niveaux de production d'avant la pandémie en 2022. Malgré la reprise des négociations sur le nucléaire iranien, nous estimons qu'un éventuel accord prendra du temps et que le pétrole iranien sera toujours sous sanctions américaines en 2022. La production américaine augmenterait de 0,8 million de barils par jour.



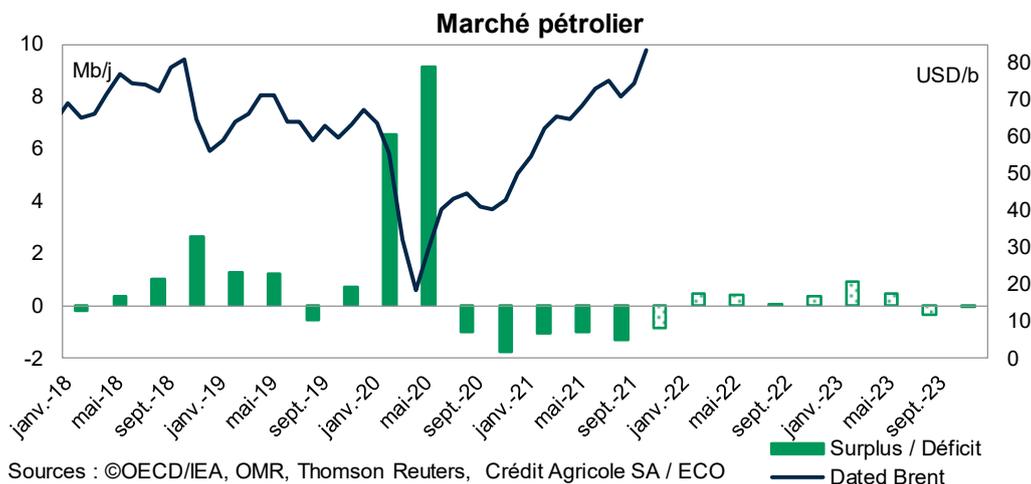
### Demande de pétrole

3,4 millions de barils par jour en 2022

Globalement, **les cours du prix du pétrole devraient rester dans une fourchette comprise entre 70 et 80 dollars en moyenne en 2022 et 2023.**

Notre scénario prévoit un prix du pétrole à 73 dollars en moyenne sur 2022 et 2023. Avec une croissance de la demande qui faiblit et une offre qui devrait continuer de progresser en 2022, le prix du pétrole pourrait connaître une légère détente en 2022 avant de remonter au cours du deuxième semestre 2023, à mesure que les marges de capacités de l'OPEP se réduisent. Fin 2023, les marges de production de l'OPEP et de son plus gros producteur, l'Arabie saoudite, pourraient être basses. En 2024, le marché pétrolier serait alors plus exposé à l'augmentation de la production américaine et susceptible de connaître une nouvelle envolée des cours.

Stéphane FERDRIN



## Matériaux de construction – Hausses des prix et difficultés d'approvisionnement temporaires

Si les hausses de prix peuvent atteindre **jusqu'à 30 ou 50%** pour certains matériaux de construction, la moyenne serait **d'environ 15% pour l'ensemble du secteur en France**.

En France, à la suite du premier confinement de 2020, le report des chantiers et l'engouement des particuliers pour les travaux d'entretien-amélioration de leurs logements se traduisent par un fort rebond de l'activité du BTP en 2021, qui revient à son niveau de 2019.

Cette reprise dynamique entraîne une forte demande de matériaux de construction, que l'offre peine à satisfaire, en raison notamment de problèmes affectant mondialement la fabrication et la logistique de ces produits.



### Prix des matériaux de construction

+15% en 2021

#### Des hausses de prix très variables

Conséquence de ce déséquilibre, les matériaux de construction connaissent des hausses de prix, qui sont toutefois très variables selon le type de produit. Certains matériaux soumis aux lois du marché mondial enregistrent de fortes augmentations, tels que l'aluminium (+20%), le cuivre (+30%), l'acier (+50%), le PVC (+50%). D'autres, produits localement, connaissent des hausses beaucoup plus modérées, tels que les granulats (+3%). Entre les deux, Saint-Gobain (producteur mondial de verre, laine de verre, plaques de plâtre) a prévu une hausse de ses prix de vente de 6% sur 2021.

Au sein de ces progressions très diverses, l'indice BT01, qui sert à réviser les prix des contrats de construction du bâtiment en France, ressort à +5% sur un an en août 2021. Sachant que cet indice est composé pour environ un tiers de matériaux de construction et que ses autres composants, notamment la main-d'œuvre, sont restés relativement stables, on peut estimer la hausse du prix des matériaux à 15% en moyenne annuelle.

#### Des difficultés d'approvisionnement globalement gérables

Les difficultés d'approvisionnement touchent toutes sortes de matériaux de construction, y compris ceux

fabriqués localement. Ainsi, même le bois produit en France a été victime de pénurie en raison de la forte demande d'exportation vers la Chine et les États-Unis, marchés également en reprise vigoureuse. Ainsi, environ 29% des entreprises de construction déclarent des difficultés d'approvisionnement. Seuls 13% d'entre elles indiquent cependant que cela les empêche d'accroître leur activité.

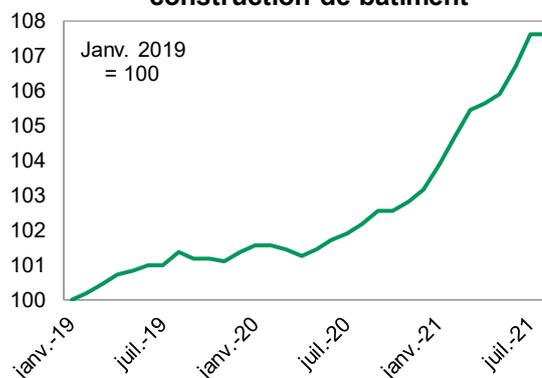
Par ailleurs, les négociants en matériaux de construction n'annoncent pas de ruptures d'approvisionnement mais des allongements des délais de livraison, pouvant aller jusqu'à deux mois pour certains produits, ce qui entraîne des retards de chantiers pour l'instant gérables.

#### Des perspectives de stabilisation

Depuis septembre, les acteurs ont le sentiment que les prix des matériaux de construction se stabilisent en France. Par ailleurs, ces hausses vont être répercutées sur la demande finale, ce qui devrait la modérer et permettre un rééquilibrage avec l'offre.

Les actuelles hausses de prix et les difficultés d'approvisionnement ne seraient ainsi que temporaires, le temps que l'offre et la demande retrouvent leur équilibre. À condition que les marchés mondiaux des matières premières et de l'énergie se stabilisent également.

France : index BT01 du prix de construction de bâtiment



Source : Crédit Agricole S.A.

Quang Khoi NGUYEN

## Transport maritime de conteneurs – Congestion persistante, signes de détente

Si la crise logistique mondiale est encore loin de se résorber, elle semble avoir atteint son paroxysme. Fonctionnant en mode dégradé, le transport de conteneurs enregistre depuis novembre des signes encourageants. La croissance soutenue de l'économie mondiale et les reprises épidémiques pourraient toutefois prolonger les tensions.

**Les taux de fret continuent d'évoluer à des niveaux extrêmes, assurant des profits records aux transporteurs.** Après avoir touché un plafond en septembre, ils ont toutefois rétrocedé du terrain sur la route Transpacifique, de loin la plus dynamique et la plus sensible à la crise logistique.

**Depuis l'été, le transport de conteneurs fait face à une congestion portuaire sévère, responsable d'une dégradation des services inédite.** La persistance généralisée des retards contraint désormais les opérateurs à sauter des escales ou à annuler des départs. **Les services maritimes sont ainsi installés dans un mode de fonctionnement dégradé offrant une très faible visibilité.** Passée la haute saison, la vague d'importations américaines engendrée par les plans de soutien gouvernementaux du début d'année ne semble pas encore faiblir, mais elle se heurte à l'engorgement record des ports américains de la Côte Ouest. De plus, la saturation menace désormais ceux de la Côte Est. À la suite de fermetures temporaires de terminaux chinois face à la menace du variant Delta, la crise a pris une dimension mondiale durant l'été, la congestion se répercutant en cascade entre les *hubs*, une congestion aggravée par des pénuries de main-d'œuvre, des surplus ou pénuries de conteneurs, des épisodes météo extrêmes ou d'autres facteurs spécifiques. Parmi les *hubs* d'Europe du Nord, le port britannique de Felixstowe, affecté par les effets du *Brexit*, est le plus engorgé.

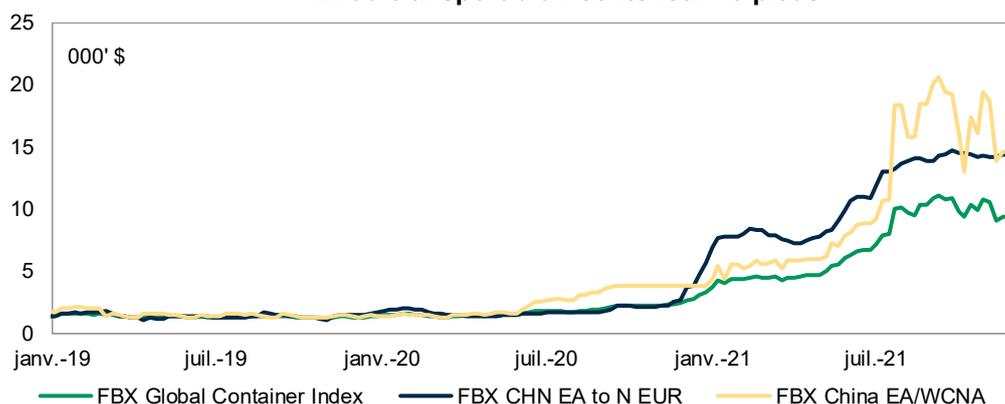
**Des signes d'amélioration sont pourtant perceptibles.** Le déblocage des ports de Los Angeles,

épicerie de la congestion et porte d'entrée de 40% des conteneurs importés aux États-Unis, est devenu un enjeu politique. Un texte renforçant la régulation des acteurs maritimes a été approuvé par la Chambre des Représentants. Les autorités portuaires ont réussi à désencombrer les docks des conteneurs importés non récupérés par la menace de pénalités. Même si le nombre de navires en attente a encore augmenté, en haute mer désormais pour réduire la pollution, la productivité progresse lentement. Ailleurs, Singapour réduit ses files d'attente en ouvrant un nouveau terminal pour stocker les conteneurs. Hambourg, désengorgé, rétablit une ligne avec l'Asie qui avait été suspendue. En Chine, où les pénuries d'électricité freinent la production industrielle et les exportations, la disponibilité des conteneurs s'améliore. Les usines chinoises auront produit cette année l'équivalent de 12 à 14% de la flotte mondiale en service.

La croissance des trafics de conteneurs devrait approcher 7% cette année. Elle est attendue à 4% l'an prochain, en ligne avec celle de l'offre de navires. Un ralentissement se dessine pour les années suivantes, alors que les livraisons atteindront un pic. **La congestion devrait se prolonger au moins jusqu'au deuxième trimestre 2022. La décongestion espérée de Los Angeles pourrait faciliter la résolution de la crise logistique mondiale, ouvrant la voie à un reflux gradué des frets. Sous réserve que la résurgence de la pandémie ne vienne créer de nouveaux goulets d'étranglement.**

Bertrand GAVAUDAN

Prix du transport d'un conteneur 40 pieds



Sources : Datastream, Freightos, Crédit Agricole S.A.



# MARCHÉS

Politique monétaire – Normalisation(s)

**Taux d'intérêt** – Une année, deux séquences

Taux de change – Avantage passager au dollar

# Politique monétaire – Normalisation(s)

Selon la vigueur de l'inflation avérée ou redoutée, les banques centrales s'engagent à des cadences très diverses sur la voie de la normalisation - encore préférée à resserrement - monétaire. À une Réserve fédérale bien avancée s'oppose une BCE pour laquelle rien ne presse.

## RÉSERVE FÉDÉRALE : UN VIRAGE *HAWKISH* QUI AVANCE LE CALENDRIER DE LA NORMALISATION

Après avoir finalement amorcé une normalisation, en annonçant le début du *tapering* (baisse des achats d'actifs) lors du FOMC de novembre, la Fed a pris un virage *hawkish* plus agressif.

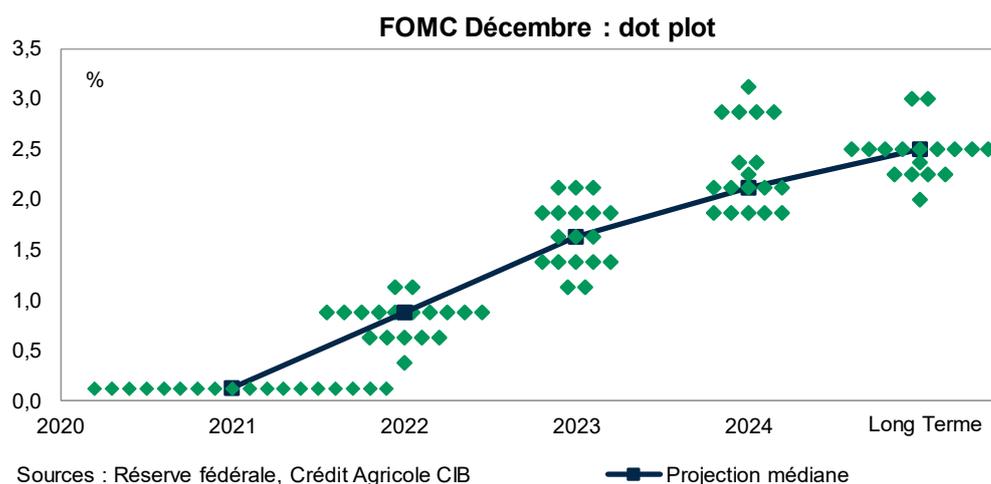
*J. Powell s'est dit préoccupé par le risque qu'une inflation durablement élevée pourrait faire courir à la reprise du marché du travail.*

Ce virage a été confirmé lors de la récente intervention de Jerome Powell, le président de la Fed, devant le Congrès, à l'occasion de laquelle il a explicitement déclaré qu'il était temps de ne plus utiliser le mot « transitoire » à propos des pressions inflationnistes, ces dernières étant plus généralisées et susceptibles de rester élevées en 2022. J. Powell s'est dit préoccupé par le risque qu'une inflation durablement élevée pourrait faire courir à la reprise du marché du travail, indiquant ainsi que la Fed accordait désormais une plus grande attention au volet « inflation » de son double objectif (le plein emploi et la stabilité des prix).

Compte tenu de cette évolution, il est clair que le calendrier de la normalisation a été avancé : la question est de savoir de combien. En décembre, la Fed a annoncé un doublement du rythme du *tapering*, soit une baisse des achats de 20 milliards de dollars par mois pour les *Treasuries* et de 10 milliards par mois pour les MBS<sup>3</sup> à partir de janvier, ce qui conduirait à un arrêt des achats d'actifs à la mi-mars contre un arrêt à la mi-juin au rythme actuel.

Si les efforts de la Fed pour dissocier le *tapering* et la remontée des taux directeurs ont été clairs, les facteurs qui sous-tendent les deux décisions sont similaires : l'arrêt plus rapide des achats d'actifs augmente la probabilité d'une hausse des taux plus précoce, alors que notre scénario central table encore sur un premier relèvement seulement au quatrième trimestre. La prudence reste cependant de mise dans un contexte où l'arrivée du variant Omicron pourrait freiner la reprise, si de nouvelles restrictions s'imposaient, et pousser la Fed à temporiser.

Nicholas VAN NESS



<sup>3</sup> Mortgage Backed Securities : titres adossés à des créances hypothécaires.

## BCE : PATIENCE ET LONGUEUR DE TEMPS

**Dans la mesure où l'inflation en zone euro – très élevée actuellement – devrait repasser sous la cible de la BCE à moyen terme, une fois les effets temporaires estompés, la BCE devrait rester accommodante encore longtemps.**

Au cours de l'année 2022, elle va cependant devoir sortir de ses outils exceptionnels, mis en place pendant

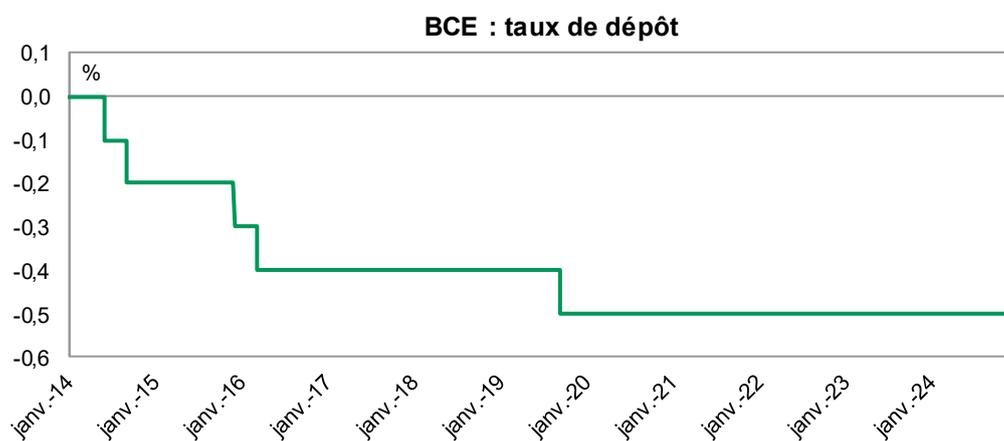
*La BCE ne remontrera pas ses taux tant qu'elle ne sera pas assurée que l'inflation en zone euro se situera autour de 2% de manière pérenne.*

la pandémie. En particulier, le PEPP sera arrêté en cours d'année, tandis que les modalités des TLTRO.III, très favorables pendant la crise, reviendront vers des conditions plus normales en 2022.

Nous nous attendons néanmoins à ce que la BCE reste très accommodante tout au long de cette année et qu'elle confirme ses intentions de rester aussi accommodante que nécessaire pour s'assurer que l'inflation à moyen terme revienne vers les 2%, ce qui n'est toujours pas le cas, malgré la hausse marquée des derniers mois.

Le renforcement de la *forward guidance* en 2021 permet à la BCE de confirmer cette patience : la BCE ne remontrera pas ses taux, tant qu'elle ne sera pas assurée que l'inflation en zone euro sera autour de 2% de manière pérenne. Par conséquent, non seulement nous ne nous attendons pas à une hausse des taux en 2022 mais nous anticipons aussi que les taux resteront à leur niveau pendant une période prolongée.

**Louis HARREAU**



Source : BCE

## BANQUE D'ANGLETERRE : DÉBUT D'UN RESSERREMENT MONÉTAIRE QUI SE VEUT MODESTE

*Omicron n'a pas empêché la BoE de monter ses taux en décembre*

La BoE a augmenté son taux directeur de 15 points de base à 0,25% le 16 décembre dernier, une décision prise quasiment à l'unanimité (huit contre un) : une surprise pour la majorité du consensus (nous inclus) qui tablait sur un report de la première hausse de taux au mois de février prochain en raison de l'incertitude liée au variant Omicron. La BoE s'affirme ainsi comme la plus *hawkish* des grandes banques centrales des pays avancés (Fed, BCE, BoJ), alors même que son économie récupère plus lentement de la crise de la Covid. Elle minimise le fait que l'économie n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise et qu'Omicron devrait induire un ralentissement supplémentaire du rythme de croissance au cours de l'hiver.

### La BoE s'affirme comme la plus hawkish des grandes banques centrales des pays avancés

*Une hausse de taux justifiée par la bonne tenue du marché du travail*

Une évolution rassurante du marché du travail après l'arrêt du dispositif de chômage partiel le 30 septembre dernier avait été signalée par la BoE comme une condition nécessaire à la hausse de taux. Celui-ci a continué de se redresser en octobre. La croissance des salaires est restée soutenue. Les anticipations d'inflation de moyen à long terme des ménages et des marchés financiers ont augmenté. Ne pas agir maintenant aurait pu conduire à une poursuite de la hausse des anticipations d'inflation obligeant la BoE à remonter les taux de manière plus agressive.

### L'inflation attendue à un pic à 6 % en avril prochain

L'inflation a atteint 5,1% en novembre, un plus haut depuis septembre 2011 (4% pour l'inflation sous-jacente). L'inflation devrait continuer d'augmenter dans les prochains mois vers un pic à 6% en avril dû à une nouvelle hausse anticipée des tarifs de l'énergie et de la persistance à court terme des tensions sur l'offre. Nous (et la BoE) anticipons toujours une modération de l'inflation au cours de la seconde moitié de 2022.

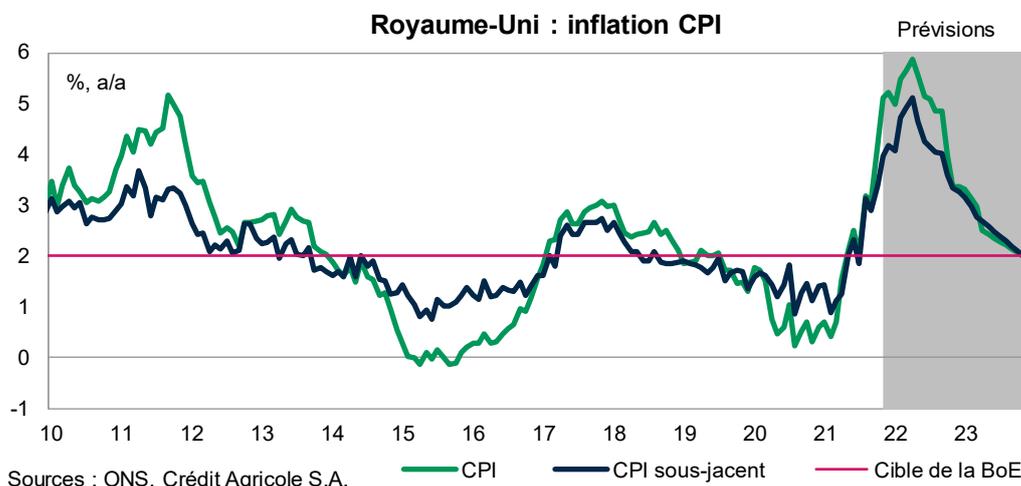
### Quel rythme de resserrement futur ?

La BoE a réitéré qu'un resserrement « modeste » devrait être nécessaire sur la période de prévisions afin de ramener l'inflation CPI à sa cible de 2% de manière soutenable. Au regard des projections de son *monetary policy report* de novembre, la BoE semble juger que le resserrement anticipé par les marchés (taux directeur à 1% fin 2022) est compatible avec son objectif d'inflation. L'essoufflement de la reprise devrait s'intensifier avec la baisse du pouvoir d'achat. Nous prévoyons par conséquent un rythme de resserrement un peu plus lent, avec deux hausses de taux en 2022 et une en 2023 (de 25 points de base chacune), mais l'agressivité de la BoE implique des risques haussiers autour de ces prévisions.

### Le QE sera un outil de resserrement complémentaire

Le programme d'achats de titres souverains a atteint la taille cible de 875 milliards de livres sterling courant décembre. Conformément à la *forward guidance* de la BoE annoncée en août dernier, celle-ci envisagera l'arrêt des réinvestissements des titres arrivant à échéance lorsque le taux directeur aura atteint 0,50% (probablement en février prochain). Elle pourra en outre commencer à vendre activement des titres lorsque le taux directeur aura atteint 1% et sous réserve que les conditions économiques le justifient.

**Slavena NAZAROVA**



## BANQUE DU JAPON : POLITIQUE DE CONTRÔLE DE LA COURBE DES TAUX LAISSÉE EN L'ÉTAT, REMPLACEMENT DES DEUX MEMBRES SORTANTS DU COMITÉ DE POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ) repose sur trois piliers : la politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*), les achats d'actifs (fonds indexés sur actions, ETF et fonds investis en immobilier, J-REIT) et les mesures de financement liées à la pandémie. **La BoJ devrait laisser les deux premiers inchangés dans un avenir prévisible, au moins jusqu'en 2023** et très probablement maintenir le troisième pilier au-delà de son échéance actuelle de mars 2022, compte tenu des inquiétudes liées au variant Omicron.

Il convient de noter qu'à la différence de la Fed et de la BCE, la question de savoir si la BoJ va réduire ses achats d'actifs (*tapering*) n'a pas réellement d'intérêt pour anticiper l'évolution de la politique monétaire japonaise. En effet, le principal objectif de la politique de la BoJ est le contrôle de la courbe des taux, c'est-à-dire le niveau des taux d'intérêt courts et longs. Les aspects quantitatifs sont secondaires et ne font plus l'objet d'objectifs spécifiques, contrairement à ce qui était en vigueur précédemment : de fait, en avril 2020, la BoJ a officiellement abandonné sa cible de 80 000 milliards de yens d'augmentation annuelle de son portefeuille de JGB.

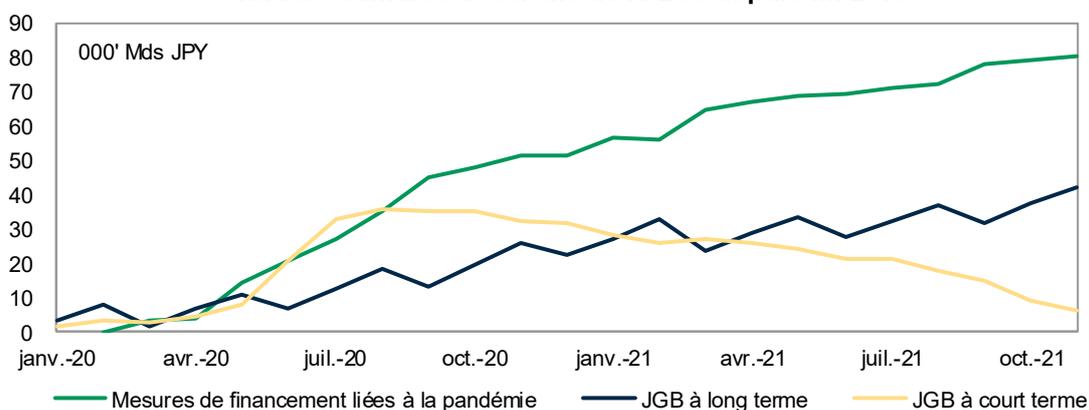
L'un de nos points d'attention concernant la BoJ est la fin des mandats, en juillet 2022, de Goushi Kataoka et de Hitoshi Suzuki, deux membres du Comité de politique monétaire. Goushi Kataoka est un « cas à part » : il est le seul membre à s'être opposé à la politique actuelle, jugée par lui insuffisamment reflationniste, sans jamais présenter ses propres suggestions. Quant à Hitoshi Suzuki, il s'est lui aussi

*Le remplacement de G. Kataoka et de H. Suzuki sera l'occasion d'évaluer la position du gouvernement en matière de politique monétaire.*

distingué en soulignant, plus que tout autre, les effets secondaires négatifs de la politique de la BoJ. En ce sens, ils se situent aux deux extrémités du spectre du comité de politique monétaire. Leur remplacement sera intéressant et fournira une bonne occasion d'évaluer la position du gouvernement Kishida en matière de politique monétaire. Si Goushi Kataoka est remplacé par un « non-reflacionniste », ce qui nous semble probable, cela impliquera que le Premier ministre, Fumio Kishida, attache davantage d'importance à la politique budgétaire qu'à la politique monétaire.

**Kyohei MORITA**

**Hausse cumulée des actifs de la BoJ depuis fin 2019**



Sources : BoJ, Crédit Agricole CIB

# Taux d'intérêt – Une année, deux séquences

Les normalisations monétaires ne s'accompagneront pas de fortes tensions obligataires. À un premier semestre encore placé sous le sceau d'une croissance et d'une inflation toutes deux fortes, propices à un mouvement de hausse des taux d'intérêt, succéderait le thème de la décélération favorable à leur repli.

## ÉTATS-UNIS : SUR LE CHEMIN DE LA NORMALISATION

**La Fed a continué de soutenir la reprise avec une politique accommodante mais a finalement entamé le chemin de la normalisation en novembre en annonçant une baisse de ses achats d'actifs (*tapering*).** Par ailleurs, Jerome Powell, le président de la Fed, a décidé d'accélérer le rythme du *tapering*. Une telle accélération pourrait conduire à une première remontée des taux directeurs dès le deuxième trimestre 2022, alors que notre scénario initial prévoyait une première hausse au quatrième trimestre 2022.

*La volatilité devrait rester globalement faible en 2022 et diminuerait au cours du second semestre.*

**Notre scénario de taux américains en 2022 se déroulerait en deux temps.** Au premier semestre, sur fond de croissance et d'inflation restant respectivement forte et élevée, le taux dix ans se redresserait pour culminer à 1,75% en milieu d'année et la courbe s'aplatirait sous l'effet de la normalisation de la politique de la Fed. Au second semestre, le mouvement des taux s'inverserait. La Fed entamerait alors l'étape suivante du resserrement de sa politique, en relevant ses taux directeurs ; les conditions financières se durciraient avec le retrait de liquidités par la Fed. Contrairement à ce qui est généralement attendu, ce resserrement monétaire ne devrait pas conduire à une remontée des taux longs : les taux baisseraient au cours du second semestre 2022, en particulier les taux longs, tandis que le mouvement

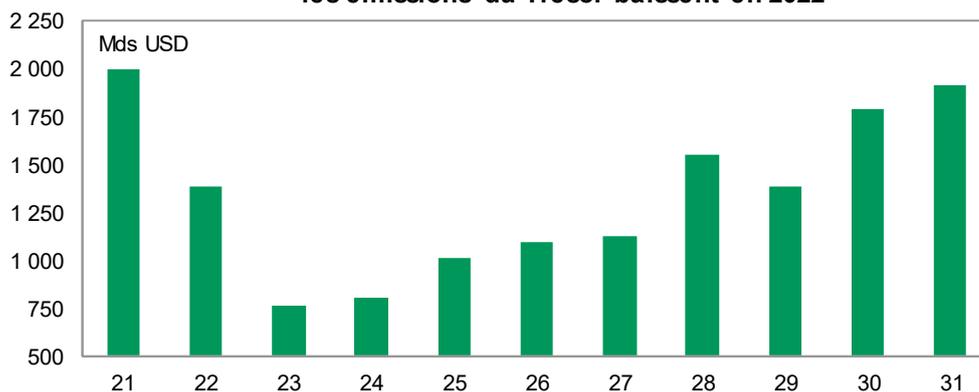
d'aplatissement de la courbe des taux se poursuivrait. Notre scénario table ainsi sur une baisse du taux dix ans à 1,35% et du taux 30 ans à 1,65% fin 2022.

La volatilité devrait rester globalement faible en 2022 et diminuerait au cours du second semestre, comme le suggère le niveau limité des taux dans nos prévisions. La volatilité sur la partie courte de la courbe pourrait toutefois être élevée, les marchés anticipant les hausses de taux directeurs de la Fed, d'où une divergence entre la volatilité des taux courts et celle des taux longs.

**Le déficit budgétaire américain baissera sensiblement en 2022, de même que les émissions du Trésor.** Sur la base du calendrier actuel des adjudications de titres nominaux, le Trésor serait surfinancé. Il sera amené à continuer de réduire son offre de titres nominaux, comme il a commencé à le faire lors des opérations de refinancement en novembre 2021.

**Alors que la Fed resserre sa politique monétaire et que les actifs risqués ont atteint des sommets, la demande de *Treasuries* reste (et restera) solide, compte tenu de leurs propriétés contra-cycliques.** Le vieillissement de la population et la stratégie d'allocation d'actifs des fonds de pension ont suscité une hausse de la demande pour les obligations à coupon fixe au cours des dernières années. Cette tendance devrait se poursuivre dans un avenir prévisible, exerçant une pression baissière sur les taux.

Évolution annuelle de la détention de dette par le public :  
les émissions du Trésor baissent en 2022

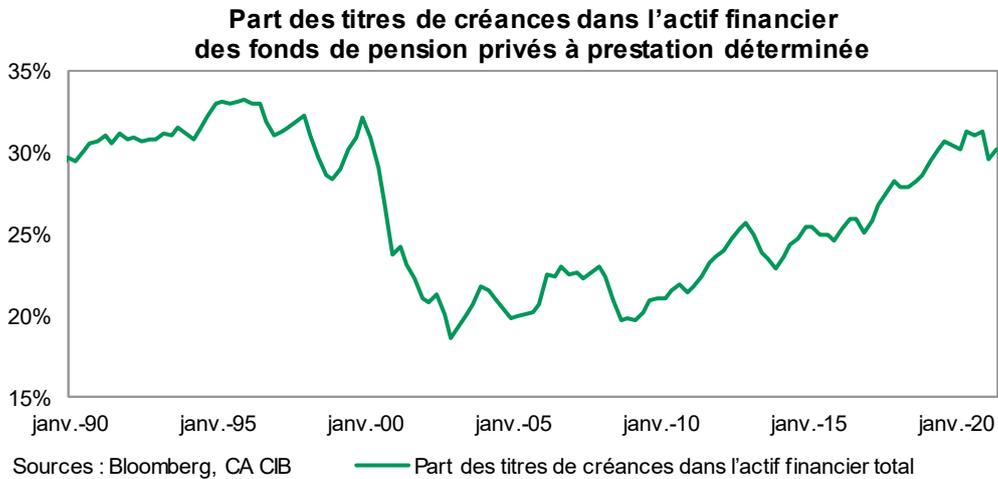


Sources : CBO, Crédit Agricole CIB

Par ailleurs, les portefeuilles de *Treasuries* des banques ont augmenté de près de 400 milliards de dollars au cours de l'année écoulée et vont probablement continuer de croître. Enfin, les *Treasuries*, alternative intéressante aux *Bunds* et aux *JGB* en

raison de leurs rendements nettement plus élevés, conserveront leur attrait aux yeux des investisseurs étrangers.

Alex LI



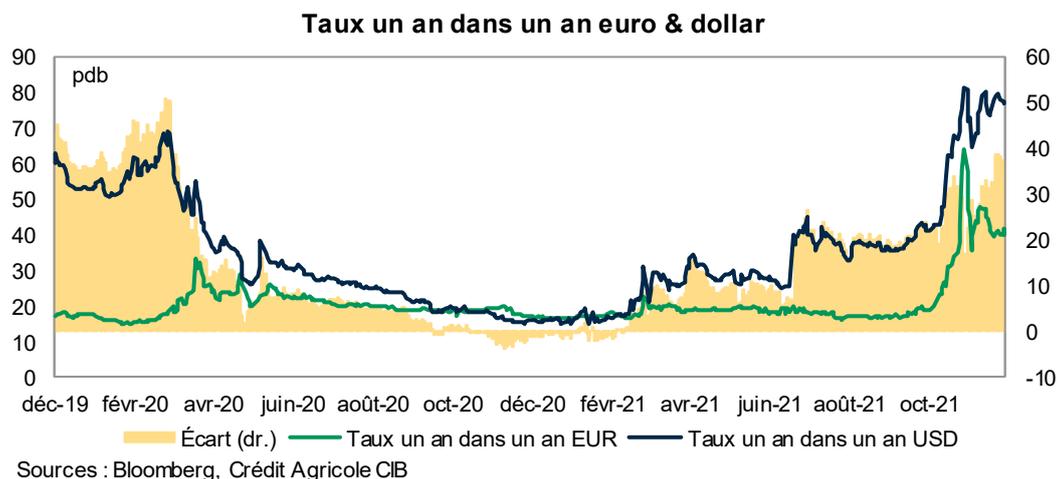
## EUROPE : C'EST COMPLIQUÉ

Alors que la Fed a adopté une position moins tolérante sur l'inflation et provoqué davantage de volatilité sur le marché monétaire américain, **la BCE devrait rester accommodante tout en commençant à normaliser sa politique.** La baisse des achats mensuels d'actifs du *Quantitative Easing* ne signifie nullement que des hausses de taux directs sont à l'ordre du jour mais suggère que l'affaiblissement du guidage des anticipations et la remontée de la volatilité des taux de marché pourraient perdurer. **La montée de l'inflation et de sa volatilité devrait se traduire par une remontée de la prime de terme sur la courbe euro au cours du premier semestre 2022.**

**L'évaluation de l'inflation par la BCE va influencer la crédibilité de l'institution aux yeux des marchés**

**et sera déterminante.** La BCE ne souhaite pas resserrer sa politique monétaire de façon prématurée (pas plus qu'aucune autre banque centrale) mais la communication sera difficile à mettre en œuvre : cela devrait se traduire par une remontée des *spreads* périphériques. Les investisseurs devraient rester sous-pondérés en titres périphériques sur le secteur cinq ans - dix ans et l'environnement actuel ne se prête pas aux opérations de portage.

**La situation est également et clairement compliquée par la crise sanitaire.** Les multiples conséquences de celle-ci sont difficiles à estimer mais elle pourrait retarder la résolution des problèmes de goulets d'étranglement affectant l'offre. Les prix de l'énergie et la transition énergétique continuent de



constituer un risque mais il pèserait sur la croissance et les consommateurs. Or, la BCE est davantage à l'écoute des réalités budgétaires des États membres et ne laissera pas les canaux de transmission de sa politique monétaire se disloquer. En conséquence, la remontée des taux de marché représentera une opportunité d'achat lorsqu'il sera clair que l'inflation commencera à baisser plus rapidement au second semestre. En effet, une fois ce phénomène enclenché, les énormes montants de liquidité excédentaire produits par la BCE devraient se porter vers les obligations d'État, dont les rendements seront légèrement plus élevés.

Bien que la coalition dirigée par le SPD en Allemagne puisse laisser entendre que les restrictions budgétaires sont moins urgentes au sein de l'UE, **l'offre nette en titres d'État devrait diminuer d'environ 200 milliards d'euros en 2022**. Il sera donc plus facile pour la BCE d'absorber les nouvelles émissions souveraines nettes. Son bilan pourrait cependant diminuer l'an prochain en raison des remboursements des TLTRO.

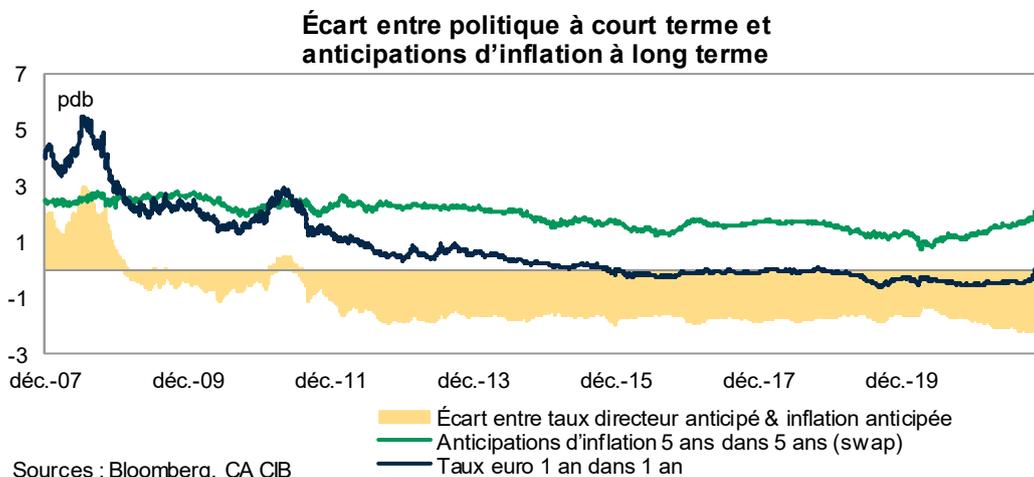
La combinaison de taux directeurs négatifs et des anticipations d'inflation encore élevées devrait contribuer à maintenir les rendements réels très négatifs et inciter les investisseurs à se tourner vers des actifs plus risqués. **D'un point de vue politique, le marché des obligations souveraines de la zone euro** (ou EGB pour *European Government Bonds*)

**devrait s'intéresser avant tout à la politique italienne en 2022 et beaucoup moins aux élections présidentielles en France.** En effet, il n'y a pas de candidat clairement eurosceptique en France : le marché devrait intégrer une prime de risque politique de quelques points de base mais pas une prime de risque de sortie de l'euro. En supposant que les élections présidentielles ne posent pas de problème, les élections générales italiennes début 2023 pourraient néanmoins tirer les forces politiques de leur sommeil.

*La combinaison de taux directeurs négatifs et d'anticipations d'inflation élevées devrait contribuer à maintenir les rendements réels très négatifs.*

Par conséquent, les *spreads* périphériques ne devraient pas se resserrer pour atteindre de nouveaux points bas, dans la mesure où les perspectives de nouvelles mesures de relance de la BCE s'estompent. En revanche, les taux baisseraient et les courbes s'aplatiraient au second semestre 2022, avec le fléchissement de la croissance nominale dans la plupart des pays développés.

**Bert LOURENCO**



## Taux de change – Avantage passager au dollar

**Le dollar devrait profiter d'un avantage essentiellement lié à l'avance prise par la Réserve fédérale avant d'être délaissé au profit d'autres devises du G10 à rendement élevé, puis de devises de réserve liquides comme l'euro. Bénéficiant d'une amélioration progressive post-Covid, les devises émergentes afficheraient une performance satisfaisante sans être exceptionnelle.**

### PAYS DÉVELOPPÉS : LE « SOURIRE » DU DOLLAR ET LES OPÉRATIONS DE PORTAGE

**Les anticipations de hausse des taux directeurs américains devraient entretenir l'image de valeur refuge à rendement élevé du dollar et continuer de soutenir le billet vert au premier semestre 2022.** Le cycle de resserrement relativement graduel de la Fed à partir du second semestre 2022 devrait contribuer au maintien des rendements réels américains en territoire négatif et encourager les investisseurs à se tourner vers des alternatives offrant de meilleurs rendements, en particulier lorsque l'économie mondiale commencera à rattraper celle des États-Unis.

**À court terme, le « sourire » du dollar devrait rester le principal moteur du marché des changes.** En effet, le rôle particulier du dollar en tant que valeur refuge à rendement élevé pourrait encore le soutenir lors des épisodes d'aversion au risque ou de montée de l'appétit pour le risque. Et pourtant, une appréciation « plus neutre » du dollar pourrait être justifiée car les points positifs et points négatifs de la devise semblent actuellement assez équilibrés.

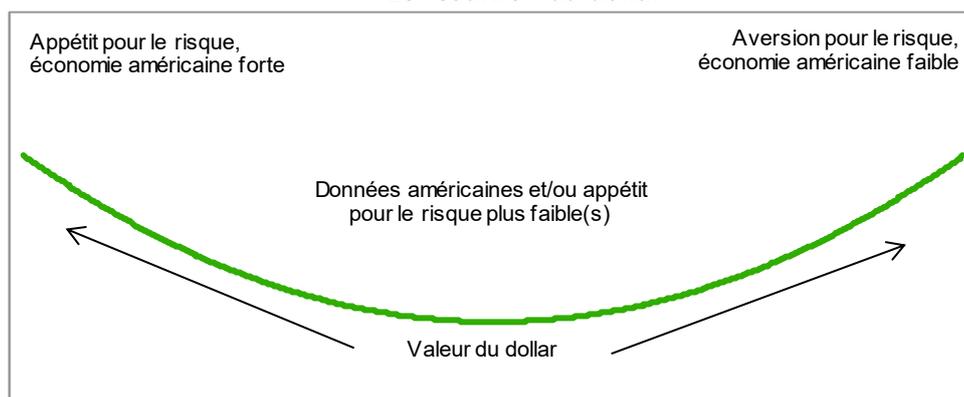
Du côté positif pour le dollar, se trouvent la baisse des achats d'actifs de la Fed (*tapering*) drainant le trop-plein de liquidité, la résolution du problème du plafond de la dette fédérale et la demande étrangère de financement en dollar en fin d'année. Le resserrement des conditions de liquidité aux États-Unis pourrait de plus peser sur l'appétit pour le risque et renforcer le rôle de valeur refuge du dollar dans les mois à venir. Le dollar est en outre assez peu sensible à la hausse des prix de l'énergie et aux problèmes récents qui

pénalisent les producteurs et exportateurs de produits manufacturés, phénomène qui peut en partie s'expliquer par le fait que les États-Unis font partie des quelques économies du G10 qui adoptent de nouvelles mesures de relance budgétaire malgré la reprise économique en cours. Le dollar pourrait donc être ponctuellement soutenu par la combinaison d'une politique budgétaire accommodante et d'une politique monétaire plus restrictive aux États-Unis. Cette combinaison devrait soutenir le dollar face aux devises à faible rendement comme le yen et le franc suisse. En outre, le resserrement des conditions financières américaines et mondiales peut peser (temporairement) sur l'appétit pour le risque et soutenir le dollar par rapport aux devises à risque et aux devises des pays exportateurs de matières premières.

*Le dollar semble assez suracheté et surévalué.*

Parmi les **facteurs négatifs pour le dollar à court terme**, on citera la « patience » de la Fed, ce qui peut contribuer à maintenir les rendements réels en territoire très négatif et désavantager le dollar. Une résurgence du Covid pourrait de plus menacer la reprise économique américaine pendant les mois d'hiver, retardant la réouverture complète du très important secteur des services et compromettant une normalisation plus significative de la politique monétaire de la Fed en 2022.

### Le "sourire" du dollar



Source : Crédit Agricole CIB

**La normalisation monétaire lente de la Fed laissant les rendements réels en territoire négatif pourrait donc encourager la diversification vers les devises à rendement plus élevé du G10**, comme le dollar néo-zélandais, le dollar canadien, le dollar australien et la couronne norvégienne. L'aggravation des déséquilibres extérieurs des États-Unis et les retombées des mesures de relance budgétaire aux États-Unis sur la croissance internationale pourraient stimuler les devises comme le dollar canadien et l'euro.

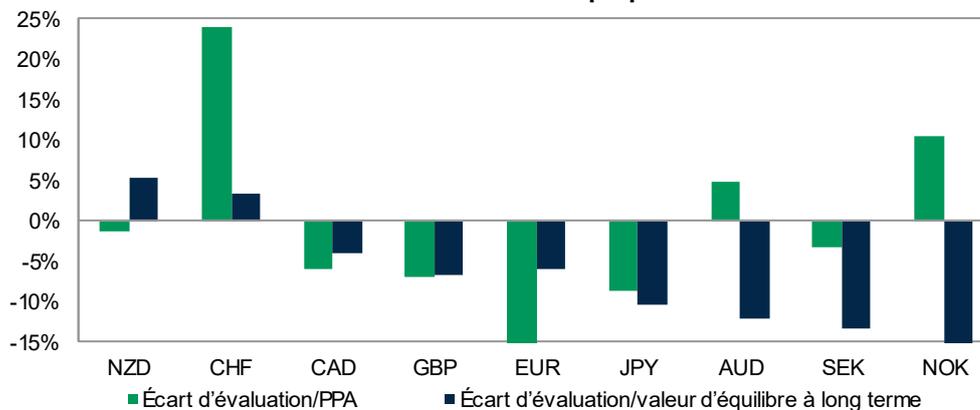
De plus, avec la reprise mondiale de la croissance et du commerce en 2022, les banques centrales et les exportateurs étrangers semblent susceptibles de

vendre le dollar, notamment contre des devises de réserve liquides comme l'euro. La hausse des impôts et la surréglementation aux États-Unis pourraient continuer de peser sur la croissance et réduire l'attractivité des actifs américains, alimentant un peu plus les flux de diversification.

**Enfin, selon nos indicateurs, le dollar semble assez suracheté et surévalué. Le dollar est surévalué par rapport à l'euro, au yen, au dollar australien, à la livre sterling, à la couronne norvégienne et à la couronne suédoise.**

Valentin MARINOV

**Le dollar semble surévalué face à la plupart des devises du G10**



Sources : Bloomberg, CA CIB

## PAYS ÉMERGENTS : BIENTÔT L'ALIGNEMENT DES PLANÈTES ?

Les devises émergentes pourraient bénéficier d'une amélioration progressive *post-Covid* ; en 2022, leur performance ne devrait cependant pas être exceptionnelle. Les pays émergents doivent en effet faire face à quatre principaux problèmes : le ralentissement chinois, l'inflation (séquelle de la crise sanitaire), l'insuffisance des réformes et les questions géopolitiques.

### Normalisation ?

En ce qui concerne les devises émergentes, l'année 2022 pourrait être vue comme une année de normalisation. Sur le front du Covid, en moyenne, le progrès de la vaccination et de l'adaptation à la « vie avec virus » devraient atténuer graduellement les effets de la pandémie sur les économies et les marchés avec un décalage par rapport aux marchés développés (sous réserve que le variant Omicron ou un autre ne vienne pas bouleverser les perspectives sanitaires).

L'inflation pourrait également atteindre un pic au deuxième trimestre puis se modérer au second, incitant les banques centrales à tempérer les hausses

de taux directeurs. Par ailleurs, les pays émergents continueront de faire face à la normalisation de la politique monétaire américaine : l'impact devrait être gérable si la remontée des taux longs reste limitée.

### Attractivité

Cela signifie-t-il que les planètes vont enfin s'aligner, et que les marchés émergents vont bénéficier d'un regain d'attractivité ? Le portage moyen des marchés émergents a considérablement augmenté par rapport à la période pré-Covid, de nombreuses banques centrales (au moins hors Asie) ayant fortement augmenté leurs taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation. Après s'être fortement affaiblies puis n'avoir regagné qu'une partie du terrain perdu au cours des deux dernières années, de nombreuses devises émergentes sont, en outre, relativement bon marché. Enfin, même s'il est peu probable que la hausse passée des prix des matières premières se reproduise au cours des prochains trimestres, les niveaux atteints par les prix de l'énergie, des métaux et des denrées alimentaires entretiennent la rente dont bénéficient de nombreux pays exportateurs de matières premières.

*Défis*

Le contexte général sur les marchés émergents sera légèrement plus favorable en 2022 qu'en 2021. Mais les pays émergents devront malgré tout faire face à quatre grands défis. Le premier est le ralentissement de la Chine. La Chine va probablement atténuer sa décélération économique en 2022, mais son ralentissement structurel va s'inscrire dans la durée, avec de possibles impacts sur les économies asiatiques et les pays exportateurs de matières premières.

Deuxième défi : les séquelles inflationnistes de la crise sanitaire. Au cours des dix-huit derniers mois, certains pays se sont retrouvés avec des taux d'intérêt plus élevés, des perspectives de croissance plus faibles et une flexibilité budgétaire réduite (c'est notamment le cas du Brésil et de l'Afrique du Sud), un contexte dans lequel il est plus difficile de stimuler la croissance économique et d'attirer les flux d'investissement.

Troisième élément : la nécessité de moderniser les modèles de développement. Avec la faiblesse des efforts de réforme pendant la crise sanitaire, certains pays doivent faire plus (de réformes) avec moins (de marge de manœuvre budgétaire), d'autant plus que la question de la transition énergétique devient de plus en plus urgente.

Les risques géopolitiques, enfin, devraient alimenter sporadiquement la volatilité, avec deux dossiers particulièrement importants : les relations entre les États-Unis et la Chine et le voisinage de l'UE (tensions avec la Russie et éventuellement avec la Turquie).

*Choisir la bonne devise*

Nous sommes donc prudemment optimistes concernant les marchés émergents en 2022. Tout en invitant à la nécessité d'être sélectif et agile : les à-coups sur les anticipations des taux d'intérêt américains pourraient ponctuellement déclencher des mouvements de vente des actifs émergents. Il paraît logique de s'intéresser à une sélection de devises à haut rendement : nous privilégions le yuan chinois, la roupie indonésienne, le rouble russe, le rand sud-africain et le peso mexicain. Il pourrait également être judicieux de se positionner sur des devises d'Asie du Sud-est, notamment sur le baht thaïlandais et le dollar de Singapour. En revanche, il est préférable d'être prudent sur la livre turque (qui fait l'objet d'une gestion monétaire persistante) et sur le real brésilien (élections-clés dans un contexte budgétaire difficile).

*Principaux risques*

Les principaux risques entourant cette vision prudemment optimiste sont au nombre de quatre : une augmentation plus rapide des taux directeurs américains (ce qui affecterait les devises émergentes), le ralentissement chinois (s'il n'était plus sous contrôle), les incertitudes concernant l'évolution des prix des matières premières ou, enfin, l'apparition plus rapide que prévu de contraintes ESG<sup>4</sup>, qui pèserait plus particulièrement sur certains marchés.

**Sébastien BARBÉ**

**Indice devises émergentes (EMFX) contre dollar**



<sup>4</sup> Environnementales, sociales et de gouvernance.



# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Scénario économique

**Taux d'intérêt**

Taux de change

Matières premières

Comptes publics

## SCÉNARIO ÉCONOMIQUE DU GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

|                               | PIB (a/a, %) |      |      | Inflation (a/a, %) |      |      | Balance courante (% du PIB) |      |      |
|-------------------------------|--------------|------|------|--------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
|                               | 2021         | 2022 | 2023 | 2021               | 2022 | 2023 | 2021                        | 2022 | 2023 |
| <b>Etats-Unis</b>             | 5,6          | 3,8  | 2,3  | 4,7                | 4,8  | 2,4  | -3,5                        | -3,2 | -3,1 |
| <b>Japon</b>                  | 1,6          | 3,0  | 1,3  | -0,1               | 1,3  | 1,2  | 2,7                         | 1,8  | 1,8  |
| <b>Zone euro</b>              | 5,2          | 4,4  | 2,5  | 2,6                | 3,0  | 1,5  | 2,8                         | 2,9  | 3,1  |
| <b>Allemagne</b>              | 2,7          | 4,2  | 1,9  | 3,2                | 3,1  | 1,7  | 6,6                         | 6,9  | 6,9  |
| <b>France</b>                 | 6,8          | 4,4  | 2,5  | 2,1                | 2,3  | 1,5  | -1,0                        | -0,3 | -0,4 |
| <b>Italie</b>                 | 6,3          | 4,2  | 2,4  | 1,9                | 2,7  | 1,0  | 3,3                         | 3,2  | 3,4  |
| <b>Espagne</b>                | 4,4          | 5,4  | 4,3  | 3,0                | 3,6  | 1,2  | 1,5                         | 1,7  | 2,4  |
| <b>Pays-Bas</b>               | 4,6          | 4,2  | 1,9  | 2,7                | 4,2  | 1,9  | 8,4                         | 8,8  | 8,8  |
| <b>Belgique</b>               | 6,1          | 3,2  | 1,5  | 3,2                | 4,9  | 1,5  | 0,8                         | 0,3  | 0,0  |
| <b>Autres pays développés</b> |              |      |      |                    |      |      |                             |      |      |
| <b>Royaume-Uni</b>            | 6,9          | 4,8  | 2,4  | 2,6                | 4,8  | 2,4  | -4,0                        | -4,5 | -5,0 |
| <b>Canada</b>                 | 5,1          | 3,9  | 2,5  | 3,3                | 3,2  | 2,2  | 0,6                         | 0,2  | -0,2 |
| <b>Australie</b>              | 3,5          | 4,1  | 2,6  | 2,5                | 2,1  | 2,2  | 3,6                         | 1,3  | 0,5  |
| <b>Suisse</b>                 | 3,7          | 3,0  | 1,4  | 0,4                | 0,6  | 0,8  | 7,2                         | 7,5  | 7,2  |
| <b>Suède</b>                  | 4,7          | 3,0  | 1,8  | 2,0                | 2,3  | 1,7  | 5,6                         | 5,4  | 5,2  |
| <b>Norvège</b>                | 4,2          | 4,0  | 2,4  | 3,3                | 2,7  | 1,9  | 3,6                         | 3,4  | 3,3  |
| <b>Asie</b>                   | 7,3          | 5,4  | 5,1  | 2,2                | 3,1  | 2,6  | 1,7                         | 1,1  | 0,8  |
| <b>Chine</b>                  | 8,1          | 4,9  | 5,3  | 0,9                | 2,3  | 2,0  | 1,8                         | 1,2  | 0,6  |
| <b>Inde</b>                   | 9,6          | 7,6  | 6,0  | 5,1                | 5,8  | 4,5  | -1,0                        | -2,2 | -2,0 |
| <b>Corée du Sud</b>           | 4,1          | 3,3  | 2,7  | 2,4                | 1,8  | 1,6  | 4,9                         | 4,5  | 4,2  |
| <b>Indonésie</b>              | 3,5          | 5,0  | 4,5  | 2,0                | 3,0  | 3,0  | -1,0                        | -1,3 | -2,5 |
| <b>Taiwan</b>                 | 5,8          | 2,9  | 2,6  | 2,0                | 1,3  | 1,3  | 14,2                        | 13,6 | 13,5 |
| <b>Thaïlande</b>              | 0,8          | 3,9  | 4,0  | 1,2                | 1,5  | 1,2  | -2,8                        | 1,2  | 4,5  |
| <b>Malaisie</b>               | 3,5          | 5,0  | 4,5  | 2,5                | 2,8  | 2,5  | 3,0                         | 2,5  | 2,3  |
| <b>Singapour</b>              | 7,2          | 3,8  | 3,0  | 2,1                | 1,9  | 1,2  | 18,6                        | 16,8 | 15,2 |
| <b>Hong Kong</b>              | 6,5          | 3,3  | 2,9  | 1,6                | 2,1  | 2,0  | 8,3                         | 5,0  | 5,5  |
| <b>Philippines</b>            | 5,6          | 6,9  | 6,5  | 4,4                | 3,0  | 3,5  | 0,5                         | -0,5 | -1,0 |
| <b>Vietnam</b>                | 3,9          | 6,5  | 6,7  | 2,5                | 3,5  | 4,0  | 1,5                         | 2,7  | 2,5  |
| <b>Amérique latine</b>        | 5,8          | 2,3  | 2,4  | 13,8               | 9,6  | 8,0  | -0,2                        | -0,3 | -0,9 |
| <b>Brésil</b>                 | 3,9          | 1,1  | 2,2  | 10,2               | 4,8  | 3,3  | -0,8                        | -0,6 | -1,0 |
| <b>Mexique</b>                | 5,6          | 2,8  | 2,5  | 7,1                | 3,6  | 3,2  | 1,5                         | 1,0  | -0,5 |
| <b>Argentine</b>              | 7,8          | 2,2  | 2,0  | 51,0               | 46,0 | 40,0 | 1,0                         | 0,8  | 0,5  |
| <b>Colombie</b>               | 8,6          | 4,5  | 3,5  | 4,8                | 3,2  | 2,9  | -4,5                        | -4,0 | -3,8 |
| <b>Europe émergente</b>       | 5,4          | 3,5  | 3,2  | 9,2                | 11,3 | 8,2  | 1,9                         | 1,4  | -0,2 |
| <b>Russie</b>                 | 4,2          | 2,7  | 2,0  | 6,7                | 6,5  | 4,0  | 7,0                         | 6,0  | 3,5  |
| <b>Turquie</b>                | 8,0          | 3,8  | 4,0  | 18,0               | 25,0 | 20,0 | -2,0                        | -2,0 | -4,0 |
| <b>Pologne</b>                | 5,7          | 4,3  | 3,8  | 5,1                | 7,5  | 5,5  | -0,8                        | -1,4 | -1,8 |
| <b>Rép. tchèque</b>           | 2,3          | 4,2  | 4,0  | 3,8                | 5,5  | 2,5  | 0,8                         | 0,5  | 0,5  |
| <b>Roumanie</b>               | 6,8          | 5,3  | 4,9  | 5,0                | 7,2  | 3,8  | -6,5                        | -6,1 | -6,0 |
| <b>Hongrie</b>                | 6,4          | 4,3  | 4,0  | 5,1                | 4,9  | 3,0  | -0,5                        | -0,5 | -0,3 |
| <b>Ukraine</b>                | 3,0          | 3,6  | 4,0  | 9,4                | 7,9  | 5,5  | -0,8                        | -2,1 | -2,4 |
| <b>Afrique, Moyen-Orient</b>  | 3,6          | 3,7  | 3,5  | 10,4               | 6,9  | 5,9  | 1,8                         | 1,9  | 1,6  |
| <b>Arabie saoudite</b>        | 2,6          | 4,1  | 3,5  | 3,2                | 1,9  | 1,5  | 4,7                         | 5,1  | 4,5  |
| <b>Emirats Arabes Unis</b>    | 2,8          | 4,2  | 3,7  | 0,0                | 1,9  | 1,8  | 8,5                         | 9,8  | 9,0  |
| <b>Afrique du Sud</b>         | 4,5          | 2,0  | 1,8  | 4,5                | 4,5  | 4,5  | 3,0                         | -0,5 | -0,5 |
| <b>Egypte</b>                 | 4,5          | 5,0  | 5,3  | 5,4                | 6,3  | 6,1  | -4,5                        | -3,5 | -3,3 |
| <b>Algérie</b>                | 3,0          | 2,5  | 1,9  | 5,3                | 5,9  | 6,0  | -8,3                        | -6,9 | -8,1 |
| <b>Qatar</b>                  | 2,9          | 3,6  | 3,1  | 1,6                | 2,5  | 2,1  | 5,0                         | 5,4  | 5,1  |
| <b>Koweït</b>                 | 2,1          | 3,1  | 3,2  | 3,2                | 2,5  | 2,1  | 26,0                        | 25,0 | 19,0 |
| <b>Maroc</b>                  | 5,4          | 3,9  | 3,7  | 1,1                | 1,5  | 1,6  | -3,2                        | -3,5 | -3,3 |
| <b>Tunisie</b>                | 3,5          | 3,2  | 2,7  | 5,6                | 6,2  | 5,8  | -5,9                        | -5,5 | -5,3 |
| <b>Total</b>                  | 5,8          | 4,3  | 3,4  | 4,4                | 4,6  | 3,3  | 0,8                         | 0,5  | 0,2  |
| <b>Pays industrialisés</b>    | 5,0          | 4,0  | 2,3  | 3,2                | 3,6  | 1,9  | -0,2                        | -0,2 | -0,2 |
| <b>Pays émergents</b>         | 6,5          | 4,6  | 4,3  | 5,4                | 5,4  | 4,4  | 1,5                         | 1,1  | 0,5  |

|                                | 2021 |     |      |     | 2022 |     |     |     | 2023 |     |     |     |
|--------------------------------|------|-----|------|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                                | T1   | T2  | T3   | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  |
| <b>Croissance PIB, t/t, %</b>  |      |     |      |     |      |     |     |     |      |     |     |     |
| <b>Etats-Unis (annualisée)</b> | 6,3  | 6,7 | 2,1  | 5,7 | 3,8  | 3,4 | 2,5 | 2,3 | 2,2  | 2,2 | 2,1 | 2,0 |
| <b>Japon</b>                   | -0,7 | 0,5 | -0,9 | 1,5 | 1,3  | 0,8 | 0,3 | 0,3 | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| <b>Eurozone</b>                | -0,2 | 2,2 | 2,2  | 0,5 | 0,9  | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,5  | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| <b>Allemagne</b>               | -1,9 | 2,0 | 1,7  | 0,2 | 1,3  | 1,2 | 0,7 | 0,6 | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| <b>France</b>                  | 0,1  | 1,3 | 3,0  | 0,7 | 0,9  | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,7  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| <b>Italie</b>                  | 0,3  | 2,7 | 2,6  | 0,4 | 0,5  | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,3  | 0,6 | 0,4 | 0,5 |
| <b>Espagne</b>                 | -0,6 | 1,1 | 2,0  | 1,2 | 1,2  | 1,1 | 1,5 | 1,2 | 1,0  | 1,1 | 0,6 | 0,6 |
| <b>Royaume-Uni</b>             | -1,4 | 5,5 | 1,3  | 1,1 | 0,9  | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,5  | 0,6 | 0,5 | 0,5 |

|                                      | 2021 |      |     |     | 2022 |     |     |     | 2023 |     |     |     |
|--------------------------------------|------|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                                      | T1   | T2   | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  | T1   | T2  | T3  | T4  |
| <b>Prix à la consommation, a/a %</b> |      |      |     |     |      |     |     |     |      |     |     |     |
| <b>Etats-Unis</b>                    | 1,9  | 4,8  | 5,3 | 6,8 | 6,9  | 5,3 | 4,2 | 2,6 | 2,3  | 2,4 | 2,4 | 2,5 |
| <b>Japon</b>                         | -0,5 | -0,6 | 0,0 | 0,6 | 0,9  | 1,3 | 1,6 | 1,4 | 1,1  | 1,2 | 1,3 | 1,4 |
| <b>Eurozone</b>                      | 1,1  | 1,8  | 2,8 | 4,5 | 3,9  | 3,5 | 2,9 | 1,7 | 1,3  | 1,5 | 1,7 | 1,5 |
| <b>Allemagne</b>                     | 1,7  | 2,2  | 3,5 | 5,4 | 4,0  | 3,6 | 2,8 | 2,0 | 1,3  | 1,7 | 2,1 | 1,7 |
| <b>France</b>                        | 1,0  | 1,8  | 2,2 | 3,3 | 2,7  | 2,6 | 2,2 | 1,5 | 1,5  | 1,5 | 1,6 | 1,5 |
| <b>Italie</b>                        | 0,8  | 1,2  | 2,1 | 3,7 | 3,4  | 3,2 | 2,6 | 1,4 | 0,8  | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| <b>Espagne</b>                       | 0,5  | 2,3  | 3,4 | 5,7 | 5,2  | 4,3 | 3,4 | 1,6 | 1,1  | 1,2 | 1,3 | 1,3 |
| <b>Royaume-Uni</b>                   | 0,6  | 2,1  | 2,8 | 4,9 | 5,4  | 5,5 | 4,9 | 3,6 | 3,1  | 2,4 | 2,2 | 2,0 |

|                           | 2021 |      |      |      | 2022 |      |      |      | 2023 |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                           | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   |
| <b>Taux de chômage, %</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| <b>Etats-Unis</b>         | 6,2  | 5,9  | 5,1  | 4,6  | 4,3  | 4,1  | 4,0  | 3,8  | 3,7  | 3,6  | 3,6  | 3,5  |
| <b>Japon</b>              | 2,8  | 2,9  | 2,8  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 2,6  | 2,6  | 2,6  | 2,6  | 2,5  | 2,5  |
| <b>Eurozone</b>           | 8,3  | 8,1  | 7,7  | 8,2  | 8,3  | 8,0  | 7,9  | 7,7  | 7,6  | 7,6  | 7,4  | 7,3  |
| <b>Allemagne</b>          | 3,9  | 3,6  | 3,4  | 3,4  | 3,4  | 3,4  | 3,4  | 3,4  | 3,2  | 3,2  | 3,2  | 3,2  |
| <b>France</b>             | 8,0  | 8,2  | 7,9  | 8,1  | 8,1  | 8,1  | 8,1  | 8,2  | 8,0  | 8,1  | 7,9  | 8,0  |
| <b>Italie</b>             | 10,1 | 9,8  | 9,2  | 9,3  | 9,4  | 9,6  | 9,6  | 9,4  | 9,2  | 9,0  | 8,8  | 8,6  |
| <b>Espagne</b>            | 15,6 | 15,4 | 14,8 | 16,8 | 17,8 | 16,3 | 15,4 | 14,6 | 14,9 | 14,7 | 13,9 | 13,3 |
| <b>Royaume-Uni</b>        | 4,8  | 4,6  | 4,2  | 4,2  | 4,1  | 3,9  | 3,9  | 3,8  | 3,9  | 3,8  | 3,9  | 3,8  |

|                    | PIB (b) | Consom-<br>mation<br>privée (b) | Consom-<br>mation<br>publique (b) | FBCF (b) | Exportations (b) | Importations (b) | Exportations<br>nettes (a) | Variations de<br>stock (a) |
|--------------------|---------|---------------------------------|-----------------------------------|----------|------------------|------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>Zone euro</b>   |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 5,2     | 3,5                             | 3,8                               | 3,6      | 9,6              | 7,1              | 1,4                        | 0,4                        |
| 2022               | 4,4     | 5,9                             | 1,4                               | 4,4      | 5,9              | 6,0              | 0,2                        | 0,3                        |
| 2023               | 2,5     | 2,2                             | 0,8                               | 4,4      | 4,5              | 4,6              | 0,1                        | 0,4                        |
| T4 2021            | 0,5     | 0,6                             | 0,3                               | 1,2      | 1,2              | 1,4              | -0,1                       | 0,2                        |
| T1 2022            | 0,9     | 1,1                             | 0,2                               | 1,5      | 1,6              | 1,7              | 0,0                        | 0,2                        |
| T2 2022            | 1,0     | 1,0                             | 0,2                               | 1,5      | 1,5              | 1,4              | 0,1                        | 0,2                        |
| T3 2022            | 0,9     | 0,8                             | 0,2                               | 1,3      | 1,4              | 1,4              | 0,1                        | 0,3                        |
| <b>Allemagne</b>   |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 2,7     | 0,7                             | 3,0                               | 1,4      | 7,1              | 7,4              | 0,2                        | 1,2                        |
| 2022               | 4,2     | 7,4                             | 0,6                               | 1,3      | 5,7              | 5,9              | 0,1                        | -0,3                       |
| 2023               | 1,9     | 1,7                             | 0,8                               | 2,7      | 5,7              | 5,6              | 0,3                        | 0,0                        |
| T4 2021            | 0,2     | 0,2                             | 0,2                               | -0,1     | 0,7              | 0,6              | 0,1                        | 0,0                        |
| T1 2022            | 1,3     | 1,6                             | 0,2                               | 0,9      | 2,3              | 2,1              | 0,2                        | 0,0                        |
| T2 2022            | 1,2     | 1,4                             | 0,2                               | 0,9      | 2,3              | 2,1              | 0,2                        | 0,0                        |
| T3 2022            | 0,7     | 0,8                             | 0,2                               | 0,9      | 1,8              | 1,8              | 0,1                        | 0,0                        |
| <b>France</b>      |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 6,8     | 4,8                             | 6,4                               | 11,7     | 8,4              | 6,8              | 0,3                        | -0,4                       |
| 2022               | 4,4     | 5,7                             | 2,4                               | 3,4      | 6,3              | 4,7              | 0,4                        | -0,4                       |
| 2023               | 2,5     | 2,0                             | 0,8                               | 3,0      | 2,9              | 2,8              | 0,0                        | 0,6                        |
| T4 2021            | 0,7     | 1,2                             | 0,3                               | 0,9      | 1,8              | 1,8              | 0,0                        | -0,2                       |
| T1 2022            | 0,9     | 0,9                             | 0,2                               | 0,8      | 1,7              | 1,5              | 0,0                        | 0,1                        |
| T2 2022            | 0,6     | 0,8                             | 0,2                               | 0,8      | 1,1              | 0,9              | 0,0                        | -0,1                       |
| T3 2022            | 0,8     | 0,6                             | 0,2                               | 0,8      | 1,0              | 0,8              | 0,0                        | 0,2                        |
| <b>Italie</b>      |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 6,3     | 5,2                             | 0,9                               | 15,7     | 12,8             | 13,4             | 0,1                        | 0,1                        |
| 2022               | 4,2     | 5,2                             | -0,6                              | 5,1      | 8,4              | 7,0              | 0,6                        | -0,3                       |
| 2023               | 2,4     | 2,6                             | -0,8                              | 4,1      | 5,4              | 5,2              | 0,2                        | 0,0                        |
| T4 2021            | 0,4     | 0,6                             | -0,1                              | 0,7      | 1,2              | 1,3              | 0,0                        | -0,1                       |
| T1 2022            | 0,5     | 0,8                             | -0,1                              | 1,1      | 1,6              | 1,5              | 0,1                        | -0,2                       |
| T2 2022            | 1,0     | 0,7                             | -0,2                              | 1,4      | 2,0              | 1,7              | 0,1                        | 0,2                        |
| T3 2022            | 0,9     | 1,0                             | -0,2                              | 1,3      | 2,4              | 2,1              | 0,2                        | -0,1                       |
| <b>Espagne</b>     |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 4,4     | 4,3                             | 3,3                               | 3,4      | 11,6             | 11,3             | 0,4                        | 0,2                        |
| 2022               | 5,4     | 4,0                             | 2,4                               | 7,7      | 8,8              | 6,3              | 1,0                        | 0,0                        |
| 2023               | 4,3     | 3,4                             | 2,0                               | 7,3      | 5,0              | 3,9              | 0,5                        | 0,0                        |
| T4 2021            | 1,2     | 0,9                             | 1,1                               | 1,5      | 2,3              | 2,0              | 0,2                        | 0,0                        |
| T1 2022            | 1,2     | 1,0                             | 0,5                               | 2,5      | 1,3              | 1,5              | 0,0                        | 0,0                        |
| T2 2022            | 1,1     | 0,8                             | 0,5                               | 2,5      | 1,3              | 1,3              | 0,0                        | 0,0                        |
| T3 2022            | 1,5     | 1,0                             | 0,5                               | 2,5      | 2,0              | 1,1              | 0,3                        | 0,0                        |
| <b>Portugal</b>    |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 4,7     | 5,0                             | 5,1                               | 4,6      | 9,1              | 10,0             | -0,9                       | 0,4                        |
| 2022               | 5,6     | 5,2                             | 4,1                               | 4,3      | 8,2              | 6,1              | 0,5                        | 0,0                        |
| 2023               | 2,1     | 2,1                             | 1,6                               | 3,2      | 4,0              | 3,9              | -0,2                       | 0,0                        |
| T4 2021            | 1,9     | 1,1                             | 2,0                               | 2,0      | 2,0              | 1,0              | 0,4                        | 0,0                        |
| T1 2022            | 0,7     | 0,7                             | 0,5                               | 2,0      | 1,0              | 1,4              | -0,2                       | 0,0                        |
| T2 2022            | 0,7     | 0,7                             | 0,5                               | 1,5      | 1,0              | 1,2              | -0,1                       | 0,0                        |
| T3 2022            | 0,5     | 0,5                             | 0,4                               | 0,8      | 1,0              | 1,0              | -0,1                       | 0,0                        |
| <b>Pays-Bas</b>    |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 4,6     | 2,9                             | 3,8                               | 3,4      | 6,7              | 4,9              | 2,1                        | -0,4                       |
| 2022               | 4,2     | 4,6                             | 2,3                               | 2,6      | 4,7              | 4,2              | 0,9                        | 0,2                        |
| 2023               | 1,9     | 1,2                             | 0,8                               | 1,8      | 4,1              | 3,6              | 0,8                        | 0,0                        |
| T4 2021            | 0,5     | -1,0                            | 0,5                               | 3,5      | 0,6              | 0,6              | 0,1                        | 0,0                        |
| T1 2022            | 0,9     | 1,0                             | 0,3                               | 0,8      | 1,0              | 0,9              | 0,2                        | 0,0                        |
| T2 2022            | 0,8     | 0,8                             | 0,3                               | 0,8      | 1,0              | 0,9              | 0,2                        | 0,0                        |
| T3 2022            | 0,6     | 0,5                             | 0,2                               | 0,5      | 1,0              | 0,9              | 0,2                        | 0,0                        |
| <b>Royaume-Uni</b> |         |                                 |                                   |          |                  |                  |                            |                            |
| 2021               | 6,9     | 4,3                             | 15,9                              | 4,5      | -2,7             | 1,3              | -1,2                       | 1,0                        |
| 2022               | 4,8     | 6,3                             | 5,6                               | 6,4      | 6,0              | 8,4              | -0,7                       | -0,5                       |
| 2023               | 2,4     | 1,6                             | 3,0                               | 7,4      | 4,2              | 5,9              | -0,6                       | 0,0                        |
| T4 2021            | 1,1     | 3,0                             | 0,9                               | 1,0      | 2,0              | 2,2              | -0,1                       | -0,9                       |
| T1 2022            | 0,9     | 0,5                             | 1,0                               | 2,0      | 2,0              | 2,0              | 0,0                        | 0,1                        |
| T2 2022            | 0,7     | 0,5                             | 1,0                               | 2,0      | 1,5              | 2,0              | -0,2                       | 0,0                        |
| T3 2022            | 0,7     | 0,5                             | 1,0                               | 1,8      | 1,0              | 1,5              | -0,2                       | 0,0                        |

(a) contribution à la croissance (% t/t)

(b) t/t, %

## TAUX D'INTÉRÊT

| Taux courts |              | 16-déc | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|-------------|--------------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Etats-Unis  | Fed funds    | 0,25   | 0,25    | 0,25    | 0,25     | 0,50    | 0,50    | 0,75    | 1,00     | 1,25    |
|             | 3 mois       | 0,18   | 0,20    | 0,35    | 0,50     | 0,70    | 0,70    | 1,00    | 1,25     | 1,50    |
| Japon       | Call rate    | -0,03  | -0,02   | -0,02   | -0,02    | -0,02   | -0,02   | -0,02   | -0,02    | -0,02   |
|             | 3 mois       | -0,10  | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00    |
| Zone euro   | Dépôt        | -0,50  | -0,50   | -0,50   | -0,50    | -0,50   | -0,50   | -0,50   | -0,50    | -0,50   |
|             | 3 mois       | -0,57  | -0,56   | -0,56   | -0,55    | -0,55   | -0,55   | -0,55   | -0,54    | -0,54   |
| Royaume-Uni | Taux de base | 0,25   | 0,50    | 0,50    | 0,75     | 0,75    | 1,00    | 1,00    | 1,00     | 1,00    |
|             | 3 mois       | 0,08   | 0,08    | 0,08    | 0,10     | 0,30    | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00    |
| Suède       | Repo         | 0,00   | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00     | 0,00    |
| Norvège     | Deposit      | 0,50   | 0,75    | 1,00    | 1,00     | 1,25    | 1,25    | 1,50    | 1,50     | 1,75    |
| Canada      | Overnight    | 0,25   | 0,25    | 0,25    | 0,50     | 0,75    | 1,00    | 1,00    | 1,25     | 1,50    |

| Taux 10 ans           |  | 16-déc | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|-----------------------|--|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Etats-Unis            |  | 1,42   | 1,65    | 1,75    | 1,55     | 1,35    | 1,40    | 1,50    | 1,60     | 1,65    |
| Japon                 |  | 0,04   | 0,08    | 0,09    | 0,11     | 0,11    | 0,11    | 0,11    | 0,11     | 0,11    |
| Zone euro (Allemagne) |  | -0,35  | 0,05    | -0,05   | -0,20    | -0,25   | -0,10   | 0,05    | 0,20     | 0,30    |
| Spread 10 ans / Bund  |  |        |         |         |          |         |         |         |          |         |
| France                |  | 0,35   | 0,45    | 0,40    | 0,35     | 0,35    | 0,40    | 0,40    | 0,40     | 0,40    |
| Italie                |  | 1,33   | 1,50    | 1,40    | 1,30     | 1,30    | 1,60    | 1,55    | 1,55     | 1,55    |
| Espagne               |  | 0,74   | 0,85    | 0,80    | 0,75     | 0,75    | 0,85    | 0,80    | 0,85     | 0,85    |

| Asie                   |                  | 16-déc | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|------------------------|------------------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Chine                  | 1Y deposit rate  | 1,50   | 1,50    | 1,50    | 1,50     | 1,50    | 1,50    | 1,50    | 1,50     | 1,50    |
| Hong Kong              | Taux de base     | 0,50   | 0,50    | 0,50    | 0,50     | 0,75    | 1,00    | 1,00    | 1,25     | 1,50    |
| Inde                   | Taux repo        | 4,00   | 4,25    | 4,50    | 4,50     | 4,75    | 5,00    | 5,00    | 5,25     | 5,50    |
| Indonésie              | BI rate          | 3,50   | 3,50    | 3,50    | 3,75     | 4,00    | 4,25    | 4,25    | 4,50     | 4,75    |
| Corée                  | Taux de base     | 1,00   | 1,25    | 1,25    | 1,50     | 1,50    | 1,50    | 1,75    | 1,75     | 1,75    |
| Malaisie               | OPR              | 1,75   | 1,75    | 1,75    | 1,75     | 2,00    | 2,25    | 2,25    | 2,50     | 2,75    |
| Philippines            | Taux repo        | 2,00   | 2,00    | 2,00    | 2,00     | 2,25    | 2,25    | 2,50    | 2,50     | 2,75    |
| Singapour              | 6M SOR           | 0,40   | 0,40    | 0,42    | 0,44     | 0,55    | 0,70    | 0,76    | 0,86     | 1,02    |
| Taiwan                 | Redisc           | 1,13   | 1,13    | 1,13    | 1,13     | 1,25    | 1,25    | 1,25    | 1,25     | 1,25    |
| Thaïlande              | Repo             | 0,50   | 0,50    | 0,50    | 0,50     | 0,50    | 0,75    | 0,75    | 1,00     | 1,00    |
| Vietnam                | Refinancing rate | 4,00   | 4,00    | 4,00    | 4,50     | 5,00    | 5,00    | 5,00    | 5,00     | 5,00    |
| Amérique Latine        |                  |        |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Brésil                 | Overnight/Selic  | 9,25   | 11,50   | 11,50   | 11,50    | 11,50   | 11,50   | 10,00   | 8,50     | 7,00    |
| Mexique                | Taux overnight   | 5,00   | 5,75    | 6,00    | 6,00     | 6,00    | 6,00    | 6,00    | 5,50     | 5,50    |
| Europe Emergente       |                  |        |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Rép. tchèque           | Repo 14 j.       | 2,75   | 3,50    | 3,50    | 3,25     | 3,00    | 2,75    | 2,75    | 2,75     | 2,75    |
| Hongrie                | Repo 2 sem.      | 2,40   | 3,00    | 3,00    | 3,00     | 3,00    | 3,00    | 3,00    | 2,75     | 2,50    |
| Pologne                | Repo 7 j.        | 1,75   | 2,25    | 2,25    | 2,25     | 2,25    | 2,25    | 2,25    | 2,25     | 2,25    |
| Roumanie               | Repo 2 sem.      | 1,75   | 2,25    | 2,50    | 2,50     | 2,50    | 2,50    | 2,50    | 2,50     | 2,50    |
| Russie                 | 1W auction rate  | 7,50   | 9,50    | 9,50    | 9,50     | 8,50    | 7,50    | 6,50    | 6,50     | 6,50    |
| Turquie                | Repo 1 sem.      | 14,00  | 14,00   | 14,00   | 14,00    | 14,00   | 14,00   | 14,00   | 14,00    | 14,00   |
| Afrique & Moyen-Orient |                  |        |         |         |          |         |         |         |          |         |
| Afr. du Sud            | Repo             | 3,75   | 4,50    | 5,00    | 5,00     | 5,00    | 4,50    | 4,00    | 4,00     | 4,00    |
| EAU                    | Repo             | 0,65   | 0,60    | 0,60    | 0,60     | 0,85    | 0,85    | 1,10    | 1,35     | 1,50    |
| Arabie Saoudite        | Repo             | 1,00   | 1,00    | 1,00    | 1,00     | 1,25    | 1,25    | 1,50    | 1,75     | 2,00    |

## TAUX DE CHANGE

## Taux de change USD

| Pays industrialisés |         | 16-déc. | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Euro                | EUR/USD | 1,13    | 1,14    | 1,15    | 1,16     | 1,18    | 1,18    | 1,19    | 1,20     | 1,21    |
| Japon               | USD/JPY | 114     | 116     | 118     | 118      | 116     | 115     | 114     | 113      | 112     |
| Royaume-Uni         | GBP/USD | 1,32    | 1,34    | 1,35    | 1,36     | 1,38    | 1,39    | 1,40    | 1,41     | 1,43    |
| Suisse              | USD/CHF | 0,93    | 0,93    | 0,94    | 0,94     | 0,94    | 0,94    | 0,94    | 0,94     | 0,93    |
| Canada              | USD/CAD | 1,29    | 1,24    | 1,22    | 1,21     | 1,20    | 1,19    | 1,18    | 1,19     | 1,20    |
| Australie           | AUD/USD | 0,71    | 0,74    | 0,74    | 0,75     | 0,76    | 0,77    | 0,78    | 0,79     | 0,80    |
| Nouvelle Zélande    | NZD/USD | 0,67    | 0,72    | 0,73    | 0,74     | 0,75    | 0,75    | 0,76    | 0,77     | 0,78    |

## Parités croisées c/ euro

| Pays industrialisés |         | 16-déc. | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Japon               | EUR/JPY | 128     | 132     | 135     | 136      | 136     | 136     | 136     | 136      | 136     |
| Royaume-Uni         | EUR/GBP | 0,85    | 0,85    | 0,85    | 0,85     | 0,85    | 0,85    | 0,85    | 0,85     | 0,84    |
| Suisse              | EUR/CHF | 1,04    | 1,06    | 1,08    | 1,09     | 1,10    | 1,11    | 1,12    | 1,13     | 1,13    |
| Suède               | EUR/SEK | 10,27   | 10,10   | 10,10   | 10,00    | 9,90    | 9,80    | 9,80    | 9,70     | 9,70    |
| Norvège             | EUR/NOK | 10,25   | 10,00   | 9,90    | 9,80     | 9,70    | 9,60    | 9,60    | 9,50     | 9,50    |

| Asie         |         | 16-déc. | mars-22 | juin-22 | sept.-22 | déc.-22 | mars-23 | juin-23 | sept.-23 | déc.-23 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Chine        | USD/CNY | 6,37    | 6,46    | 6,48    | 6,44     | 6,40    | 6,40    | 6,42    | 6,45     | 6,49    |
| Hong Kong    | USD/HKD | 7,80    | 7,79    | 7,80    | 7,80     | 7,80    | 7,81    | 7,81    | 7,82     | 7,82    |
| Inde         | USD/INR | 76,38   | 74,80   | 75,00   | 74,80    | 74,60   | 74,80   | 75,00   | 75,20    | 75,20   |
| Indonésie    | USD/IDR | 14 330  | 14 000  | 14 200  | 14 000   | 13 800  | 14 000  | 14 200  | 14 300   | 14 300  |
| Malaisie     | USD/MYR | 4,23    | 4,12    | 4,15    | 4,10     | 4,08    | 4,10    | 4,15    | 4,15     | 4,15    |
| Philippines  | USD/PHP | 50,2    | 50,0    | 49,6    | 49,2     | 48,8    | 48,6    | 48,6    | 48,4     | 48,2    |
| Singapour    | USD/SGD | 1,37    | 1,34    | 1,33    | 1,33     | 1,32    | 1,32    | 1,31    | 1,31     | 1,30    |
| Corée du Sud | USD/KRW | 1188    | 1155    | 1150    | 1145     | 1140    | 1130    | 1130    | 1120     | 1110    |
| Taiwan       | USD/TWD | 27,8    | 27,8    | 27,7    | 27,6     | 27,5    | 27,5    | 27,5    | 27,4     | 27,3    |
| Thaïlande    | USD/THB | 33,4    | 33,0    | 32,9    | 32,5     | 32,2    | 32,0    | 31,8    | 31,5     | 31,0    |
| Vietnam      | USD/VND | 23 030  | 22 700  | 22 650  | 22 600   | 22 600  | 22 550  | 22 500  | 22 450   | 22 400  |

## Amérique latine

|         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brésil  | USD/BRL | 5,71  | 5,60  | 5,75  | 6,00  | 5,75  | 5,75  | 5,70  | 5,65  | 5,60  |
| Mexique | USD/MXN | 21,24 | 20,20 | 20,10 | 20,00 | 20,00 | 20,50 | 21,00 | 23,00 | 20,10 |

## Afrique

|                |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Afrique du Sud | USD/ZAR | 16,18 | 16,00 | 15,00 | 14,50 | 14,50 | 14,00 | 14,00 | 14,50 | 15,00 |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

## Europe émergente

|         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Pologne | USD/PLN | 4,11  | 4,08  | 4,02  | 3,98  | 3,91  | 3,81  | 3,76  | 3,69  | 3,64  |
| Russie  | USD/RUB | 74,00 | 70,00 | 70,00 | 72,00 | 74,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 |
| Turquie | USD/TRY | 14,79 | 14,50 | 15,00 | 15,10 | 15,20 | 15,30 | 15,40 | 15,50 | 15,60 |

## Europe centrale

|              |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rép. tchèque | EUR/CZK | 25,25 | 25,20 | 25,00 | 24,90 | 24,80 | 24,70 | 24,70 | 24,70 | 24,70 |
| Hongrie      | EUR/HUF | 369   | 360   | 355   | 355   | 350   | 345   | 340   | 340   | 340   |
| Pologne      | EUR/PLN | 4,62  | 4,65  | 4,60  | 4,60  | 4,60  | 4,50  | 4,47  | 4,43  | 4,40  |
| Roumanie     | EUR/RON | 4,95  | 4,95  | 4,95  | 4,95  | 4,95  | 4,94  | 4,93  | 4,92  | 4,91  |

## MATIÈRES PREMIÈRES

| Prix moy. du trim. |         | 15-déc | 2022 |    |    |    | 2023 |    |    |    |
|--------------------|---------|--------|------|----|----|----|------|----|----|----|
|                    |         |        | T1   | T2 | T3 | T4 | T1   | T2 | T3 | T4 |
| Brent              | USD/BBL | 73     | 75   | 75 | 73 | 70 | 68   | 72 | 75 | 77 |

| Prix moy. du trim. |        | 15-déc | 2022  |       |       |       | 2023  |       |       |       |
|--------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                    |        |        | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    |
| Or                 | USD/oz | 1 769  | 1 850 | 1 900 | 1 900 | 1 950 | 1 950 | 2 000 | 2 000 | 2 000 |

## COMPTES PUBLICS

|                    | Solde budgétaire (% du PIB) |             |             | Dettes publiques (% du PIB) |              |              |
|--------------------|-----------------------------|-------------|-------------|-----------------------------|--------------|--------------|
|                    | 2021                        | 2022        | 2023        | 2021                        | 2022         | 2023         |
| <b>Etats-Unis</b>  | <b>-12,4</b>                | <b>-6,5</b> | <b>-4,7</b> | <b>102,2</b>                | <b>102,6</b> | <b>101,8</b> |
| <b>Japon</b>       | <b>-6,4</b>                 | <b>-7,0</b> | <b>-3,5</b> | <b>242,3</b>                | <b>244,4</b> | <b>244,2</b> |
| <b>Zone euro</b>   | <b>-7,5</b>                 | <b>-4,0</b> | <b>-2,2</b> | <b>98,5</b>                 | <b>99,1</b>  | <b>99,7</b>  |
| Allemagne          | -7,8                        | -3,1        | -1,4        | 72,3                        | 71,3         | 70,5         |
| France             | -8,1                        | -5,0        | -3,5        | 115,0                       | 113,8        | 113,6        |
| Italie             | -9,4                        | -5,6        | -4,3        | 154,4                       | 151,3        | 150,2        |
| Espagne            | -8,9                        | -6,3        | -2,5        | 117,5                       | 110,5        | 104,3        |
| Pays-Bas           | -5,0                        | -1,4        | -0,4        | 57,8                        | 56,4         | 55,1         |
| Belgique           | -7,8                        | -5,1        | -4,9        | 112,7                       | 113,1        | 114,6        |
| Grèce              | -11,0                       | -3,3        | -1,0        | 191,3                       | 175,1        | 169,7        |
| Irlande            | -2,8                        | -1,4        | -0,8        | 51,3                        | 46,7         | 45,5         |
| Portugal           | -4,3                        | -2,6        | -2,0        | 127,6                       | 123,5        | 122,8        |
| <b>Royaume-Uni</b> | <b>-10,1</b>                | <b>-5,8</b> | <b>-4,5</b> | <b>102,5</b>                | <b>103,4</b> | <b>103,8</b> |

Achevé de rédiger le 17 décembre 2021

**Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE**  
**Rédacteurs en chef : Catherine LEBOUGRE – Armelle SARDA – Jean-François PAREN**

**Comité de rédaction**

**Pays développés**

Ticiano BRUNELLO – Espagne  
Pierre BENADJAOUD, Olivier ELUÈRE – France  
Paola MONPERRUS-VERONI – Zone euro  
Kyohei MORITA – Japon  
Slavena NAZAROVA – Royaume-Uni  
Jean-François PERRIN – Inflation  
Sofia TOZY – Italie  
Philippe VILAS-BOAS – Allemagne, Autriche, Pays-Bas  
Nicholas VAN NESS – États-Unis

**Secteurs d'activité**

Stéphane FERDRIN – Pétrole  
Bertrand GAVAUDAN – Transport maritime  
Quang Khoi NGUYEN – Matériaux de construction

**Pays émergents**

Sébastien BARBÉ – Pays émergents  
Catherine LEBOUGRE, Olga YANGOL – Amérique latine  
Olivier LE CABELLEC – Afrique du Nord & Moyen-Orient  
Tania SOLLOGOUB – Russie  
David FORRESTER, Sophie WIEVIORKA, Xiaojia ZHI – Asie émergente  
Ada ZAN – Europe centrale et orientale, Asie centrale

**Marchés financiers**

Nicholas VAN NESS – Réserve fédérale  
Louis HARREAU – Banque centrale européenne  
Kyohei MORITA – Banque du Japon  
Slavena NAZAROVA – Banque d'Angleterre  
Alex LI – Taux d'intérêt États-Unis  
Bert LOURENCO – Taux d'intérêt zone euro  
Valentin MARINOV – Taux de change pays développés  
Sébastien BARBÉ – Taux de change pays émergents

**Documentation :** Dominique PETIT – **Statistiques :** Robin MOURIER, Alexis MAYER

**Maquette & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>  
**Application Etudes ECO** disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)